

25 septembre 2017

Quand innovation rime avec obligation

Constructeurs Auto

Finalisé le 22 septembre

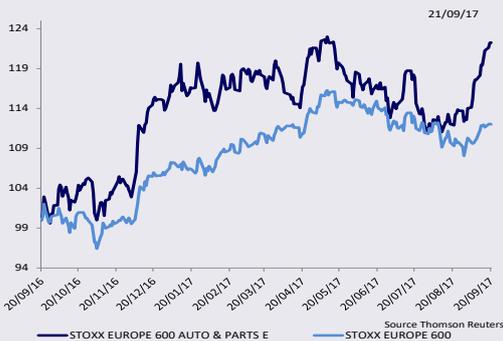
BMW	NEUTRE	FV 89€
Initiation de couverture		
Bloomberg	BMW3:GR Reuters	BMWG.DE
Cours	84.46EUR +Haut/+Bas	90.83/73.18
Capi. boursière	55 499 MEUR Val. Entreprise	33 822 MEUR
PE (2017e)	7,8x EV/EBIT (2017e)	3,5x

DAIMLER	ACHAT	FV 87€
Initiation de couverture		
Bloomberg	DAIG GR Reuters	DAIGN.DE
Cours	66.58EUR +Haut/+Bas	72.83/59.29
Capi. boursière	71 230 MEUR Val. Entreprise	49 491 MEUR
PE (2017e)	7,1x EV/EBIT (2017e)	3,3x

PEUGEOT	VENTE	FV 19€
Initiation de couverture		
Bloomberg	UG FP Reuters	PEUP.PA
Cours	19.265EUR +Haut/+Bas	19.71/12.88
Capi. boursière	17 432 MEUR Val. Entreprise	13 174 MEUR
PE (2017e)	9,1x EV/EBIT (2017e)	4,2x

RENAULT	ACHAT	FV 99€
Initiation de couverture		
Bloomberg	RNO FP Reuters	RENA.PA
Cours	81.46EUR +Haut/+Bas	90.18/70.74
Capi. boursière	24 090 MEUR Val. Entreprise	3 631 MEUR
PE (2017e)	5,3x EV/EBIT (2017e)	0,9x

Cours et données arrêtés à la clôture du 20 septembre

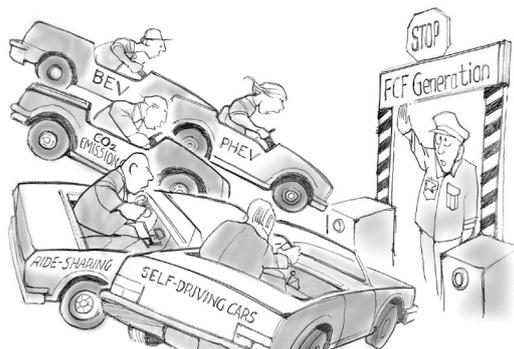


Un an après notre rapport sur les équipementiers automobiles, nous renforçons notre couverture sectorielle avec les constructeurs afin de mieux comprendre la chaîne de valeur dans l'auto, et surtout afin de mieux appréhender comment la course à la différenciation de ces derniers est à l'origine de la surperformance commerciale des premiers. L'innovation reste bien évidemment un sujet clé pour les constructeurs même si pour eux l'effet « pass-through » au client est plus compliqué.

■ **Le positionnement produit est clé pour surperformer le marché et créer de la valeur:** les constructeurs automobiles ne sont désormais responsables que de seulement **20% de la valeur ajoutée** d'un véhicule, contre **30% il y a de quelques années**. Seul un positionnement produit/prix cohérent et maîtrisé leur permet de surperformer le marché et surtout de générer des marges plus élevées. Pour cela les constructeurs doivent se positionner soit sur segment « haut de gamme », soit sur le segment « bas de gamme », au choix, tandis que le milieu de gamme reste le meilleur segment pour prendre des coups.

■ **Un besoin d'investissement incontournable :** Afin **1/**de respecter des normes environnementales de plus en plus contraignantes, et **2/**de se différencier le plus possible des concurrents directs pour gagner des parts de marché les constructeurs n'ont d'autres choix que d'investir massivement. Cependant, contrairement aux équipementiers qui négocient les prix directement avec leurs clients grâce à des appels d'offres/contrats moyen/long terme, le constructeur automobile lui est exposé à des variations récurrents de prix aux grés des politiques commerciales mises en place par les concurrents, et aux grés des niveaux de stocks. D'après nos estimations, environ **€125Mdr** seront dépensés en R&D et investissements par **Renault, Peugeot, BMW** et **Daimler** sur la période 2018-20 contre **€100Mdr** dépensés précédemment sur les 3 dernières années, alors que nous anticipons une baisse de la croissance mondiale, impliquant une pressions sur le ratio *FCF to sales* d'environ **50bp au minimum à moyen terme**.

■ **Nous privilégions Renault & Daimler par rapport à Peugeot & BMW:** Dans ce rapport sectoriel nous initions **Renault** (FV à €99) et **Daimler** (FV à €87) à l'**Achat**, initions **BMW** avec un **Neutre** (FV à €89) et **Peugeot** avec une **Vente** (FV à €19).



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

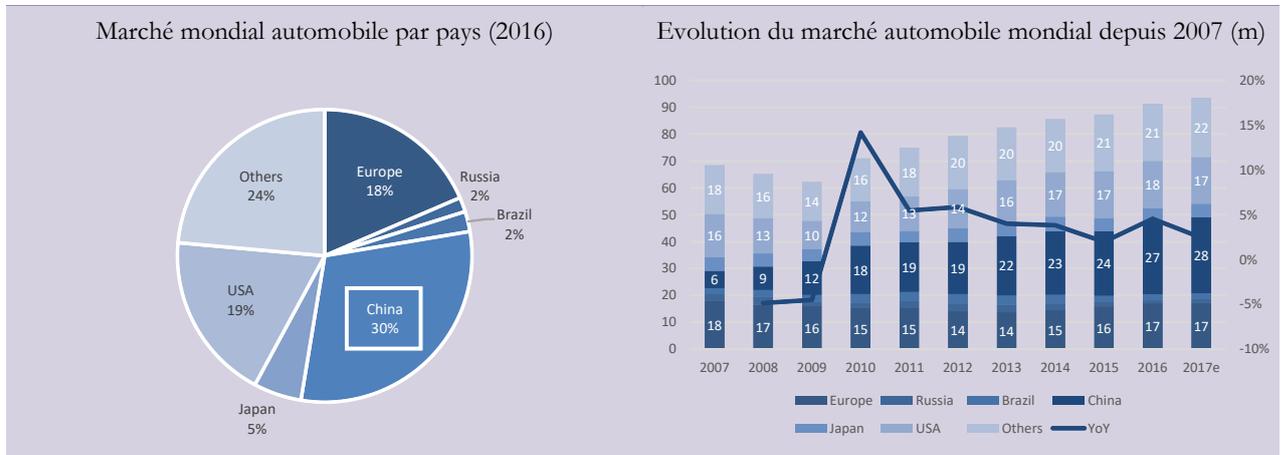
Research Assistant:
 Anthony Aimar

Sommaire

1. L'investissement case en 6 graphiques	3
2. Quand innovation rime avec obligation	4
3. Un secteur encore en croissance, mais de plus en plus son pression	5
3.1. Un marché américain sans croissance	5
3.2. ...tandis que le marché chinois devient de plus en plus volatile.....	6
3.3. Nous prévoyons une croissance du marché mondial de 2,4% en 2017 et de 1,9% en 2018.....	8
4. Le positionnement produit/prix est clé pour surperformer le marché... ..	9
5. ... et pour créer de la valeur.....	14
5.1. Renault et l'innovation frugale.....	15
5.1.1. La Renault Twingo.....	15
5.1.2. La Dacia Logan.....	16
5.1.3. La Renault Kwid.....	17
5.2. Tesla et l'innovation technologique disruptive	18
5.2.1. Space X et le design to cost.....	18
5.2.2. De la technologie à moindre coût chez Tesla	18
6. Un besoin d'investissements incontournable	19
6.1. Dans l'électrification du véhicule.....	20
6.1.1. Moins d'émissions de CO ₂	20
6.1.2. Et moins de particules de NOx	20
6.1.3. L'électrification du véhicule, la seule solution pour les constructeurs.....	22
6.2. Dans les nouveaux services de mobilité.....	24
6.3. Dans le véhicule semi-autonome & autonome	26
7. Nous préférons Renault & Daimler à Peugeot & BMW.....	29
7.1. Renault vs. Peugeot.....	29
7.2. Daimler vs. BMW.....	32
7.3. Et Tesla dans tout ça ?.....	34
8. A très long terme, nous privilégions les équipementiers par rapport aux constructeurs.....	35
8.1. Les constructeurs : entre l'enclume et le marteau.....	35
8.2. Les équipementiers: un partage du gâteau avec les valeurs technologiques	36
8.3. L'écart de valorisation entre les deux confirme que le marché en a de plus en plus conscience	37
BMW Fair Value 89EUR NEUTRE Initiation de couverture	39
Un groupe qui s'essouffle en milieu de course	39
Daimler Fair Value 87EUR ACHAT Initiation de couverture.....	81
De nouveau dans la peau d'un n°1	81
Peugeot Fair Value 19EUR VENTE Initiation de couverture.....	115
Le plus dur reste à faire.....	115
Renault Fair Value 99EUR ACHAT Initiation de couverture	155
Le meilleur reste à venir.....	155
Tesla Inc. NOT RATED	193
Elon Musk, désormais il faut délivrer !.....	193
Bryan Garnier stock rating system.....	211

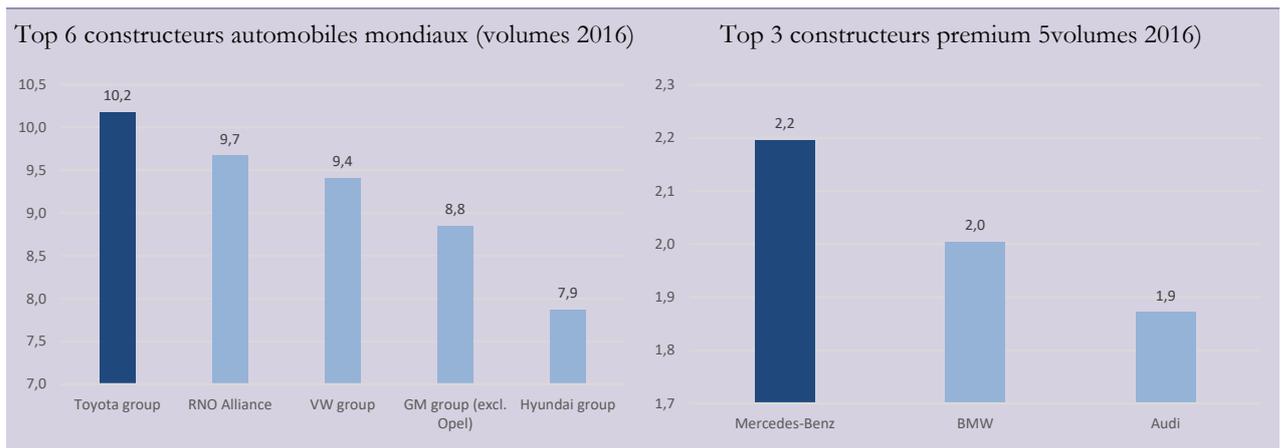
1. L'investissement case en 6 graphiques

Fig. 1: Un marché encore en croissance, mais qui ralentit



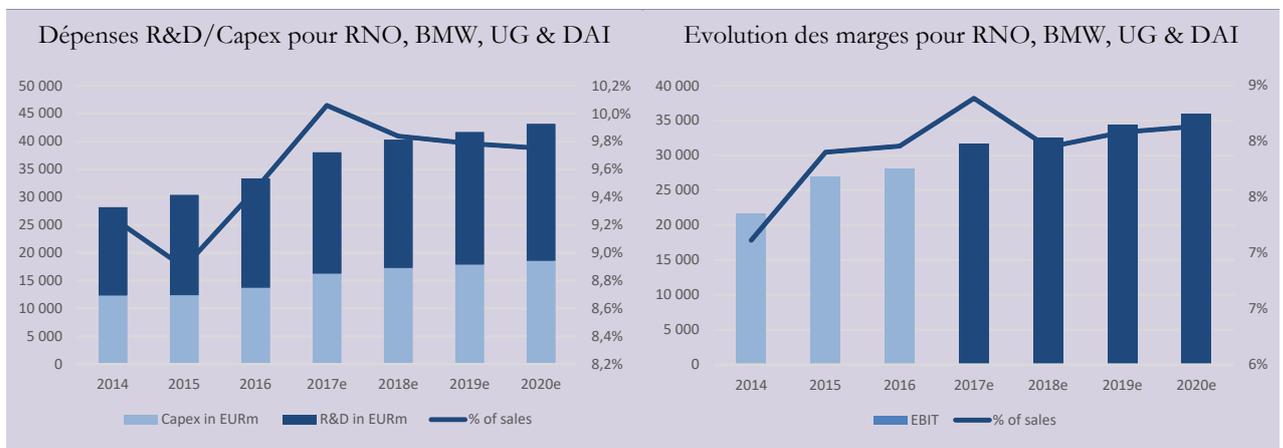
Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: Renault et Mercedes sur le point d'être leader dans leurs segments



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

Fig. 3: Il faut investir plus, au détriment de la croissance des marges



Source: Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

2. Quand innovation rime avec obligation

Un an après notre rapport sur les équipementiers automobiles (Faurecia, Hella, Plastic Omnium et Valeo), nous renforçons notre couverture sectorielle avec les constructeurs afin de mieux comprendre la chaîne de valeur dans l'auto, et afin de mieux appréhender comment la course à la différenciation de ces derniers est à l'origine de la surperformance commerciale des premiers.

A l'époque nous avons mis en avant en quoi les **différentes transformations du secteur** (véhicule connecté, véhicule électrique et véhicule autonome) impactées favorablement les équipementiers grâce à leur contribution grandissante dans la chaîne de valeur de la production d'un véhicule. Les besoins en innovations émanant des constructeurs résultaient en carnet de commandes pour certains équipementiers comme **Valeo, Continental, Hella, Faurecia** ou encore **Plastic Omnium**. Alors que ces innovations impliquent à court terme de la surperformance et potentiellement de l'amélioration de profitabilité pour ces derniers, elles impliquent pour les constructeurs une pression supplémentaire sur les marges et sur les FCF, ces derniers ayant du mal à faire passer aux clients finaux une part importante des coûts supplémentaires de production, notamment ceux liés à l'électrification et à la dépollution du véhicule.

Alors que la demande mondiale est sur le point de ralentir notamment aux Etats-Unis, en Europe et en Chine, les trois premiers marchés automobiles, nous anticipons donc un tassement de la marge des principaux constructeurs au détriment de la croissance de BPA, alors même que les incertitudes sur les véhicules diesel les obligent à investir massivement dans l'électrique.

D'après nos estimations, environ **€125Mdr** seront ainsi dépensés en R&D et investissements par **Renault, Peugeot, BMW** et **Daimler** sur la période 2018-20 contre **€100Mdr** dépensés précédemment sur les 3 dernières années, impliquant une pressions sur le ratio *FCF to sales* d'environ **50bp au minimum à moyen terme**. Seul Renault devrait d'après nous, pouvoir améliorer sa marge à court terme grâce à un effet mix favorable sur sa marque Renault et grâce à son positionnement sur le segment « entry range », tandis que Peugeot continuera à souffrir de la perte de vitesse de ses JV chinoises tout en rentrant dans le processus d'intégration d'Opel, intégration qui restera dilutive normalement jusqu'en 2025/26. Nous anticipons également chez les constructeurs premium une pression sur les marges, et plus particulièrement chez Daimler du fait des fortes ambitions de Mercedes-Benz dans l'électrique. Au final à court terme BMW devrait mieux s'en tirer que son concurrent direct, mais cela se fera au détriment de sa part de marché. **Un bon positionnement de Renault et Daimler devrait permettre aux deux groupes de mieux gérer les futurs remous du secteur.**

Dans ce rapport nous initions la couverture de quatre constructeurs automobiles traditionnels, **deux constructeurs généralistes** (Renault et Peugeot) et **deux constructeurs premium** (BMW et Daimler) et étudions le *business model* de Tesla (pas d'estimations ni de rating), le nouvel acteur disruptif du secteur, portant notre couverture sur l'automobile à **10 valeurs** (4 équipementiers, 2 pneumaticiens et 4 constructeurs).

Nous initions **Renault** (*FV à €99*) et **Daimler** (*FV à €87*) à l'**Achat**, initions **BMW** avec un **Neutre** (*FV à €89*) et **Peugeot** avec une **Vente** (*FV à €19*).

3. Un secteur encore en croissance, mais de plus en plus son pression

Lorsque nous avons initié sur le secteur automobile en septembre 2016 à travers une note d'initiation sur **quatre équipementiers automobiles** (Faurecia, Hella, Plastic Omnium et Valeo), nous mettions déjà en avant le risque de ralentissement du cycle automobile par rapport au dernier cycle de croissance 2010-16. Les marchés américains et européens ne bénéficient plus de l'effet de rattrapage observés ces dernières années, tandis que la Chine n'offre à court terme qu'« une croissance de 2 à 5% par an » **contre 5-10% auparavant**. A l'époque nous anticipions une croissance de **1,4%** pour 2017 et un CAGR de **1,9%** pour la période 2018-20, estimations que nous avons revues légèrement à la hausse cette année, notamment suite à un bon premier semestre du marché européen.

3.1. Un marché américain sans croissance

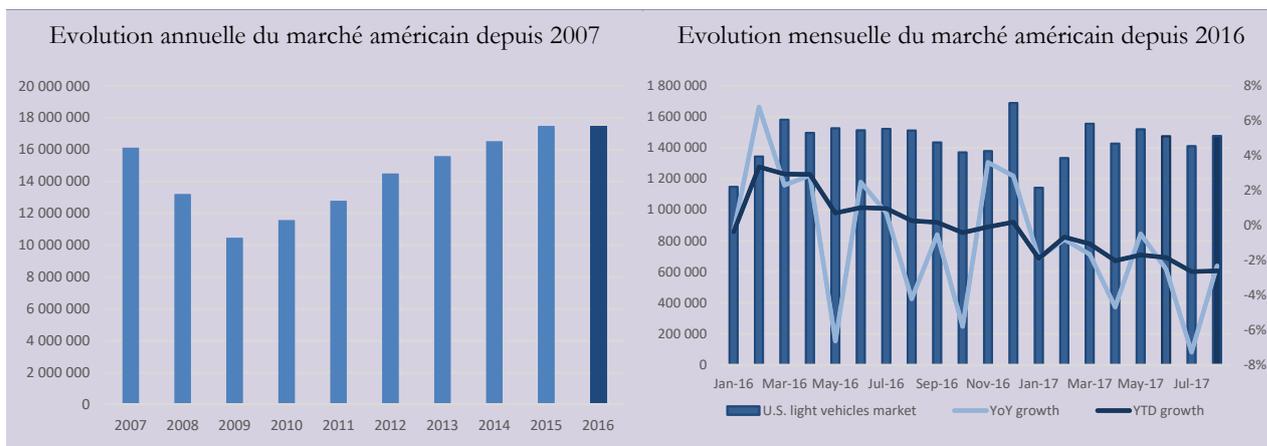
Le marché américain, le second plus important marché automobile après la Chine, montre clairement depuis quelques mois des signes de ralentissement évident suite à son rebond impressionnant depuis son point bas de 2009 (+68%). Après avoir stagné en début d'année, progressivement la demande mensuelle s'est détériorée, affectée notamment par **un effet de base de plus en plus défavorable**, mais surtout par la **remontée des taux d'intérêt** et la **stabilité du prix du baril**. Depuis le début d'année le marché américain est en baisse de **2,6%** légèrement en dessous de nos attentes sur l'année, a **-1%**.

Comme toujours, cette chute de la demande s'accompagne d'une baisse progressive des prix, les constructeurs n'ayant d'autres choix afin d'attirer le client que d'offrir d'importants « discounts » pour limiter le risque d'augmentation du niveau des stocks. Pour l'instant les constructeurs ne semblent pas avoir cédé à la tentation d'une guerre excessive des prix pour tenter de maintenir leur volume ou conquérir des parts de marché, limitant ainsi l'impact négatif sur les marges. **Le montant moyen des « discounts » reste limité pour l'instant à €3 000/3 500 par véhicule.**

Il est intéressant de constater que les constructeurs américains ont plus subi que les autres la chute de la demande, du fait principalement d'un mauvais positionnement produit. Les marques étrangères ont en effet gagné des parts de marché grâce principalement à leur positionnement sur le segment très dynamiques des **SUV de segment C**, alors que les marques américaines sont plutôt orientées sur les pick-up et les gros SUV. Au final, parmi les marques principales, depuis le début d'années seules **Audi** (+5,5%) et **Infiniti** (+18%) ont généré de la croissance.

Le risque de remontée des taux, bien que peu probable à court terme, pourrait avoir un impact négatif sur la nouvelle demande, notamment sur 2018. **Le cas échéant, les constructeurs choisiront plutôt d'allonger les durées de prêts plutôt que de renchérir le coût nominal des prêts.**

Pour rappel, parmi les équipementiers automobiles couverts chez Bryan Garnier, **Michelin** et **Faurecia** sont les plus exposés (35% et 30% du CA). Dans le segment des constructeurs, BMW et Daimler sont les plus exposés (hors Tesla). La production automobile aux U.S. devrait sur 2017 du moins rester supérieure à la demande du fait de réallocation de certains programmes du Mexique vers les États-Unis. Nous prévoyons une baisse du marché de **1%** sur 2017 et une stabilité sur 2018.

Fig. 4: Un marché américain sous pression, à son plus haut en 2016


Source: GoodCarBadCar; Bryan, Garnier & Co ests.

3.2. ...tandis que le marché chinois devient de plus en plus volatile

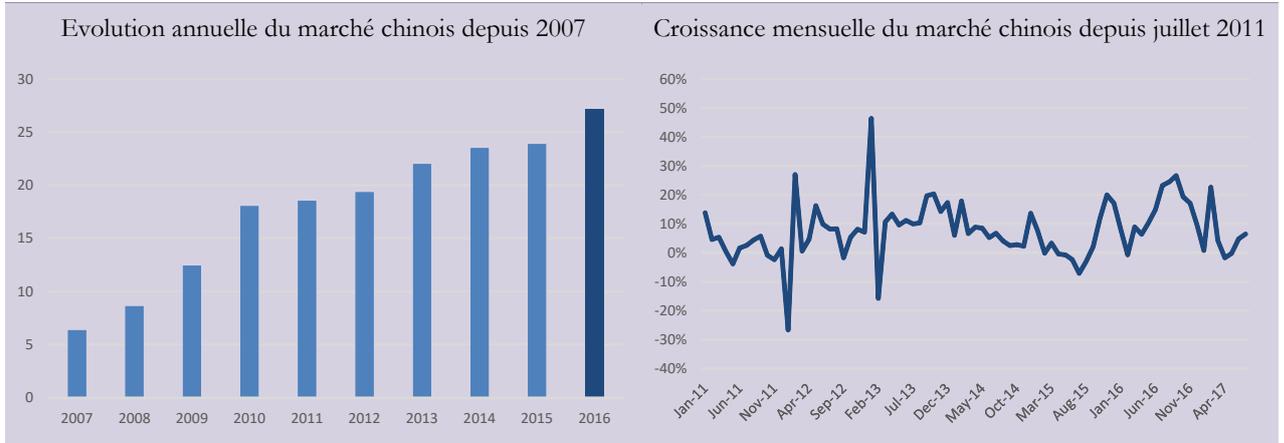
En Chine, la fête est finie! Ce marché, qui autrefois contribuait à lui seul à plus des trois quarts de la croissance annuelle de la demande mondiale, ne contribue désormais plus qu'à **40-45%**. L'accroissement du pouvoir d'achat des ménages ne suffit plus à générer à autant de croissance de la demande bien que, chaque année, environ **15m** de nouveaux consommateurs chinois ont accès au budget nécessaire à l'achat d'un véhicule.

Aujourd'hui la demande est principalement tirée par les villes **Tiers 4/6** (alors que sur le dernier cycle s'était principalement les villes Tiers 1/3), là où le **pouvoir d'achat est plus limité** et **l'attrait pour les marques chinoises plus fort**. Les constructeurs étrangers avec un faible nombre de concessions en dehors des grandes villes ont ainsi plus de mal à protéger leurs parts de marchés, au contraire des marques locales chinoises. Ces derniers représentent désormais entre **40 et 45%** des nouvelles immatriculations contre moins de **30%** il y a deçà quelques années, au détriment des marques généralistes étrangères plus proches de leurs positionnements que les marques étrangères « premium ».

Pour rappel, parmi les équipementiers automobiles couverts chez Bryan Garnier, **Valeo** et **Faurecia** sont les plus exposés (16% et 13% du CA) à ce marché. Dans le segment des constructeurs, **BMW** et **Daimler** sont les plus exposés (respectivement 7,5 et 8% du RNPG).

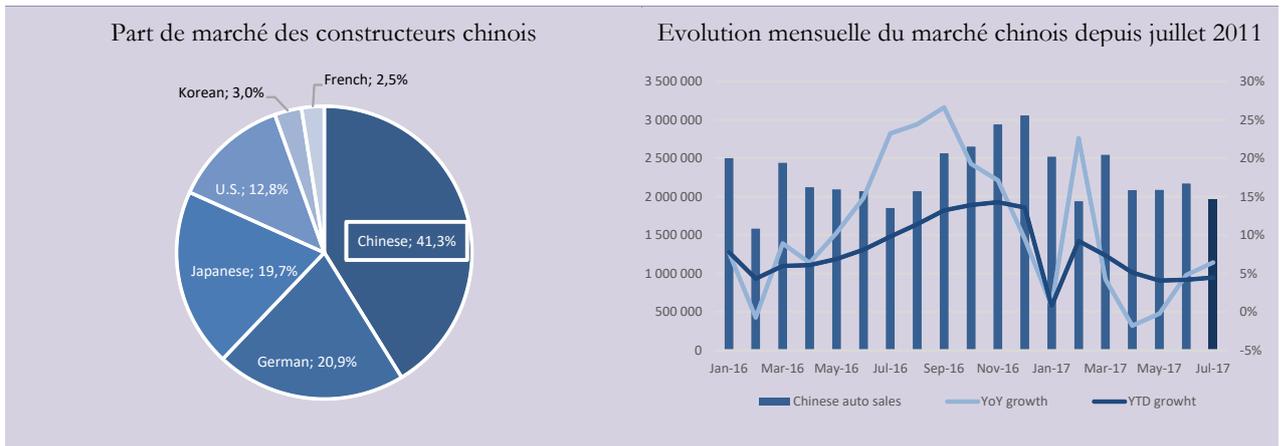
Nous prévoyons une augmentation de la demande de l'ordre de **4%** sur 2017 et de **2,5%** sur 2018, ce qui implique une croissance d'environ **1m de véhicules par an**, soit la moitié du marché automobile français.

Fig. 5: Un marché chinois encore en croissance, mais plus volatil



Source: CAAM; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 6: De plus en plus contrôlé par les constructeurs chinois



Source: CAAM; Bryan, Garnier & Co ests.

3.3. Nous prévoyons une croissance du marché mondial de 2,4% en 2017 et de 1,9% en 2018

Nous prévoyons pour 2017 une croissance des volumes au niveau mondial de l'ordre de 2,4% et de 1,9% pour 2018. La croissance va principalement venir des pays émergents (Russie, Brésil et Inde), de la Chine, et des pays d'Europe du Sud.

Alors que notre panel d'équipementiers automobiles (couverture BG) devrait être capable de surperformer facilement cette faible demande (>6,5% de croissance LfL estimées en moyenne) grâce aux **innovations à forte valeur ajoutée**, mais surtout grâce à **l'accroissement de la valeur dans un véhicule avec l'électrification progressive des véhicules et avec le développement des technologies ADAS dans les nouveaux véhicules**, notre panel de constructeur devrait lui avoir plus de difficultés pour faire mieux que le marché (4% de croissance LfL estimées en moyenne).

Seuls le positionnement produit ainsi que l'innovation seront ainsi des facteurs déterminants afin de surperformer le marché.

Fig. 7: Demande automobile mondiale – Estimations BG (milliers de véhicule)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	YoY	2018e	YoY
Total Europe	16 574	15 998	15 305	15 247	14 102	13 737	14 544	15 936	16 625	17 308	1,5%	17 568	1,5%
o/w Germany	3 320	3 982	3 119	3 413	3 170	3 271	3 271	3 449	3 604	3 687	2,0%	3 724	1,5%
o/w UK	2 431	2 190	2 262	2 208	2 544	2 806	2 086	3 014	3 120	2 983	-3,0%	3 013	1,0%
o/w France	2 510	2 644	2 652	2 633	2 282	2 155	2 168	2 296	2 433	2 473	2,0%	2 498	1,0%
Total Eurasia/Euromed	5 041	2 908	3 504	4 522	5 836	6 478	5 885	6 094	4 692	6 099	2,7%	6 205	1,9%
o/w Russia	2 896	1 585	1 898	2 678	2 905	2 763	2 471	1 601	1 413	1 499	5,0%	1 559	4,0%
o/w Turkey	494	452	765	862	780	853	769	968	920	1 003	2,0%	1 013	2,0%
Total Americas	5 484	5 128	5 524	6 503	6 993	6 478	6 495	5 681	5 072	5 644	3,5%	5 826	2,9%
o/w Brazil	2 661	2 702	3 329	3 424	3 589	3 576	3 341	2 478	1 859	2 086	5,0%	2 170	3,0%
o/w Mexico	1 025	758	820	906	968	1 070	1 135	1 350	1 487	1 683	5,0%	1 767	5,0%
o/w Argentina	574	519	634	818	819	917	656	626	638	697	2,0%	710	2,0%
Total Asia/Africa	23 079	27 180	33 087	36 444	38 477	38 094	39 173	40 236	41 780	45 102	2,0%	46 266	2,6%
o/w China	8 614	9 433	14 062	16 700	18 209	20 586	22 395	23 866	26 565	28 286	4,0%	28 993	2,5%
o/w Japan	4 849	4 574	4 907	4 130	5 138	5 272	5 490	4 943	4 695	4 921	1,5%	4 970	1,0%
o/w South Korea	1 214	1 366	1 554	1 577	1 522	1 528	1 636	1 801	1 869	1 831	2,0%	1 867	2,0%
o/w India	1 710	1 968	2 649	2 879	2 995	2 960	2 931	3 124	3 258	3 429	2,5%	3 514	2,5%
Total North America	14 826	11 863	13 056	14 374	16 147	17 361	18 373	19 367	19 834	19 361	2,0%	19 391	1,1%
o/w Canada	1 613	1 404	1 480	1 596	1 650	1 779	1 850	1 898	2 016	1 990	2,5%	2 020	1,5%
o/w USA	13 213	10 460	11 576	12 778	14 497	15 582	16 524	17 469	17 818	17 371	5,0%	17 371	1,0%
Total PC & LCV market	65 140	62 208	71 025	74 903	79 287	82 472	85 633	87 316	91 295	93 515	-	95 257	-
YoY growth	-4,9%	-4,5%	14,2%	5,5%	5,9%	4,0%	2,8%	1,7%	2,4%	2,4%		1,9%	

Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

4. Le positionnement produit/prix est clé pour surperformer le marché...

Comme indiqué précédemment dans notre rapport sectoriel paru en Septembre 2016 sur les équipementiers automobiles ([Car parts manufacturers: Innovation the only way to stand out!](#)), les constructeurs automobiles ne sont désormais responsables que de seulement **20% de la valeur ajoutée** d'un véhicule, contre **30% il y a deca quelques années**. Nous estimons que le constructeur automobile n'intervient désormais qu'à **cinq niveaux** dans la chaîne de valeur de la production et la vente d'un véhicule, alors qu'autrefois il était également à l'origine du développement et de la production d'une grande partie des équipements intégrés dans le véhicule. **L'innovation reste bien évidemment un facteur de différenciation**, notamment au niveau de la motorisation (baisse des émissions et de la consommation, downsizing...) et des équipements, mais **seules les innovations « moteurs » restent dans les mains des constructeurs** alors que les autres sont apportées par les équipementiers.

- **Le positionnement du groupe/le positionnement produit:** Le positionnement historique d'un groupe détermine bien évidemment son futur positionnement ainsi que son image de marque. Etant donné l'importance de l'achat d'une voiture pour un foyer (second plus gros achat après la résidence principale), il est primordial pour un constructeur de donner l'impression au client qu'il en a pour son argent, le bouche à oreille ainsi que le taux de fidélité étant très importants dans le secteur, **toute déception venant d'un client aura un impact non négligeable sur les ventes d'un groupe, par effet domino**. Nous verrons plus tard que le positionnement sur les segments « **bas de gamme** »/ « **haut de gamme** » permet à un constructeur de gagner plus facilement des parts de marchés (en volume) qu'un positionnement « **milieu de gamme** ».

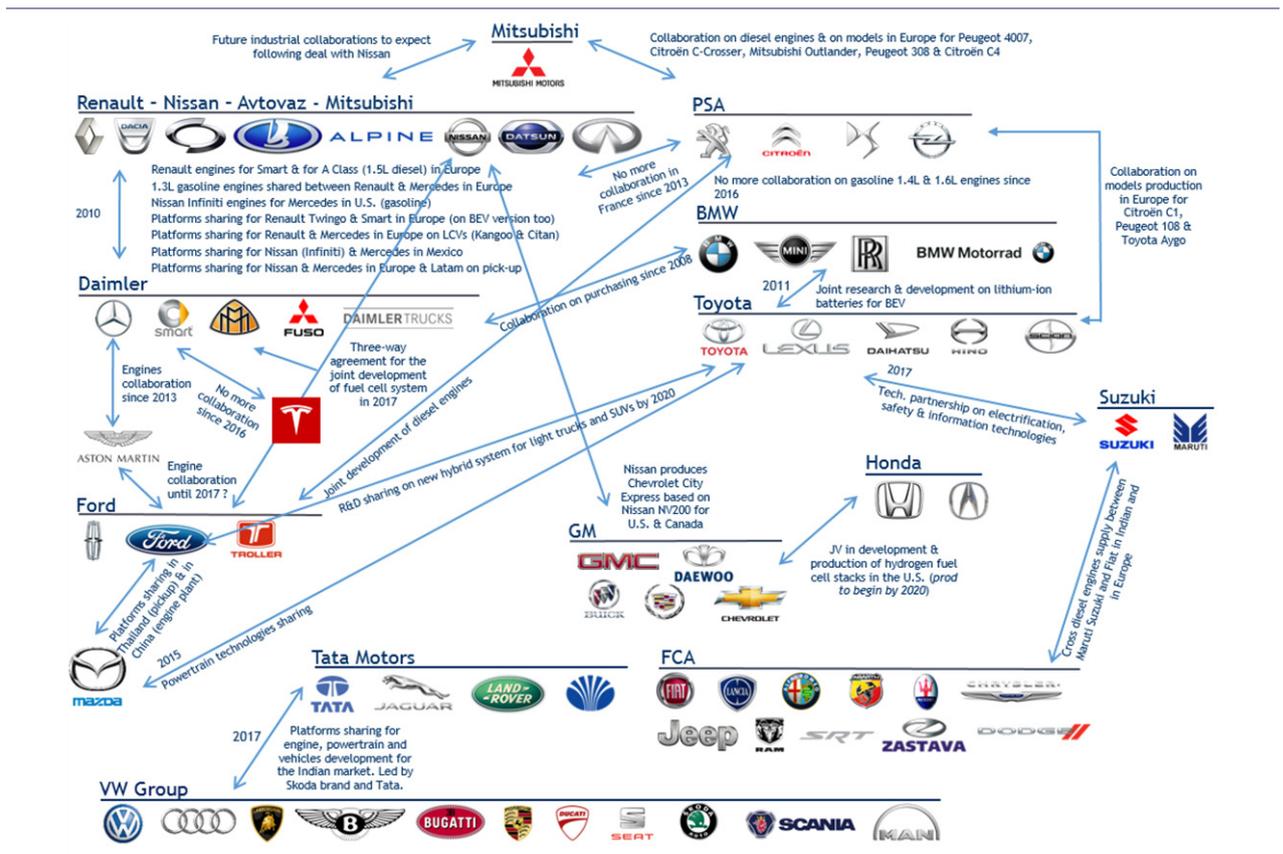
- **Le design:** une fois le positionnement produit clairement défini, le rôle du *designer automobile* prend toute son ampleur afin de rendre le produit le plus attractif possible aux yeux des clients ciblés. D'après nous l'importance d'avoir de bons designers est primordiale pour le constructeur car ils seront à l'origine de **l'identité visuelle de la marque** ainsi qu'aux émotions qu'ils cherchent à faire passer aux futurs conducteurs.

- **La motorisation:** le design et la production du **moteur thermique** restent pour l'instant dans les seules mains des constructeurs étant donné l'importance de celui-ci dans l'achat d'un véhicule. De nombreux partenariats industriels existent entre les constructeurs afin de partager leurs expertises sur certains types de moteurs mais surtout afin d'accroître le volume de production et donc de mieux absorber les coûts des développements et les coûts fixes. Il est à noter qu'à terme ce positionnement évoluera, en parallèle du développement du véhicule électrique. Le moteur électrique nécessitant moins de différenciation que le moteur thermique nous prévoyons un transfert progressif de sa production à des équipementiers

- **L'assemblage:** L'assemblage d'un véhicule reste dans les mains des constructeurs automobiles. La carrosserie est construite (*composée en grande partie de tôles d'acier*) directement par celui-ci tandis qu'une grande majorité des équipements intégrés dans le véhicule est livrée directement sur le site par les équipementiers et autres fournisseurs spécialisés dans l'industrie automobiles. La valeur ajoutée du constructeur réside dans son expertise au niveau de la logistique mais également au niveau de la chaîne de montage. Le partage de plateforme entre différents modèles, mais également entre différents constructeurs permet de la même manière que pour la

production de moteurs, de mieux amortir les coûts fixes de l'usine de montage en augmentant son taux d'utilisation. La productivité dans les usines d'assemblage est primordiale pour permettre aux constructeurs de dégager des marges correctes, obligeant ceux-ci à toujours produire plus et donc plus vite. Accéder à une certaine taille critique reste une obsession parmi les constructeurs généralistes et explique ainsi les dernières opérations de rapprochements effectuées par Renault (Mitsubishi) et Peugeot (Opel).

Fig. 8: Mapping des principaux partages industriels entre les constructeurs au niveau de la motorisation et de l'assemblage



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

■ **Le marketing et le pricing:** Chaque constructeur, à travers ses dépenses en « marketing groupe » et à travers son réseau de distributeur en propre ou en franchises, décide d'allouer plus ou moins de dépenses en marketing par véhicule, mais décide également du **positionnement prix** et des **potentielles décotes** qu'il peut offrir au client une fois le processus de négociation amorcé avec celui-ci. **La stratégie sur le pricing est primordiale pour un constructeur pour protéger sa marge** étant donné qu'un € de plus ou de moins sur le prix du véhicule retombe directement dans la marge du constructeur (effet levier de 100%) contrairement à seulement 15-30% d'effet levier pour un point de volume.

Nous résumons ci-dessous les différentes stratégies/positionnements adoptés par les cinq constructeurs sur lesquels nous initions la couverture (hormis Tesla) dans ce rapport.

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

Fig. 9: Des constructeurs avec des positionnements très différents

	BMW	Daimler	Renault	Peugeot	Tesla
Positionnement groupe/produit	Premium, SUVs	Premium, SUVs	Bas de gamme (Dacia), milieu de gamme (Renault)	Milieu de gamme (Peugeot, Citroën, Opel), premium (DS)	Premium
Design	Pas de changement de design	Design plus sportif amorcé avec la nouvelle Classe A en 2012	Changement amorcé par l'arrivée de L. Van Den Acker en 2009 amorcé avec nouvelle Twingo en 2011	Pas de véritable changement de design	Design sportif et sobre
Motorisation	Pas de partage	Partage de moteurs avec Mercedes, Nissan & Mitsubishi et Aston Martin	Partage de moteurs avec Mercedes, Nissan & Mitsubishi	Partage de moteurs avec Mitsubishi	Pas de partage
Assemblage	Pas de partage	Partage de sites d'assemblage avec Mercedes, Nissan	Partage de sites d'assemblage avec Mercedes, Nissan & Mitsubishi	Partage de sites de sites d'assemblage avec Mitsubishi	Pas de partage
Positionnement marketing/prix	BMW: €70 500; Mini: €27 500	Mercedes: €82 300; Smart: €18 500	Dacia: €12 256; Renault: €25 190 / Pas de baisse de prix sur Dacia, plutôt agressif sur les prix chez Renault	Volonté de maintenir les prix depuis l'arrivée de Tavaréz en 2014 Peugeot: €26 100; Citroën: €21 500; Opel: €23 182 ; DS: €37 390	Tesla: €121 700

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

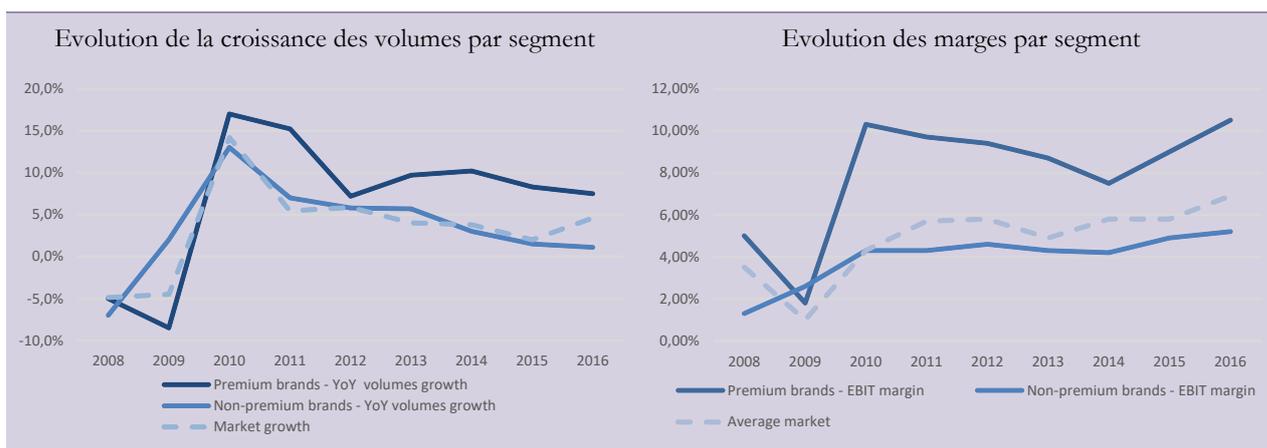
Le milieu de gamme, idéal pour se prendre des coups

Il est intéressant de constater que seuls les segments « hauts de gamme » et « bas de gamme » ont progressé en parts de marché durant la dernière décennie, **au détriment du segment milieu de gamme**, confirmant que l'achat d'un nouveau véhicule répond de plus en plus soit à un **besoin strictement rationnel**, soit à un **besoin de plaisir ou de reconnaissance sociale**. Bien que très contradictoires, ces deux « besoins » évoluent favorablement en parallèle depuis une dizaine d'année au grand dam des acteurs positionnés sur le milieu de gamme, qui offrent eux un produit jugé comme cher, bien que peu valorisant socialement.

Sur le marché européen, qui représente toujours **19%** du marché automobile mondial, nous recensons **11 marques haut de gamme** et **une seule marque bas de gamme**, représentant respectivement **23%** et **3%** du marché (*en volume*) en 2016. Les >25 autres marques sont toutes positionnées dans le ventre mou du marché, là où la **compétition est entre constructeurs est la plus importante**.

Dans le secteur, seules ces deux catégories de positionnement permettent de dégager des marges élevées et de surperformer la croissance du marché automobile mondial.

Fig. 10: Le premium permet de surperformer le marché et de mieux marger



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

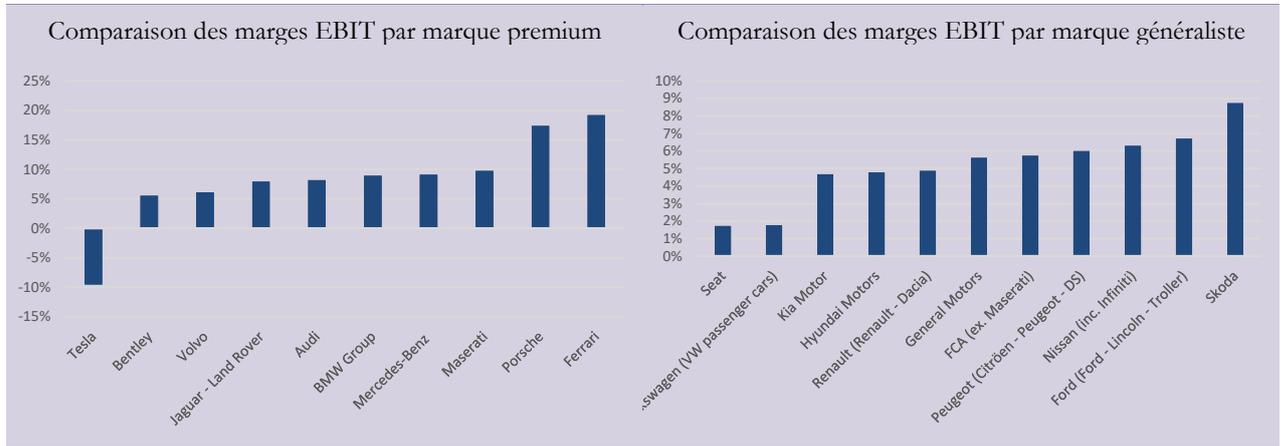
Les marques générant les marges les plus élevées sont d'un côté chez les constructeurs *premium*/de luxe, **Ferrari** (20%) et **Porsche** (17%), tandis que chez les constructeurs généralistes/*low costs*, les marques **Skoda** (9%) et **Toyota** (8-9%) se détachent du lot. La marque Dacia, qui ne publie pas ses comptes, génère d'après nous >10% de marge opérationnelle.

Ainsi au final, pour être très rentable dans le secteur, il faut soit avoir un positionnement produit/prix élevé, au risque de vendre peu de voitures (Ferrari ne vend que 8 000 voitures par an et Porsche moins de 250 000), soit un positionnement produit/prix très faible permettant d'amortir le plus possible les outils de production et les frais de R&D.

Il est intéressant de constater qu'aujourd'hui l'une des marques les plus rentables dans l'univers du constructeur VW est Skoda (9% contre 2% pour VW en 2016 et 8% pour Audi).

Cette marque partage en effet de nombreux produits partagés avec certaines autres marques VW (VW et Seat) tout en offrant un positionnement prix inférieur, impliquant un succès commercial important (les frais R&D sont amortis sur les autres marques).

Fig. 11: Le premium permet de surperformer le marché et de mieux marger



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

5. ... et pour créer de la valeur

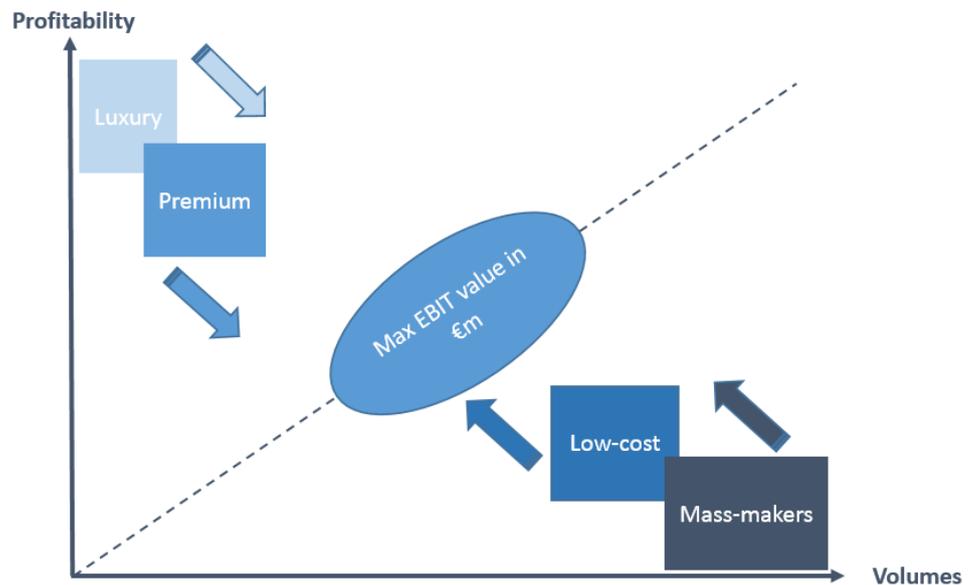
La création de valeur (augmentation de la marge, augmentation du ROCE) pour les constructeurs peut venir, d'après nous, de différents moyens:

- Par le développement d'une **nouvelle marque, plus rentable** (base de coûts plus faible ou « pricing power » plus élevé) ou qui **génère plus de croissance** que les marques existantes du groupe: *stratégie de Renault avec la marque Dacia*
- Par le développement et la commercialisation d'**un nouveau modèle** afin d'adresser un nouveau marché ou une nouvelle clientèle et par la même occasion d'adresser un segment qui marge plus : *SUV chez les marques généralistes et les marques premium/ de luxes*
- Par le **changement d'image de marque** au profit d' « un pricing power » plus élevé, au risque de perdre des parts de marché : *stratégie du groupe PSA depuis l'arrivée de Carlos Tavares*
- Par **l'ouverture d'un nouveau pays** où la croissance permet de surperformer le marché mondial : *stratégie de Renault-Nissan en Russie avec AvtoVAZ*;
- **L'optimisation de la base de coûts fixes et variables** à travers le partage de plateforme entre différentes marques ou entre différents constructeurs : *stratégie de VW avec sa plateforme MQB (Modularer Querbaukasten) utilisée entre les différentes marques du groupe.*

Les constructeurs doivent ainsi sans cesse trouver des solutions innovantes afin de protéger marges et parts de marché.

Bien que très différents, tous ces choix stratégiques nécessaires à la création de la valeur impliquent de l'innovation au niveau de la technologie mais également au niveau des services et des méthodes de management ou de productions. **Les constructeurs doivent ainsi sans cesse trouver des solutions innovantes afin de protéger marges et parts de marché. Le choix du positionnement est capital, mais pour être rentable sur ce positionnement il faut innover.**

Nous analysons plus en détails ci-dessous deux stratégies différentes d'un point de vue technologique (Renault et Tesla) mais qui pourtant, découlent toutes les deux d'un même besoin, **faire plus avec moins, l'objectif final étant d'avoir beaucoup de volumes, très rentables.**

Fig. 12: A la recherche du graal


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

5.1. Renault et l'innovation frugale

5.1.1. La Renault Twingo

Présentée pour la première fois lors du Mondial de l'automobile de Paris en 1992, la Renault Twingo a bouleversé le paysage automobile de l'époque grâce à son style innovant mais surtout grâce à un positionnement inédit. Lors de sa 1^{ère} commercialisation en 1993, la voiture est en effet proposée avec **un seul moteur, un seul type de tissu, une seule harmonie pour les plastiques intérieurs et pour les accessoires intérieurs**, et tout ça à un prix unique de **€8 232**, défiant toute concurrence à l'époque.

Renault Twingo 1



Avec le projet **Twingo**, Renault met en place pour la première fois une approche *design to cost*. Il s'agit d'améliorer la rentabilité du projet afin de l'adapter au besoin de l'utilisateur. D'importants efforts de productivité interne ayant déjà porté leurs fruits, c'est surtout avec les sous-traitants que va se focaliser l'implication du *design to cost* sur ce projet. Cette nouvelle méthode est alors testée par le groupe sur six composants/pièces de la voiture : les phares, la planche de bord, le chauffage, les sièges, l'essuyage-lavage et le compteur et permettra à l'époque de réaliser un gain de **>15%** par rapport aux estimations de la direction sur les prix de revient.

A travers le développement de ce modèle, qui fut un succès commercial avant l'arrivée progressive de nouveaux entrants, le groupe a ainsi pu essayer de nouvelles méthodes industrielles tout en réinventant des solutions techniques pour optimiser le rapport/prix.

Sans le vouloir/savoir, le groupe mettait ainsi un premier pied dans un positionnement « Entry-range », positionnement qui deviendra ensuite clé pour le groupe.

5.1.2. La Dacia Logan

Avec la sortie commerciale dès 2004 de la nouvelle **Logan** suite au rachat de **Dacia** par Renault en 1999 sous l'ère **Louis Schweitzer**, le constructeur français entame une nouvelle page de son histoire qu'il sera le seul à ouvrir: adresser les pays émergents puis les pays matures avec des véhicules « bas de gamme » équipés de technologies déjà amorties par les véhicules de la marque historique.

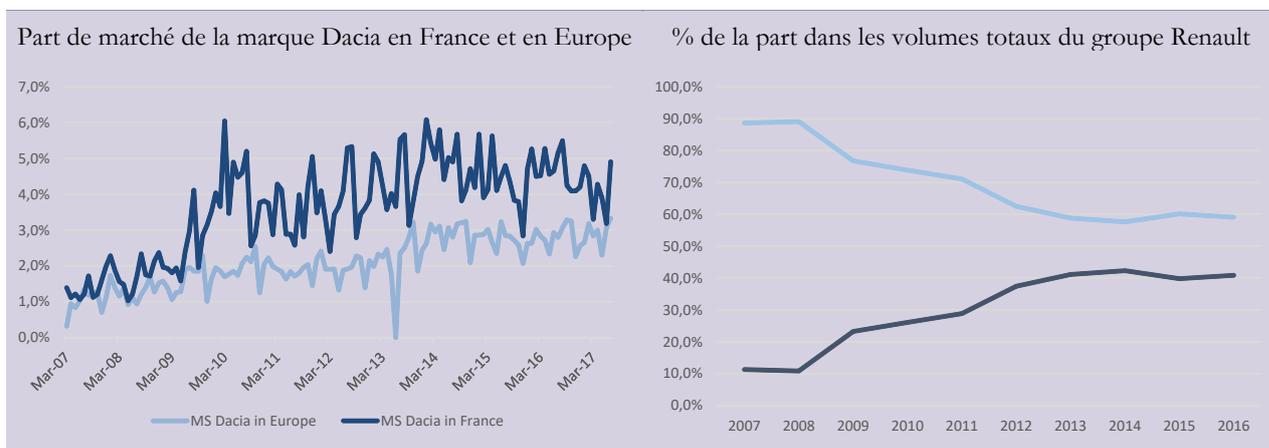
A l'époque, ce choix de Renault avait suscité beaucoup de méfiance de la part des investisseurs, vu la **désuétude de l'usine rachetée** (usine de Pitesti), **la faible image de marque de Dacia en Europe de l'Ouest** ainsi que le **montant d'investissement nécessaire pour moderniser la marque**. Dès 2004, le succès fut cependant au rendez-vous grâce à un positionnement prix qui défit toute concurrence, attirant ainsi une clientèle de véhicule d'occasion à la recherche d'un véhicule simple et efficace. Dès 2005, l'usine tourne à plein régime tandis que la marque dégagne son premier profit sous l'ère Renault (€45m). La commercialisation de la Logan est alors lancée dans d'autres pays tandis qu'une nouvelle usine ouvre ses portes à Tanger en 2012 afin d'élargir la gamme de l'ancienne marque roumaine.

Dacia Logan



La marque dispose désormais de cinq modèles différents : **la Logan, la Sandero, le Duster, la Lodgy et le Dokker** et s'accroît en France la **5^{ème} place** derrière les trois marques françaises Renault, Peugeot, Citroën et la marque allemande VW avec une part de marché à **+4%**. En un peu plus de 10 ans, le constructeur Renault a réussi à démocratiser une marque qui était sur le point de mourir en **créant un nouveau marché pour une clientèle qui désirait acheter une voiture juste pour se déplacer et qui avant n'avait pas d'autre choix que d'acheter un véhicule d'occasion**.

Fig. 13: Une gamme démocratisée en Europe et qui représente >30% des volumes du groupe Renault dans le monde



Source: CCFA; ACEA; Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Cette gamme « Entry-range » écoulee aujourd'hui par le constructeur automobile français dans beaucoup de pays émergents, a notamment permis au groupe d'améliorer son niveau de profitabilité ces dernières années, la marge brute des modèles Dacia étant de loin très supérieure à celle des modèles de la marque Renault. D'après nos estimations sur la période 2012-16 cette gamme a permis de dégager une MOP d'environ **€4Mdr** en cumulé alors que le constructeur a publié au cumul moins de **€2Mdr** de MOP sur son segment automobile.

5.1.3. La Renault Kwid

Fort de son expérience dans l'innovation frugale à travers le développement de la Twingo et la remise à plat de la marque Dacia, le groupe s'est lancé en 2010 sous l'impulsion de Carlos Ghosn, sur un nouveau projet initialement dédié au marché indien des « micro-cars » seulement : **la Kwid**. Sauf que là où Louis Schweitzer ambitionnait quinze ans auparavant de créer une seule voiture (la Logan) à partir de composants éprouvés, Carlos Ghosn demande de créer deux modèles (la Renault Kwid et la Datsun Redi-GO) autour **d'une plateforme, d'un moteur et d'une boîte de vitesses totalement inédits**. L'idée de l'actuel PDG est d'adresser le marché automobile indien avec un véhicule local totalement adapté au besoin des clients, l'inverse de ce que font tous les constructeurs étrangers ayant une présence en Inde.

Renault Kwid

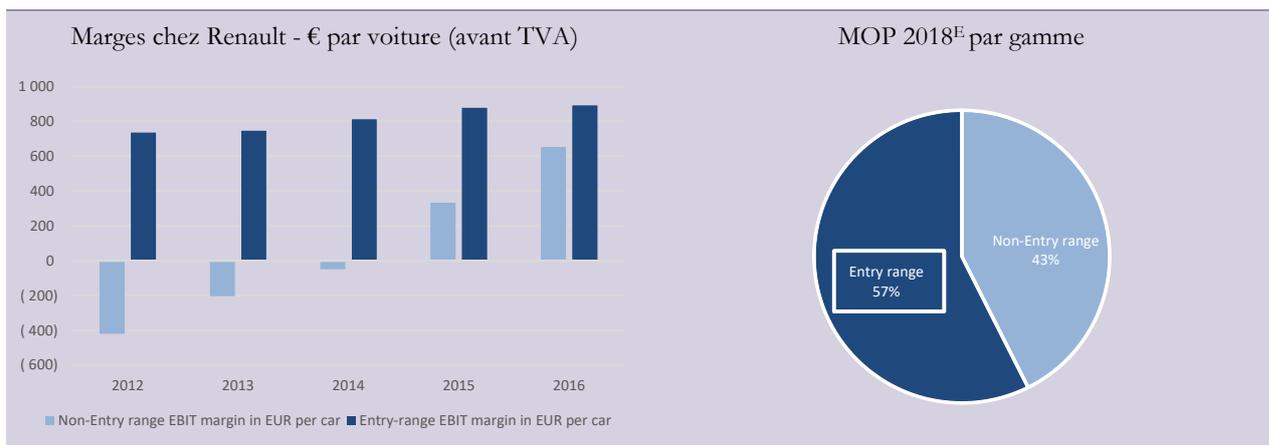


Deux contraintes majeures devront être respectées pour développer ce nouveau véhicule : **la règle des 4 mètres** (au-delà de cette taille la taxe à l'achat devient rédhibitoire) et **la règle des 4 lakhs** (environ €5 500, le prix moyen pour 70% de ventes en Inde). Au final, grâce à beaucoup de pragmatismes et d'effort d'innovations frugales permettant au groupe de réduire le nombre de composants nécessaires à la production du véhicule au profit du coût de production (sans dégrader la valeur d'usage du véhicule), Renault a, contre vent et marée, réussi à développer un véhicule moitié moins cher à produire que la Dacia Sandero, elle-même réputée moitié moins chère que la Renault Pulse, la plus petite et la plus économique des Renault.

De plus son lancement en Inde en 2015 la Renault Kwid a été écoulé à >129 000 unités grâce à son succès en Inde, succès qui devrait se reproduire au Brésil avec le lancement d'un modèle adapté à ce marché en Août 2017.

Au final, grâce à l'innovation frugale mise en place en interne chez Renault, le groupe a réussi à se développer sur des marchés jugés comme compliqués pour la plupart des constructeurs (Russie et Inde), au profit d'une surperformance évidente par rapport au marché et surtout au profit d'une meilleure rentabilité par véhicule (%).

Fig. 14: Un segment « Entry-range » qui contribue fortement à la MOP du groupe



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

5.2. Tesla et l'innovation technologique disruptive

5.2.1. Space X et le *design to cost*

En plus d'être le fondateur de **Tesla Motors**, premium constructeur automobile premium 100% électrique, **Elon Musk** est également le créateur et le propriétaire de **Space X**, un prestataire privés spécialisé dans la production et la commercialisation de lanceurs et de moteurs de fusées. Longtemps considéré comme un *outsider* peu crédible dans ce secteur très fermé qu'est le monde aéronautique américain, Space X a progressivement engrangé des contrats avec le gouvernement américain grâce à une réduction drastique du coût d'un lancement et grâce au développement de lanceurs réutilisables.

Pour arriver à ses fins Musk a demandé à ses ingénieurs de travailler **non pas sur la réduction du coût des lanceurs, mais sur la baisse du coût du lancement**. Les équipes sont donc réparties de zéro en essayant de repenser une grande partie des conventions admises, remettant en question *le business model* traditionnel de l'industrie. Début 2017 le groupe a notamment réaliser l'exploit pour l'industrie spatiale de lancer une fusée qui avait déjà été utilisée. Une fois pérennisée, cette solution doit permettre à SpaceX de diminuer de **30% le coût des lancements**

5.2.2. De la technologie à moindre coût chez Tesla

Cette méthode de travail made in Musk se retrouve bien évidemment chez Tesla au niveau du développement et de la production des véhicules **Model S, Model X** et maintenant **Model 3**. Partant d'une feuille blanche dans le domaine de la production automobile en 2008 avec le lancement du **Roadster Tesla**, une voiture sportive entièrement électrique construite sur une base de **Lotus Elise**, le constructeur rencontre un succès limité mais progressivement acquiert une expertise dans un domaine encore mal maîtrisé par les constructeurs traditionnels.

Pour arriver à ses fins, à savoir devenir un pionnier dans l'électrique, Elon Musk s'astreint de raisonner selon la *théorie des premiers principes*. Cette méthode permet, en physique, de résoudre les problèmes en repartant des lois ou des vérités de base. D'après Musk lui-même, "C'est une manière "physique" de regarder le monde **en se forçant à ne pas raisonner par analogie, à ne pas faire référence au passé pour analyser les défis du présent**. En développant son Model S, Tesla a réinventé la voiture en optimisant chaque composant au profit du coût total de production. L'avantage du groupe par rapport aux autres constructeurs est de ne pas avoir un passif derrière lui à amortir ou à supporter (usines de moteurs thermiques, ouvriers spécialisé dans le montage de véhicule thermique, investissements dans des systèmes de dépollutions...).

Au final, le véhicule est plus simple à produire qu'un véhicule traditionnel à combustion, et donc prend moins de temps à être produit, réduisant d'environ **20 à 30%** le coût direct de la main d'œuvre au profit de la marge unitaire.

6. Un besoin d'investissements incontournable

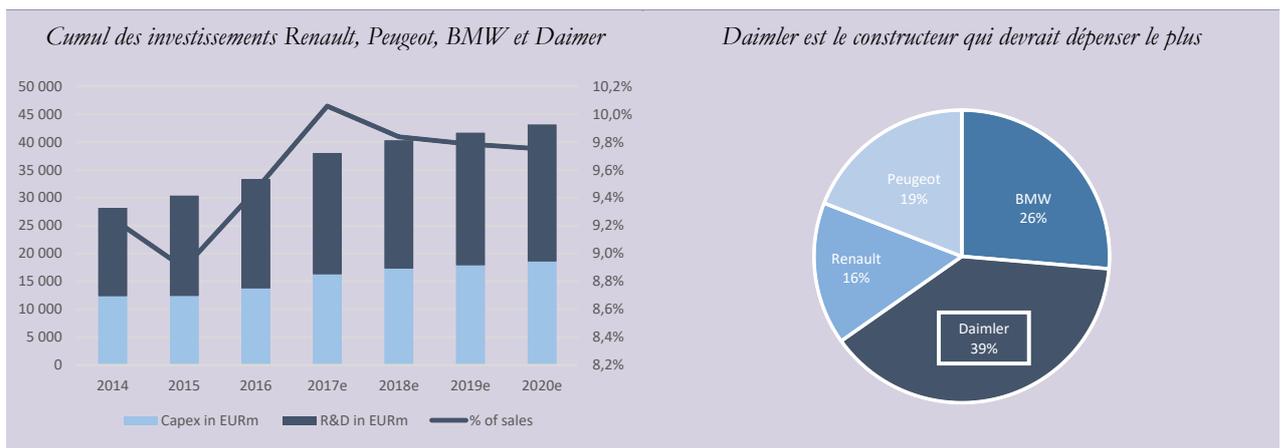
Les constructeurs automobiles n'ont ainsi d'autres choix que d'investir afin **1/**de respecter des normes environnementales de plus en plus contraignantes, et afin **2/**de se différencier le plus possible des concurrents directs pour gagner des parts de marché. Cependant, contrairement aux équipementiers qui négocient les prix directement avec leurs clients grâce à des appels d'offres/contrats moyen/long terme, le constructeur automobile lui est exposé à des variations récurrents de prix aux grés des politiques commerciales mises en place par les concurrents et aux grés des niveaux de stocks.

L'effet prix est ainsi très volatile, reste fortement corrélé aux volumes du marché et surtout est **fonction de l'offre-produit du constructeur**. L'innovation permet justement à celui-ci de mieux défendre sa part de marché et donc sa marge. Il lui est cependant assez difficile de passer toutes les innovations aux clients, surtout pour des constructeurs positionnés sur le segment « milieu de gamme ».

Ce lourd besoin en investissements à moyen-long terme se fera donc au **détriment des marges de certains constructeurs** et également au **détriment de leurs ratios de retour sur investissements**, la rentabilité des véhicules électriques pour les constructeurs traditionnels étant largement inférieure à celle réalisée actuellement sur les véhicules à moteurs thermiques (jusqu'à deux fois moins sur les premiers modèles à faibles volumes).

D'après nos estimations, environ **€125Mdr** seront dépensés en R&D et investissements par **Renault, Peugeot, BMW et Daimler** sur la période 2018-20 contre **€100Mdr** dépensés précédemment sur les 3 dernières années, alors que nous anticipons une baisse de la croissance mondiale, impliquant une pression sur le ratio *FCF to sales* d'environ **50bp au minimum à moyen terme**.

Fig. 15: Des constructeurs forcés d'investir



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

6.1. Dans l'électrification du véhicule

6.1.1. Moins d'émissions de CO₂

La nécessité de réduire la consommation en carburant est devenue prioritaire pour les constructeurs lorsque l'Union européenne, le Japon et les Etats-Unis ont progressivement imposé des standards contraignants concernant les émissions de CO₂/km. Le secteur du transport représentant environ **un tiers des émissions mondiales de CO₂**, des réglementations dans les pays matures ont rapidement été mises en place afin de réduire son impact sur l'environnement mais également sur la santé de la population.

En Europe par exemple, l'Union Européenne fixe un objectif de **95g/km de CO₂** en 2020 comme moyenne pour chaque constructeur produisant et commercialisant des nouveaux véhicules dans la zone.

Cette norme étant une moyenne imposée aux constructeurs, si ces derniers veulent continuer à produire des véhicules de grosses cylindrées, ils devront compenser en commercialisant des modèles rejetant beaucoup moins de CO₂, soit de très faibles cylindrées, soit hybrides ou électriques. En plus d'être une moyenne, en 2020, **95%** des voitures neuves mises sur le marché par les constructeurs ne devront pas dépasser cet objectif moyen. La restriction s'étendra ensuite à **100%** des voitures à la fin de l'année 2020. Afin de parvenir à une balance de **95g/km de CO₂** en 2020, les constructeurs pourront cependant s'appuyer sur un système de basification qui pondère de façon avantageuse les véhicules émettant moins de **50g/km de CO₂**. Ainsi chaque véhicule peu polluant comptait pour **3.5 voitures en 2013** et devrait compter pour **2 en 2020 et passera ensuite à 1 à partir de 2023** pour les voitures émettant moins de **35g/km de CO₂**.

Ce même type de contraintes réglementaires existe également dans d'autres pays matures tels que les **Etats-Unis ou le Japon**. La Chine également s'est récemment lancée dans la chasse aux émissions obligeant les constructeurs à modifier la façon de concevoir les véhicules au risque de se voir interdire de vendre des véhicules ou au risque de devoir acheter des crédits aux constructeurs en avance dans le domaine.

6.1.2. Et moins de particules de NOx

Les constructeurs automobiles doivent également respecter des normes réglementaires de plus en plus contraignantes vis-à-vis des **rejets de particules fines et d'oxydes d'azotes (NOx)** notamment en ce qui concerne les véhicules équipés de moteurs diesel (*un moteur diesel émet plus de gaz toxiques qu'un moteur essence du fait du plus fort taux de compression*).

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

Depuis le **1^{er} septembre 2015**, tous les véhicules particuliers neufs provenant des États membres de l'UE sont donc soumis à la **norme Euro 6**.

Elle fixe notamment de nouveaux plafonds d'émissions pour les oxydes d'azote émis par les véhicules diesel à **80mg/km**, soit une réduction de plus de **50%** par rapport à la précédente norme, la norme **Euro 5** et de plus de **80%** par rapport à la norme **Euro 3**. Il est cependant important de noter que ces plafonds d'émissions sont des plafonds pour des analyses effectuées sur les véhicules durant le **cycle d'homologation officiel** et non durant un **test aux conditions réelles de circulation**.

Fig. 16: Normes européennes pour les moteurs diesel/essence sur les polluants

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

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

Suite au **scandales VW, Daimler** et potentiellement **Peugeot**, et aux différentes révélations concernant l'existence d'écarts importants entre les émissions réelles et les émissions durant les tests, la Commission Européenne a avalisé la mise en place de tests d'émission en condition de conduite réelle (*RDE pour Real Driving Environment*) tout en donnant du temps aux constructeurs pour être en règle avec ses nouveaux tests. Ainsi dans un premier temps les écarts entre émissions théoriques et émissions réelles (*effectuées à travers le teste RDE*) ne doivent pas dépasser plus de **110% en 2017** (*soit un facteur de conformité à 2.1 au maximum*) pour ensuite ne pas dépasser **50% en 2020**. Cette nouvelle mesure qui implique une baisse des émissions de NOx de **70%** sur la période devrait offrir de grandes opportunités pour les équipementiers présents sur le marché du contrôle des émissions (Faurecia, Plastic Omnium, MGI Coutier) mais demeure très contraignante pour les constructeurs qui n'ont d'autres choix que d'équiper leurs nouveaux modèles avec des systèmes de dépollutions plus performants (SCR) et donc plus chers (+€190 de coûts supplémentaire par rapport à un système de dépollution Euro 5).

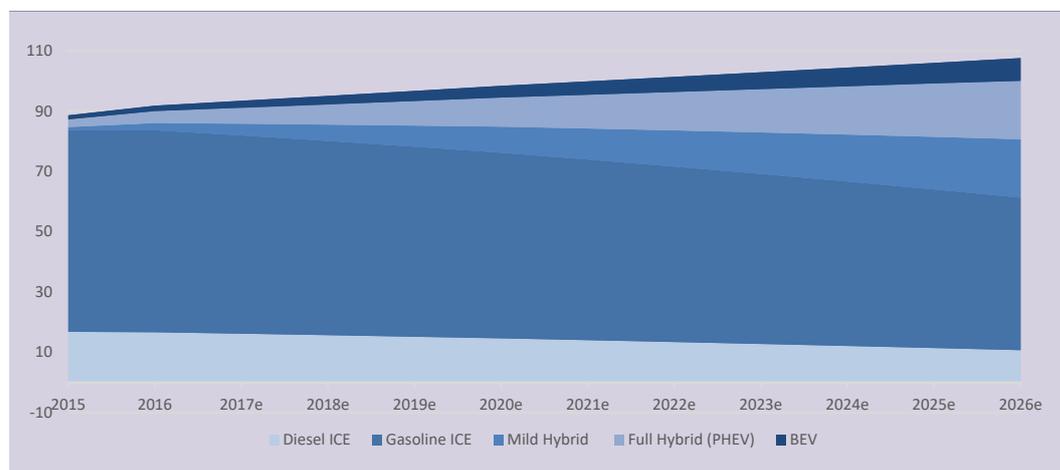
Pour rappel, cette technologie du moteur diesel avait été initialement développée par les constructeurs suite à la mise en place de mesures plus contraignantes sur les émissions de CO2 en Europe, le diesel permettant une moindre consommation d'environ 20% par rapport à un moteur à essence.

6.1.3. L'électrification du véhicule, la seule solution pour les constructeurs

Le diesel étant une technologie vouée à disparaître progressivement dans les quelques marchés (d'après nous la part du diesel devrait chuter de 19% fin 2016 à 10% fin 2025) plébiscitant encore cette technologie (Europe et Inde principalement), les constructeurs n'ont d'autres choix que de lancer en développement dès aujourd'hui des véhicules thermiques équipés de technologies hybrides (12V, 48V ou PHEV) et des véhicules 100% électriques. Ce revirement stratégique contraint, devrait à court terme pénaliser marges et ratios de retour sur investissements de la plupart des constructeurs. **Ce prix à payer est d'après nous nécessaire afin de continuer à exister post 2025.**

D'après nous cette technologie pourrait représenter environ 7% des nouvelles immatriculations mondiales d'ici 2025/26, soit environ **8m** de véhicules, contre moins de **2m** en 2016. Les véhicules hybrides (mild hybrid 12V et 48V et PHEV) devraient eux représenter **>35% du marché.**

Fig. 17: Evolution du mix technologique dans la demande mondiale auto 2015-26



Source: Valeo; IHS; Bryan Garnier & Co.

Alors que seuls **Renault, Toyota** et **BMW** avait une exposition relativement importante, pour le secteur, dans l'électrification (>2% de leurs volumes vendus dans l'électrique), les différentes annonces faites ces derniers mois par les principaux constructeurs devraient rapidement changer la donne même si les premiers impacts commerciaux n'interviendront pas avant 2020/22.

Nous résumons ci-dessous les objectifs des principaux constructeurs présents en Europe dans ce domaine :

Fig. 18: Daimler semble être le plus ambitieux dans le domaine

Carmakers	Target	Date	Capex
Daimler	Smart brand to be fully electric by 2020	2020	EUR10bn
	Electric version of all models (BEV+hybrid) - 50 models	2022	
PSA	80% of models to have an electric version (BEV+hybrid)	2023	
VW	80 new electric vehicles (BEV) - >3m target	2025	EUR20bn
	All group vehicles (300 models) fully electric	2030	
BMW	12 new fully electric vehicles	2025	
	25 electrified vehicles (BEV+hybrid)	2025	
Ford	13 electrified models (BEV+hybrid)	2022	USD4.5bn
Renault Alliance	12 new fully electric vehicles	2022	

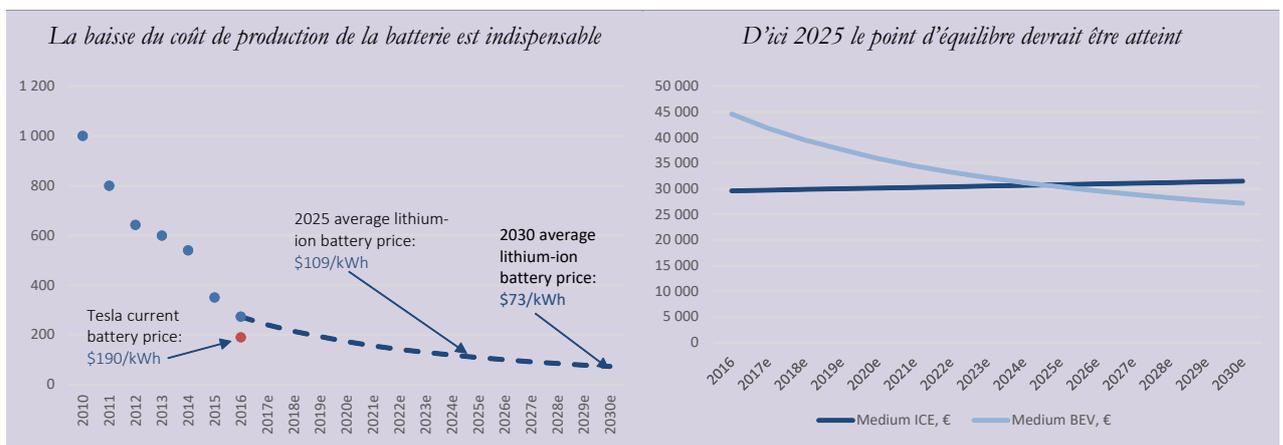
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Certains constructeurs ont commencé à communiquer aux investisseurs que la marge opérationnel par véhicule serait potentiellement impactée négativement avec la montée en puissance du véhicule électrique dans leur futur mix. Le PDG de Daimler a d'ailleurs indiqué continuer à viser un objectif de marge de 10% sur sa division automobile à moyen terme mais a précisé un risque de baisse possible entre 8-10% sur cette même période, la marge sur les composants propres au véhicule électrique ne margeant pas autant que le moteur ou que d'autres pièces spécifiques au moteur thermique.

Aujourd'hui un véhicule 100% électrique coûte en moyenne 65% plus cher qu'un véhicule à moteur thermique et ce principalement du fait du coût de batterie qui, sur les coûts de production actuels (\$200-300/kwh), représente jusqu'à 50% du prix du véhicule.

D'après nos estimations, il faudrait que le coût de la batterie soit plus que divisé par deux (proche des \$100-110/kwh) pour que le prix d'un véhicule électrique devienne compétitif avec un véhicule thermique de la même catégorie, sans l'aide de subventions. En prenant un learning rate de 20% correspondant au TCAM de la baisse du coût de batterie observé depuis 2010, cela impliquerait un équilibre des coûts de production entre les deux types de technologies vers 2025-26 et pas avant.

Fig. 19: Une technologie par encore compétitive



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

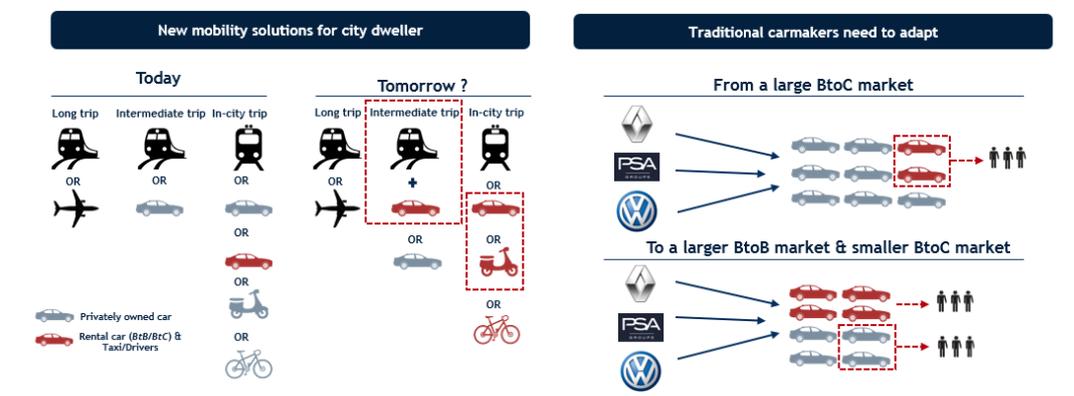
A court terme, les marges de BMW et Daimler, les deux constructeurs les plus ambitieux dans ce domaine d'ici 2022-25, devraient être sous pression, au contraire de Renault qui devrait bénéficier de synergies avec Nissan et Mitsubishi dans ce domaine. Peugeot, de son côté, verra sa marge chuter mais principalement à cause de l'intégration d'Opel.

6.2. Dans les nouveaux services de mobilité

Une des modifications majeures des futures transformations du marché automobile réside dans le changement de mobilité de la part des consommateurs, et de leur rapport à la possession d'un véhicule. Les dernières générations (Y et Z) ne ressentent plus autant le besoin de posséder le véhicule et préfèrent l'utiliser uniquement lorsqu'ils en ont besoin. **McKinsey estime qu'à l'horizon 2030, 10% des véhicules vendus pourraient être destinés à un usage locatif.**

Face à ce phénomène, les constructeurs doivent s'adapter et dépasser leur business model traditionnel de vente de véhicules et proposer d'autres usages, comme le « ride-sharing » ou le « car-sharing ». N'ayant aucune expertise sur ce segment relativement nouveau, **les constructeurs n'ont pas d'autres choix que de réaliser des partenariats avec des acteurs du secteur ou de collaborer avec des équipementiers pour s'y positionner.** Au-delà de l'impact potentiel sur la demande en nouveaux véhicules pour les constructeurs, ce changement de « business model » pourrait également avoir un impact sur leur marge, leurs clients devenant des gestionnaires de flottes et non plus des particuliers.

Fig. 20: Vers un modèle BtC à un modèle BtB ?



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

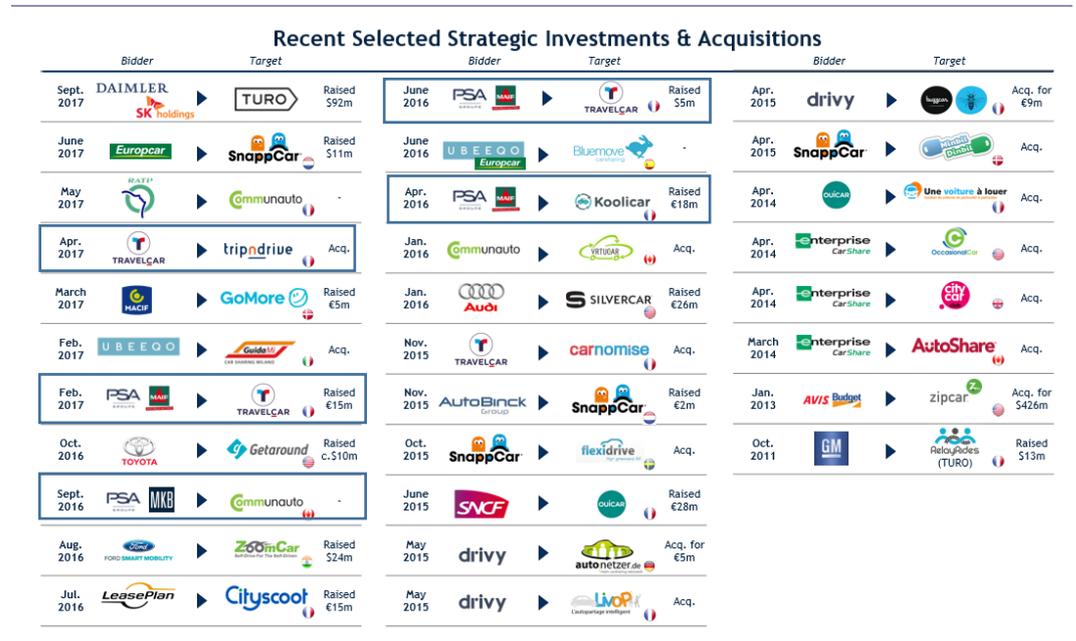
Les investissements (en valeur) dans ce domaine sont plus limités que pour le véhicule autonome et/ou le véhicule électrique, étant donné que seul le rapport au véhicule évolue et non le véhicule en lui-même. Les investissements se font principalement à travers des acquisitions de start-ups par l'intermédiaire de fonds VC spécifiquement dédié aux nouvelles mobilités, fonds gérés par les constructeurs directement. **Les constructeurs recherchent principalement des start-up ayant développés des applications offrant de nouvelles solutions de mobilité.**

Dans notre couverture de constructeurs, **PSA semble être la valeur la plus avancée dans ce domaine.** PSA a en effet spécialement créé en 2016 une marque dédiée à cette transformation de marché : **Free2Move**. Elle a pour but d'englober toutes les activités liées aux nouvelles mobilités, telles que la **gestion de flottes, l'auto-partage** mais aussi les **services connectés** et les **nouveaux**

modes de financement, qui sont destinés à représenter un relais de croissance significatif dans les prochaines années. Elle s’accompagne par la création d’un fonds d’investissement de **€100m** qui effectue des partenariats stratégiques et des prises de participation dans des start-ups majoritairement positionnées sur le co-voiturage et la location de véhicules.

Les deux constructeurs allemands **BMW** et **Daimler** également présents dans ce domaine, surtout sur le « car-sharing » à travers leurs marques respectives **DriveNow/ReachNow** et **Car2Go**, semblent être sur le point de fusionner leurs services afin de lutter contre la montée en puissance de **Uber** et de **Lyft**. Des opérations de ce type entre acteurs déjà existants mais sur différents marchés, devraient d’après nous voir le jour à court terme. L’avantage principal d’**Uber** étant d’avoir une présence et une marque internationale, les différents acteurs locaux présents dans le ride-sharing ou le car-sharing n’auront d’autres choix que de grossir et de s’allier entre eux afin de mieux résister.

Fig. 21: PSA, un groupe très actif dans le domaine



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

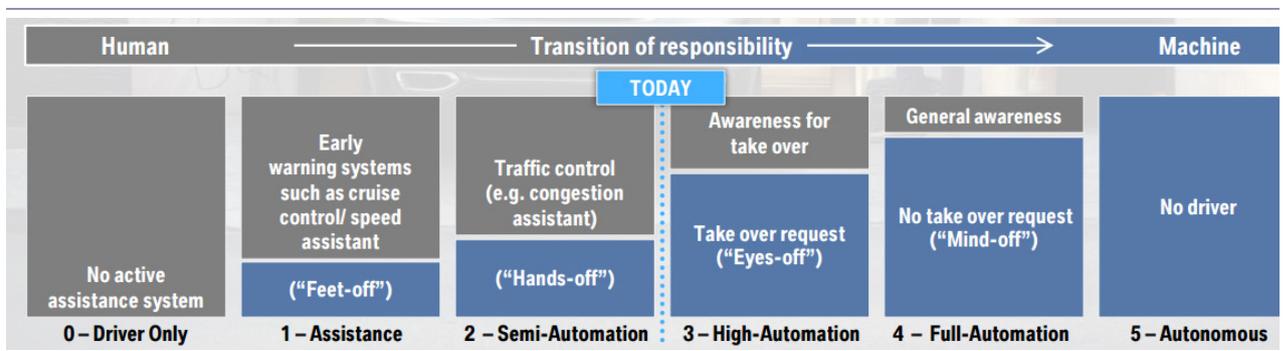
6.3. Dans le véhicule semi-autonome & autonome

Pour rappel, l'automatisation de la conduite arrive de manière progressive sur les nouveaux véhicules à travers **trois grandes étapes**:

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

Une nomenclature plus officielle résume parfaitement **les 5 différents niveaux d'autonomie** que les différents constructeurs automobiles et autres entreprises technologiques ambitionnent d'atteindre à moyen-terme.

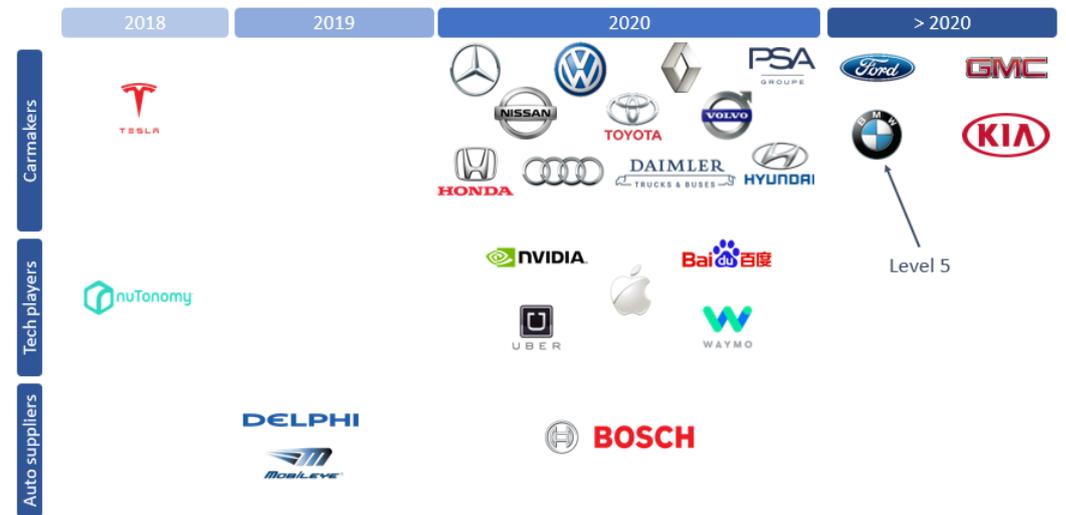
Fig. 22: Véhicule autonome – du niveau 0 au niveau 5 – une question de responsabilité



Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Tous les constructeurs investissent massivement dans ce domaine afin d'être les premiers à devenir l'acteur de référence à qui les différents gouvernements voudront parler afin d'élaborer les différentes règles inhérentes à l'utilisation de ce type de véhicule.

Fig. 23: BMW fait partie des constructeurs les plus ambitieux dans le domaine



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

Dans la liste des constructeurs initiés dans ce rapport, **BMW** possède une certaine avance sur la technologie du véhicule autonome mais reste sous la menace de ses concurrents premium allemands et américains. Audi qui va prochainement sortir son modèle **A8** (fin 2017), annoncé comme **niveau 3 d'automatisation** sera ainsi le premier constructeur à commercialiser un véhicule de série avec un tel niveau d'autonomie, surclassant **Tesla** et son **Model S**. Ce modèle sera d'ailleurs le seul de série à être équipé de lidar, un laser radar jugé par tous comme indispensable pour mesurer les distances avec les objets environnants.

Le groupe **Daimler**, qui a récemment annoncé avoir signé un partenariat avec l'équipementier Bosch (2017) mais également avec Uber (2017) semble avoir mis du temps à se décider de partager ses compétences avec d'autres acteurs, tandis qu'Audi ne travaille sur ce domaine principalement qu'avec Nvidia.

Tesla qui était pionnier dans le domaine avec la commercialisation rapide de son système *Autopilot 2.0* sur ses derniers Model S et Model X commence à se faire rattraper par la concurrence allemande. Pour l'instant les modèles de Tesla ne sont équipés que de **niveau 2** et non de **niveau 3**, même si une update du dernier logiciel devrait permettre d'améliorer les capacités de conduite assisté du véhicule, les dernières versions des Model S et Model X embarquant suffisamment de capteurs de telle façon qu'elles pourront à terme devenir des véhicules un peu plus autonomes. Pour y parvenir, Tesla a désormais intégré **huit caméras** autour du véhicule (les précédents modèles n'en disposaient que d'une seule), dont trois à l'avant, qui lui permettent d'avoir un champ de vision de 360 degrés. À cela s'ajoute un ensemble de **12 capteurs ultrasoniques** qui permet à la voiture de « voir » à travers des obstacles solides (les autres véhicules par exemple). Ces capteurs ultrasoniques possèdent désormais une portée deux fois plus importante que sur les anciens modèles. Enfin, à l'avant de la voiture, se trouve un radar capable de détecter les obstacles à travers la pluie ou le brouillard.

Fig. 24: Malgré la présence de BMW dans l'alliance, c'est Audi qui sort le 1er un modèle de niveau 3

Model	Launch date	Name of the system	Provided by	Level of autonomy	Sensors	Details	Price (€)
Audi A8	Q4-17	Audi AI traffic Jam Pilot	Nvidia	3	13 (5 cameras; 4 ultrasonic sensors; 3 radars; 1 Lidar)	Enabled up to 60km/h	90 600
BMW 7 Series	Q4-15		Intel/Mobileye	2	Stereo camera & 5 radars		86 500
Mercedes E Class	Q2-16	Drive Pilot	Nvidia	2	Cameras & radars		49 200
Mercedes S Class	Q2-17	Drive Pilot	Nvidia	2	24 (12 ultrasonic sensors; 4 short-range radars, 4 wide-angle cameras, 1 far-infrared camera, 1 near-infrared camera, 1 stereo camera, 1 multi-mode radar)		94 900
Tesla Model S	Q2-13	Auto Pilot	Mobileye 2014-2016 Nvidia since 2016	2	21 (12 ultrasound sensors; 8 cameras; 1 radar)		75 000

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

Au final, les différents investissements dans ce domaine devraient pénaliser les comptes des constructeurs à moyen terme, les dépenses en R&D (en Research plus précisément) limitant l'évolution à la hausse des marges opérationnelles.

7. Nous préférons Renault & Daimler à Peugeot & BMW

Dans ce rapport nous initions la couverture de quatre constructeurs automobiles traditionnels, **deux constructeurs généralistes** (Renault et Peugeot) et **deux constructeurs premium** (BMW et Daimler) et étudions le *business model* de Tesla (pas d'estimations ni de rating), le nouvel acteur disruptif du secteur, portant notre couverture sur l'automobile à **10 valeurs** (4 équipementiers, 2 pneumaticiens et 4 constructeurs).

Fig. 25: Couverture secteur automobile Bryan Garnier

Stock	Init. date	Price @ init.	Last price	Perf.	Rating	FV	Upside
BMW	25/09/2017	84,7	84,7	0,0%	Neutral	89	5,1%
Continental	08/02/2017	189,2	208,9	10,4%	Sell	178	-14,8%
Daimler	25/09/2017	66,5	66,6	0,1%	Buy	87	30,7%
Faurecia	15/09/2016	36,2	57,6	59,2%	Buy	57	-1,1%
Hella	15/09/2016	36,9	52,6	42,5%	Buy	46	-12,5%
Michelin	08/02/2017	102,2	121,2	18,6%	Buy	138	13,9%
Plastic Omnium	15/09/2016	29,5	35,0	18,6%	Neutral	38	8,6%
Peugeot	25/09/2017	19,3	19,3	0,0%	Sell	19	-1,4%
Renault	25/09/2017	81,5	81,5	0,0%	Buy	99	21,5%
Valeo	15/09/2016	48,7	60,6	24,4%	Sell	57	-5,9%

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

Pour plus de détails sur les méthodes de valorisation, voir les sections individuelles sur les entreprises.

7.1. Renault vs. Peugeot

Sur le segment des constructeurs généralistes, nous privilégions le constructeur **Renault** à son concurrent français **Peugeot** pour **quatre raisons**:

- Un positionnement géographique **mieux balancé vers les pays émergents** (Russie, Inde et Amérique Latine): *Peugeot réalise > 75% de son CA en Europe (post GM) contre moins de 70% pour Renault.*
- Une **marge opérationnelle sur le segment automobile qui devrait continuer à croître** sur les prochaines années, au contraire de Peugeot qui va souffrir à court terme de l'intégration dilutive d'Opel dès 2018. Dans notre modèle Peugeot nous avons une marge moyenne sur le segment automobile <5% sur la période 2018-20 contre >5,5% attendu chez Renault. Ce dernier devrait bénéficier de la montée de la puissance de la Kwid au Brésil mais également de l'effet positif des nouveaux SUVs sur les marges.
- **Une expertise sur l'électrique** reconnu et déjà éprouvé sur le marché par les consommateurs au contraire de Peugeot qui doit se construire rapidement une expertise après avoir tergiversé sur l'hybride-diesel.

- Un levier sur la valorisation plus important chez Renault que chez Peugeot surtout si Renault continue à accroître les synergies avec Nissan et maintenant avec Mitsubishi.
- Les incertitudes à court terme sur le dossier Peugeot sont également trop importantes : intégration d'Opel et optimisation de son outil industriel, scandale sur le diesel

Nous initions ainsi sur **Renault** à l'**Achat** avec une **FV à €99** et à la **Vente** sur **Peugeot** avec une FV à **€19**.

Fig. 26: Comparaison FV et potentiel - Renault vs. Peugeot

	Peugeot	Renault
Rating	Sell	Buy
FV	19	99
Price	19	81
Up/Downside	-1,4%	21,5%

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

Fig. 27: Comparaison croissance et CA - Renault vs. Peugeot

	Peugeot	Renault
Sales growth - LfL (Auto)		
Sales growth % 2017e	3,6%	13,9%
Sales growth % 2018e	3,5%	4,1%
Sales growth % 2019e	3,4%	4,6%
Average 17-19	3,5%	7,5%
Gross investments (R&D + Capex+R&D capitalized)		
2017e	10,1%	10,2%
2018e	10,4%	10,4%
2019e	10,3%	10,2%
Average 17-19	10,3%	10,3%
Efficiency growth ratio (LfL sales growth/growth investments)		
2017e	36%	136%
2018e	33%	39%
2019e	33%	45%
Average 17-19	34%	74%
Sales geo split % 2017e		
Europe	72%	73%
North America	8%	0%
Asia	7%	12%
RoW	13%	15%

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

Fig. 28: Comparaison marges, EPS, et FCF Renault vs. Peugeot

Margin, earnings growth & FCF	Peugeot	Renault
Margin (with restructuring and excluding assoc.) % of sales & Net margin		
EBIT % 2017e	5,6%	6,5%
EBIT % 2018e	4,4%	6,4%
EBIT % 2019e	4,9%	6,6%
Average 17-19	5,0%	6,5%
Net margin % 2017e	3,4%	7,2%
Net margin % 2018e	2,6%	7,2%
Net margin % 2019e	3,0%	7,4%
Average 17-19	3,0%	7,2%
EBIT- growth (with restructuring and excluding assoc.) & EPS growth		
EBIT growth 2017e	26,2%	15,5%
EBIT growth 2018e	4,8%	3,8%
EBIT growth 2019e	14,8%	6,7%
Average 17-19	15,3%	8,7%
EPS growth 2017e	12,2%	22,9%
EPS growth 2018e	4,0%	4,5%
EPS growth 2019e	22,0%	7,7%
Average 17-19	12,7%	11,7%
CAGR 16-19	12,5%	11,4%
FCF margin (industrial)		
FCF margin 2017e	2,0%	5,1%
FCF margin 2018e	-1,5%	3,2%
FCF margin 2019e	0,5%	3,5%
Average 17-19	0,3%	4,0%

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

Fig. 29: Comparaison valorisation - Renault vs. Peugeot

Valuation	Peugeot	Renault
P/E 2017e	7,1x	5,3x
P/E 2018e	8,7x	5,1x
P/E 2019e	7,1x	4,7x
Average 17-19	7,7x	5,0x
PEG 2017e	0,6x	0,5x
PEG 2018e	0,7x	0,4x
PEG 2019e	0,6x	0,4x
Average 17-19	0,6x	0,4x

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

7.2. Daimler vs. BMW

Sur le segment des constructeurs premium, nous privilégions le constructeur **Daimler** à son concurrent allemand **BMW** pour **quatre raisons**:

- Longtemps pionnier à la fois sur le **segment SUV premium** et sur le **segment électrique premium**, BMW devrait progressivement se voir ravir la première place par Mercedes-Benz sur ce dernier segment suite aux différentes annonces de ce dernier dans le domaine de l'électrification. Sur le segment SUV, Mercedes est déjà n°1 devant BMW. Dans l'électrique Daimler ambitionne d'avoir d'ici 2025 25% de ses ventes dans l'électrique.
- En **Chine**, l'accélération de Mercedes-Benz devrait continuer au profit de sa part de marché sur le premier marché mondial. Le fort succès de sa gamme Maybach et des modèles très luxueux sur ce marché devrait avoir un effet relatif sur la marge du groupe sur ce marché.
- L'actionnaire de Daimler bénéficierait de plus de création de valeur que celui de BMW après la mise en place d'un plan stratégique de cession/spin-off d'actifs jugés comme *non-core* par le conseil d'administration (Camions, Camionnette & Service Financiers). **Notre SOTP implique sur Daimler >45% de potentiel contre seulement 20% pour BMW, le premier souffrant d'une décote de holding et non le second.**
- Les multiples PEG 2018-19 de Daimler sont >2x inférieurs à ceux de BMW.

Fig. 30: Comparaison FV et potentiel - Daimler vs. BMW

	BMW	Daimler
Rating	Neutral	Buy
FV	89	87
Price	85	67
Up/Downside	5,1%	30,7%

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

Fig. 31: Comparaison croissance et CA - Daimler vs. BMW

	BMW	Daimler
Sales growth - LfL (Auto)		
Sales growth % 2017e	6,5%	6,5%
Sales growth % 2018e	4,5%	3,7%
Sales growth % 2019e	4,6%	3,7%
Average 17-19	5,2%	4,6%
Gross investments (R&D + Capex+R&D capitalized)		
2017e	10,2%	9,4%
2018e	10,1%	9,3%
2019e	10,0%	9,2%
Average 17-19	10,1%	9,3%
Efficiency growth ratio (LfL sales growth/growth investments)		
2017e	64%	69%
2018e	64%	40%
2019e	45%	40%
Average 17-19	58%	50%
Sales geo split % 2017e		
Europe	47%	41%
North America	21%	29%
Asia	29%	23%
RoW	3%	6%

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

Fig. 32: Comparaison marges, EPS, et FCF - Daimler vs. BMW

Margin, earnings growth & FCF	BMW	Daimler
Margin (with restructuring and excluding assoc.) % of sales & Net margin		
EBIT % 2017e	9,6%	8,3%
EBIT % 2018e	9,6%	8,3%
EBIT % 2019e	9,6%	8,3%
Average 17-19	9,6%	8,3%
Net margin % 2017e	7,1%	6,1%
Net margin % 2018e	6,9%	6,0%
Net margin % 2019e	6,9%	6,0%
Average 17-19	7,0%	6,0%
EBIT- growth (with restructuring and excluding assoc.) & EPS growth		
EBIT growth 2017e	-0,8%	16,3%
EBIT growth 2018e	9,7%	0,6%
EBIT growth 2019e	2,2%	4,3%
Average 17-19	3,7%	7,1%

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

EPS growth	BMW	Daimler
EPS growth 2017e	4,1%	17,2%
EPS growth 2018e	1,2%	1,1%
EPS growth 2019e	4,9%	5,0%
Average 17-19	3,4%	7,7%
CAGR 16-19	3,4%	7,5%
FCF margin (industrial)		
FCF margin 2017e	6,2%	3,4%
FCF margin 2018e	4,3%	3,6%
FCF margin 2019e	4,1%	4,0%
Average 17-19	4,9%	3,7%

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

Fig. 33: Comparaison valorisation - Daimler vs. BMW

Valuation	BMW	Daimler
P/E 2017e	7,8x	7,1x
P/E 2018e	7,7x	7,1x
P/E 2019e	7,3x	6,7x
Average 17-19	7,6x	7,0x
PEG 2017e	2,3x	0,9x
PEG 2018e	2,3x	0,9x
PEG 2019e	2,2x	0,9x
Average 17-19	2,3x	0,9x

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

7.3. Et Tesla dans tout ça ?

Tesla est encore un acteur disruptif dans le monde automobile, le groupe vendant à ce stade moins de 100k véhicules par an, mais revendiquant une future place de leader dans le segment des véhicules électriques et véhicules semi-autonomes premium. Le groupe est valorisé actuellement sur le Nasdaq à **>\$60Mdr** pour un chiffre d'affaire attendu par le consensus à **>\$35Mdr** d'ici 2020 et une MOP **>\$4,2Mdr** impliquant une marge de **12%**, soit **200-400bp** au-dessus de la marge d'acteur premium, mais deux fois moins importante par rapport à Ferrari.

Nous n'avons pas d'estimations ni de FV sur ce dossier, mais un simple DCF inversé basé sur le dernier cours implique que le marché accorde de l'importance aux objectifs courts et moyens termes d'Elon Musk.

La livraison des >400 000 Model 3 en Europe et aux Etats-Unis seront déterminants à court-moyen terme, rendant crédible le passage de start-up à constructeur industriel du groupe, même si ce passage se fera sûrement au détriment des multiples de valorisation.

8. A très long terme, nous privilégions les équipementiers par rapport aux constructeurs

8.1. Les constructeurs : entre l'enclume et le marteau

A très long terme (>2030/35), lorsque les véhicules autonomes (niveau 5) commenceront réellement à envahir nos rues au détriment des véhicules traditionnels (5-8% des nouvelles immatriculations mondiales d'ici 2035 d'après BG), **l'importance du constructeur dans la chaîne de valeur du secteur devrait progressivement se réduire au profit de nouveaux acteurs.**

Comme indiqué précédemment (partie 4), le constructeur n'intervient désormais qu'à **cinq niveaux** dans la chaîne de valeur de la production et la vente d'un véhicule, alors qu'autrefois il était également à l'origine du développement et de la production d'une grande partie des équipements intégrés dans le véhicule:

- le positionnement groupe/produit
- le design
- la motorisation
- l'assemblage
- le positionnement marketing/prix

A terme, nous estimons que le positionnement du groupe et le positionnement produit seront moins stratégiques qu'auparavant, étant donné que le **rôle principal du véhicule sera totalement modifié**. D'après nous l'objet automobile et la marque ne représenteront plus rien face à la fonction de déplacement, fonction qui devra être effectuée au prix le plus bas possible afin de réduire le coût de transport et de maximiser la marge de service.

La conduite n'étant plus possible par le conducteur qui deviendra alors qu'un simple usager et non un acteur de la mobilité, **toutes les options d'agrément de conduite proposées par les constructeurs** (boîtes de vitesses automatiques, systèmes ADAS jusqu'au niveau 4...) **disparaîtront au détriment des marges de ces derniers**. Les options d'agrément de confort (sièges, HMI, Infotainment...) prendront au contraire de plus en plus de valeur. Le design jouera encore un rôle important, notamment pour les constructeurs premium qui se positionneront sur des segments de plus en plus luxueux pour une clientèle riche ou pour une clientèle professionnelle ayant elle-même une clientèle riche (hôtellerie, société de « chauffeur » privée...).

L'expertise des constructeurs concernant **la motorisation** deviendra à terme inutile également, étant donné que **1/le plaisir de conduire disparaîtra totalement** (pas besoin de choisir un moteur puissant ou qui a du couple), et que **2/le véhicule autonome respectera les règles du code de la route à la lettre**. Au final le moteur devra (s'il reste thermique) consommer le moins possible.

Si le véhicule est électrique (hautement probable vu l'essor attendu de cette technologie à moyen terme), nous estimons même que le constructeur aura délégué entièrement cette partie de la chaîne de production à un équipementier (Bosch, Valeo, Siemens ?). L'impact sur le CA et sur les marges des constructeurs sera conséquent étant donné qu'une partie importante de leur activité est réalisée sur la vente des moteurs à d'autres constructeurs.

L'assemblage restera lui dans les mains des constructeurs, leur expertise étant clairement indispensable pour gérer la production d'un véhicule. Les sites industriels existent déjà, tandis que la main d'œuvre est déjà très qualifiée. Nous prévoyons de nouveaux rapprochements entre les constructeurs afin de continuer à maximiser les outils de production.

En fonction de l'évolution du mix clients particuliers/professionnels ces prochaines années, le pricing évoluera **négalement ou très négativement** par rapport à aujourd'hui. D'après nous la part des clients professionnels (gestionnaire de flotte principalement) augmentera fortement au détriment de la marge des constructeurs (commandes importantes, centrales d'achats), en concomitance de la baisse du taux d'équipements des ménages. **La combinaison de l'effet prix négatif avec la baisse des options dans le prix de vente du véhicule devrait d'après nous fortement pénaliser la marge des constructeurs.**

A très long terme, le constructeur devrait donc d'après nous souffrir le plus du changement en mobilité lié au développement du véhicule autonome. **Son statut d'omnipotent dans le secteur (à l'époque où les constructeurs détenaient encore les équipementiers) est clairement révolu. Il va se trouver en l'enclume (l'équipementier) et le marteau (le *provider* de service).**

8.2. Les équipementiers: un partage du gâteau avec les valeurs technologiques

Le software devenant de plus en plus important pour des véhicules semi-autonome ou totalement autonomes, les équipementiers automobiles traditionnels vont devoir de plus en plus faire face à une compétition accrue venant d'acteurs technologiques spécialisés dans les algorithmes, l'intelligence artificielle ou encore le *deep learning*.

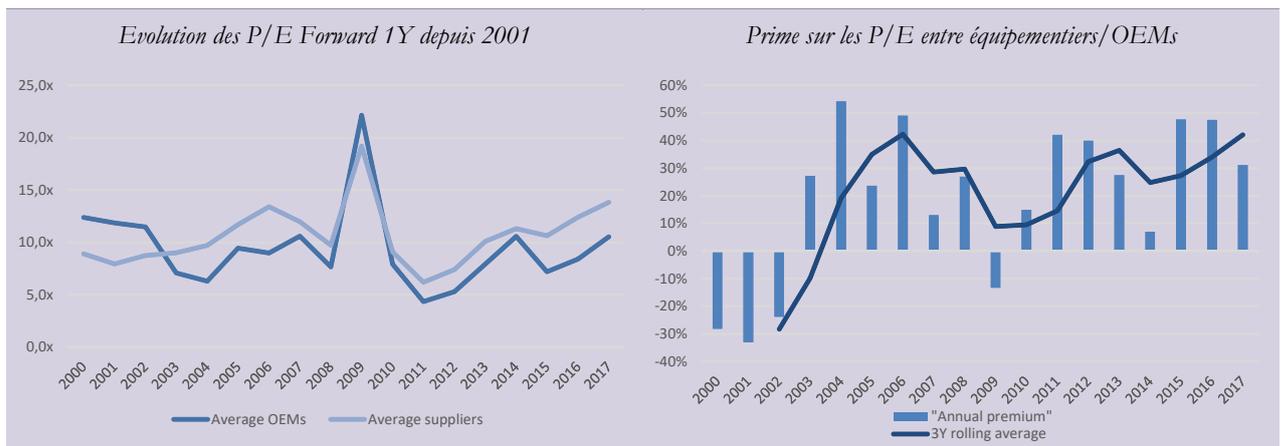
Cependant, contrairement aux constructeurs qui voient progressivement leur modèle économique traditionnel (positionnement produit, différenciation par la motorisation et par les options...) disparaître, nous ne prévoyons pas de telles transformations pour les équipementiers, une grande partie de la valeur technologique (hardware) liée aux véhicules autonomes se trouvent précisément entre leurs mains. La valeur du véhicule devant plus que doubler (estimations BG) suite notamment à l'installation d'équipements **ADAS Niveau 5**, les différents acteurs devront se partager un marché qui n'existait pas auparavant, marché que nous estimons à **€80Mds** rien que sur les véhicules Niveau 5 d'ici 2035, dont plus de la moitié devrait être adressée directement par les équipementiers automobiles et moins de **10%** par les semi-conducteurs.

Dans notre couverture les équipementiers les plus exposés à cette transformation sont **Valeo** et **Continental**.

8.3. L'écart de valorisation entre les deux confirme que le marché en a de plus en plus conscience

Historiquement on observe une prime (>20%) sur les multiples **P/E Forward 1Y** entre les constructeurs et les équipementiers en faveur de ces derniers, notamment du fait de l'accroissement des écarts de croissance en faveur des équipementiers mais également du fait de l'amélioration des marges pour les équipementiers ces dernières années.

Fig. 34: La prime entre les constructeurs et équipementiers sur les multiples ne fait que croître depuis 2009



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

Cet accroissement de la prime nous paraît justifié pour les raisons mentionnées plus haut. Mi-septembre 2017 cette prime est désormais >40% soit deux fois la moyenne historique observée depuis 2000.

Dans notre couverture BG la prime observée est supérieure à 100% sur les 3 prochaines années, tirée principalement par l'écart de multiples P/E entre Valeo et Renault (2,8x plus élevé). A court terme cet écart nous paraît relativement trop important d'autant plus que le cycle est sur le point de ralentir, remettant en question les objectifs de croissance LT de certains équipementiers.

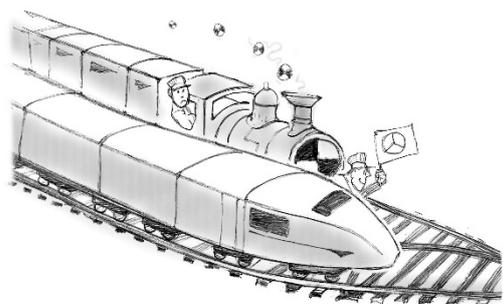
Nous ne serions donc pas surpris de voir un rebond des constructeurs au détriment des équipementiers sur le court terme. Nous privilégions Renault et Daimler pour jouer ce segment.

25 septembre 2017

Industrie Automobile

Bloomberg	BMW3:GR
Reuters	BMWG.DE
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	91 / 73
Capitalisation Boursière (MEUR)	55 624
Valeur d'Entreprise	33 947
Volume moyen 6 mois (000 actions)	1 728
Flottant	45,2%
TMVA BPA (3 ans)	3,4%
Gearing (12/16)	-41%
Rendement (12/17e)	4,49%

Fin Décembre	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
C. d'affaires (MEUR)	94 163	100 260	104 780	109 572
EBIT (MEUR)	9 386	9 591	10 012	10 471
BPA Publié (EUR)	10,44	10,87	11,00	11,54
BPA dilué (EUR)	10,44	10,87	11,00	11,54
EV/CA	0,41x	0,34x	0,31x	0,27x
EV/EBITDA	2,7x	2,3x	2,1x	1,8x
EV/EBIT	4,1x	3,5x	3,2x	2,8x
P/E	8,1x	7,8x	7,7x	7,3x
ROCE	8,9	8,9	9,1	9,4



BMW

Un groupe qui s'essouffle en milieu de course

Fair Value 89EUR (cours 84,65EUR)

NEUTRE
Initiation de couverture

Pionnier dans l'électrique haut-de-gamme en 2013 avec l'i3, BMW pourrait rapidement perdre son avance face à une recrudescence de la concurrence alors que le marché semble enfin prendre pied. Seule son expertise dans le domaine de la conduite automatisée pourrait lui permettre de reprendre la 1^{ère} place sur le marché « premium », place reconquise en 2016 par Mercedes. La marge à court terme pourrait malheureusement en pâtir. Nous initions à Neutre avec une FV à €89.

■ **Un groupe qui a perdu sa place de n°1:** Longtemps n°1 devant Mercedes et Audi sur le segment des véhicules « premium », BMW s'est vu ravir cette place par Mercedes en 2016, conséquence d'une mauvaise performance aux États-Unis, son 2^{ème} plus gros marché après la Chine. Sur ce dernier, la croissance devrait rester importante à court terme grâce aux lancements de nouveaux modèles (X3), même si de son côté, Mercedes continue à étendre sa présence locale. **A court terme, le groupe devrait rester n° 2.**

■ **Qui reste en avance dans le domaine de la conduite automatisée:** Rapidement ouvert à la coopération avec des acteurs technologiques spécialisés dans des domaines d'expertise méconnus du constructeur, BMW fait désormais partie avec Intel-Mobileye-Delphi, de l'alliance la plus avancée dans le domaine de la conduite automatisée. Alors que certains constructeurs hésitent à créer des coopérations avec des équipementiers/startups ou des concurrents, BMW est l'un des premiers à avoir compris que la collaboration est indispensable pour avancer vite et bien. Son objectif d'avoir pour 2021 un véhicule entièrement autonome nous semble ambitieux, même si pour l'instant, BMW est parmi les plus avancés.

■ **Mais qui perd du terrain sur l'électrique:** BMW, avec la BMW i3, s'est rapidement positionné sur le marché de l'électrique, au contraire de ses concurrents allemands. Fort de ce succès, BMW est toujours n°3 sur ce marché derrière Tesla et Renault-Nissan, mais la petitesse de son futur portefeuille produit à court terme (eMini, eX5 et i5) face aux nouveaux modèles des concurrents, devrait le faire chuter dans le classement.

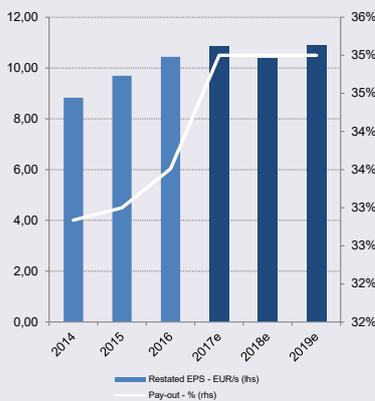
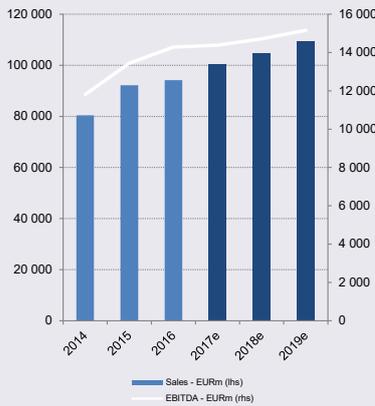
■ **Nous initions à Neutre:** La pression sur les volumes aux Etats-Unis ainsi que sur la marge automobile devrait peser sur le momentum du groupe à court terme. Nous préférons jouer le segment premium à travers Daimler. Nous initions la couverture du titre à Neutre avec une FV à €89.



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

Research Assistant:
Anthony Aimar

Bmw



Activités

BMW est un constructeur automobile et un constructeur de moto allemand. A travers son segment Automobile le groupe développe, produit, assemble et vend des véhicules sous les marques BMW, MINI et Rolls-Royce mais vend également des accessoires et des pièces de rechanges. Le groupe est désormais numéro deux mondial derrière Mercedes sur le segment premium.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	80 401	92 175	94 163	100 260	104 780	109 572	114 659
Change (%)	5,7%	14,6%	2,2%	6,5%	4,5%	4,6%	4,6%
Adjusted EBITDA	13 441	14 279	14 384	14 624	15 340	16 196	17 481
EBIT	9 118	9 593	9 386	9 591	10 012	10 471	10 958
Change (%)	14,2%	5,2%	-2,2%	2,2%	4,4%	4,6%	4,7%
Financial results	-1 066	-887	-162	-282	-272	-259	-242
Pre-Tax profits	8 707	9 224	9 665	9 890	10 299	10 799	11 333
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	-2 890	-2 828	-2 755	-2 699	-3 019	-3 166	-3 322
Profits from associates	655	518	441	582	559	587	616
Minority interests	-19,0	-27,0	-47,0	-48,9	-50,8	-52,9	-55,0
Net profit	5 798	6 369	6 863	7 142	7 229	7 581	7 956
Restated net profit	5 798	6 369	6 863	7 142	7 229	7 581	7 956
Change (%)	9,1%	9,8%	7,8%	4,1%	1,2%	4,9%	4,9%

Cash Flow Statement (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating cash flows	2 779	840	3 189	11 256	11 509	12 455	13 579
Change in working capital	-551	-293	-104	-592	-509	-283	-301
Capex, net	-4 600	-3 825	-3 731	-4 512	-4 715	-4 931	-5 160
Financial investments, net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividends	-1 715	-1 917	-2 121	-2 300	-2 500	-2 530	-2 653
Other	3 553	3 480	4 555	-2 087	-2 203	-2 303	-2 410
Net debt	-14 223	-16 911	-19 520	-21 877	-23 969	-26 660	-30 016
Free Cash flow	3 481	5 404	5 792	4 338	4 279	4 893	5 665

Balance Sheet (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Tangible fixed assets	17 182	17 759	17 960	18 790	19 653	20 457	20 911
Intangibles assets	6 499	7 372	8 157	9 011	9 840	10 653	11 358
Cash & equivalents	7 454	6 122	7 880	10 237	12 329	15 020	18 376
current assets	122 589	133 849	148 926	151 947	154 983	158 419	162 566
Other assets	32 214	38 325	39 609	41 239	43 121	44 939	46 312
Total assets	154 803	172 174	188 535	193 186	198 104	203 358	208 878
L & ST Debt	80 646	91 683	65 603	65 603	65 603	65 603	65 603
Others liabilities	36 720	37 727	5 569	75 642	76 077	76 539	77 029
Shareholders' funds	37 437	42 764	47 363	51 872	56 303	61 040	66 013
Total Liabilities	117 366	129 410	141 172	141 245	141 680	142 142	142 632
Capital employed	127 540	138 826	98 897	102 675	106 139	109 917	114 029

Ratios	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating margin	11,34	10,41	9,97	9,57	9,56	9,56	9,56
Tax rate	35,89	32,48	29,87	29,00	31,00	31,00	31,00
Net margin	7,21	6,91	7,29	7,12	6,90	6,92	6,94
ROE (after tax)	5,63	4,71	4,39	4,40	4,70	5,00	5,30
ROCE (after tax)	8,26	7,48	8,93	8,94	9,14	9,38	9,68
Gearing	-37,99	-39,54	-41,21	-42,18	-42,57	-43,68	-45,47
Pay out ratio	32,84	33,00	33,51	35,00	35,00	35,00	35,00
Number of shares, diluted	656	657	657	657	657	657	657

Data per Share (EUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS	8,83	9,70	10,44	10,87	11,00	11,54	12,11
Restated EPS	8,83	9,70	10,44	10,87	11,00	11,54	12,11
% change	9,1%	9,8%	7,7%	4,1%	1,2%	4,9%	4,9%
EPS bef. GDW	8,83	9,70	10,44	10,87	11,00	11,54	12,11
BVPS	56,70	64,75	71,69	78,48	85,14	92,27	99,76
Operating cash flows	4,23	1,28	4,85	17,13	17,52	18,95	20,66
FCF	5,30	8,23	8,81	6,60	6,51	7,45	8,62
Net dividend	2,90	3,20	3,50	3,80	3,85	4,04	4,24

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

Sommaire

1. Investment Case.....	42
2. BMW en six graphiques.....	43
3. Un groupe qui s'essouffle en milieu de course.....	44
4. Un groupe désormais n°2 sur son marché.....	45
4.1. Moins de SUV mais plus de petits véhicules que Mercedes et Audi.....	45
4.1.1. Rapidement rattrapé par la concurrence sur le segment SUV.....	45
4.1.2. Une exposition grandissante vers les segments B/C.....	49
4.2. Au détriment de la part de marché sur deux de ses premiers marchés.....	50
4.3. Au détriment du CA et de la marge ?.....	52
4.4. Bientôt bon dernier en Chine ?.....	53
4.4.1. De nouveaux modèles à la rescousse... ..	53
4.4.2. ...suffisant pour contrecarrer le rattrapage de Mercedes ?.....	54
5. Un groupe en avance dans l'électrique, mais plus pour très longtemps.....	55
5.1. Un des leaders en Europe avec la BMW i3.....	55
5.2. L'avenir à court terme semble cependant plus incertain.....	57
6. Dans la « Dream Team » pour développer le véhicule autonome.....	59
6.1. Un groupe pour qui la collaboration est une évidence.....	59
6.2. Des objectifs trop ambitieux ?.....	61
7. Une marge sous pression à court terme.....	63
7.1. Encore plus de R&D!.....	63
7.2. Une marge aux Etats-Unis attendue en baisse ?.....	64
7.3. Des one-offs à prévoir à court-terme ?.....	65
7.4. Des synergies potentielles avec BMW Motorrad ?.....	66
7.4.1. Dans l'électrique/hybride.....	66
7.4.2. Dans le domaine de la robotisation des véhicules.....	67
8. BMW – Nos estimations.....	68
9. BMW – Valorisation.....	70
9.1. Valorisation par SOTP (€99).....	70
9.2. Valorisation par les multiples (€76).....	71
9.3. Valorisation par DCF (€122).....	72
10. BMW – SWOT.....	74
11. BMW en bref.....	75
11.1. BMW Automobile – 72% du CA – 80% de l'EBIT.....	77
11.2. BMW Banque – 26% du CA – 18% de l'EBIT.....	78
11.3. BMW Motorcycle – 2% du CA – 2% de l'EBIT.....	79
Bryan Garnier stock rating system.....	81

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Dans le cadre d'une note sur les constructeurs automobiles, nous initions la couverture du constructeur premium allemand **BMW**, anciennement numéro un mondial sur ce segment devant Mercedes et Audi mais **désormais n°2 depuis l'année dernière**. En avance par rapport à la concurrence dans le domaine du véhicule autonome, le groupe, d'après nous, manque de clairvoyance dans la course au véhicule électrique après avoir été un pionnier parmi le secteur premium.

Attractif ou non?



Valorisation

Comme pour les autres constructeurs, nous valorisons BMW à travers un **SOTP** en plus d'un DCF et multiples. Cette méthode permet de mieux appréhender les potentiels écarts de valorisation entre les différentes activités de l'entité (automobile, deux roues, banque captive). Nous avons une **FV à €89** et initions ainsi à **Neutre** sur BMW.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Nous ne voyons pas de catalyseurs à court terme sur le dossier hormis les lancements de nouveaux modèles sur 2018 (X2, X7 et Série 8). Le groupe n'a pas d'ambitions particulières en M&A malgré sa taille relativement réduite, et n'a pas prévu à court terme de journée investisseur.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Nous sommes légèrement au-dessus du consensus sur 2017-19 (2% en moyenne) sur le CA, l'EBIT et le RNPG.

Quels risques?

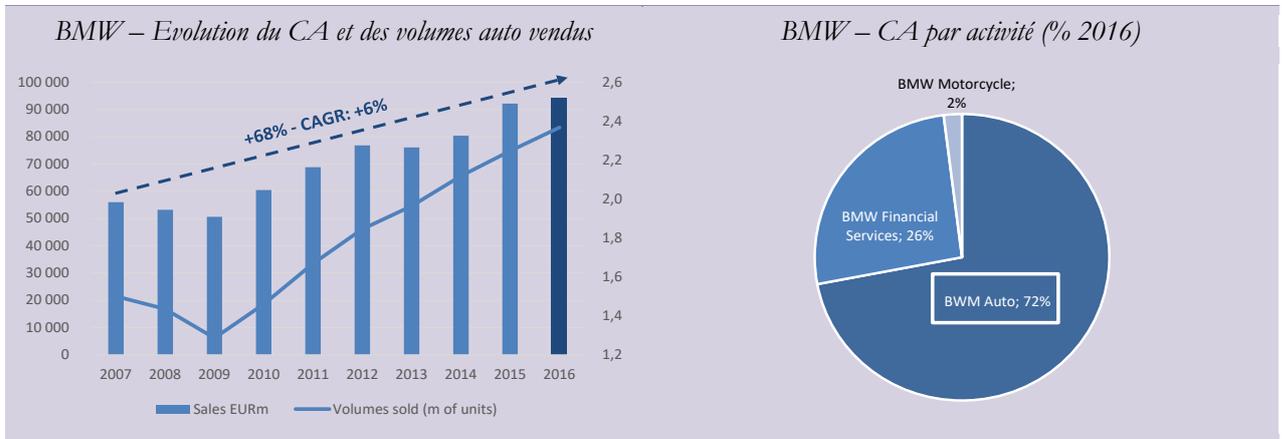


Risques

Un succès plus qu'inattendu des nouveaux modèles du groupe pourrait redynamiser les performances commerciales BMW aux États-Unis et avoir un impact prix positif sur la marge. Une remise en questions des ambitions d'investissements au profit de la marge et du dividende nous inciterait à revoir nos estimations à court terme à la hausse. Une pression sur la marge venant du développement des véhicules électriques pourrait nous obliger à baisser nos estimations. La potentielle enquête de la Commission Européenne sur l'existence d'un cartel en Allemagne entre les constructeurs allemands pourrait également pénaliser le titre.

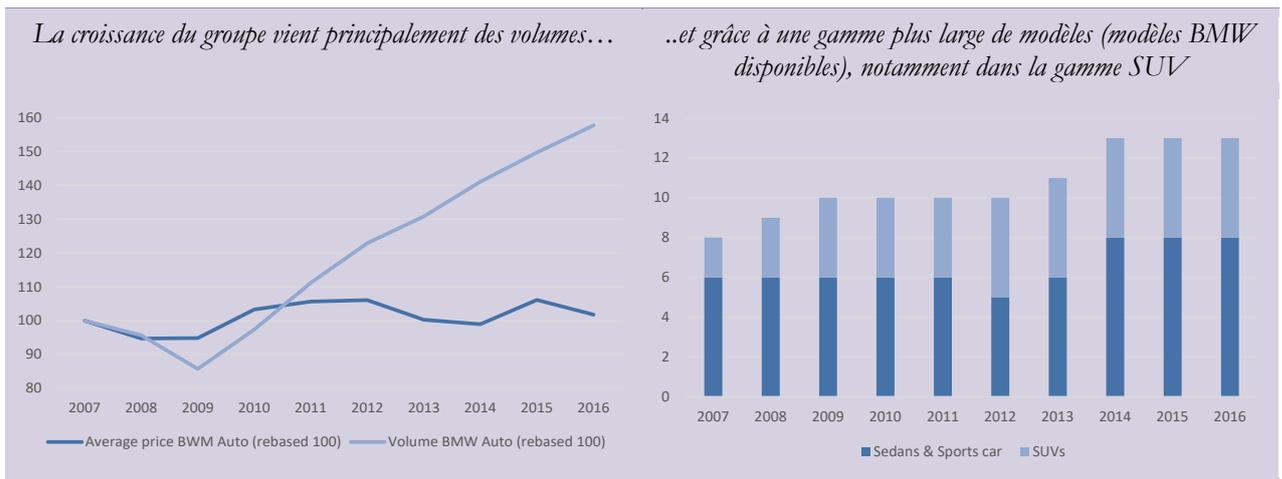
2. BMW en six graphiques

Fig. 1: Une bonne performance depuis 2009, au profit d'un gain de +40pp de pdm



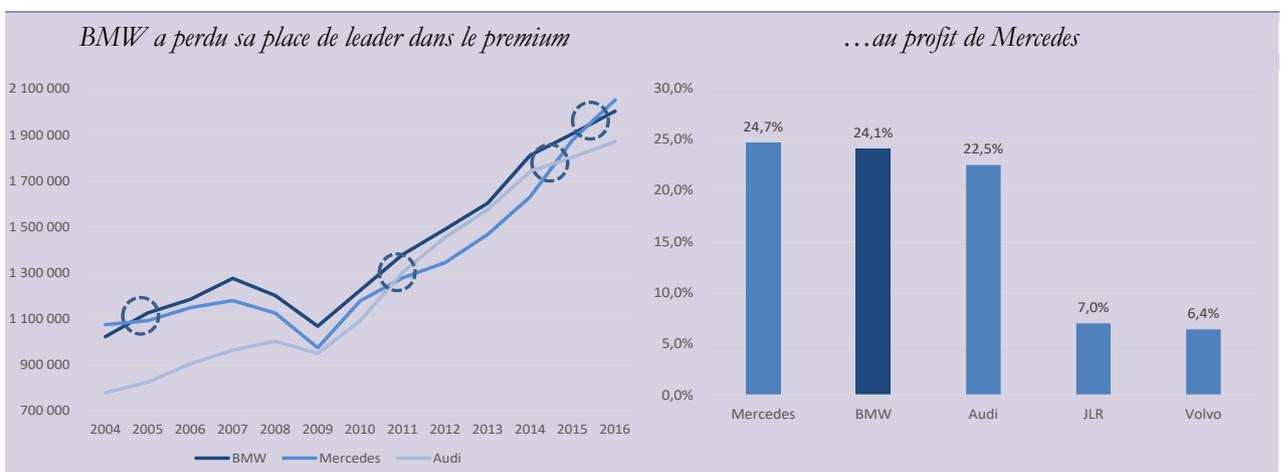
Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: ...tirée principalement par une offre produit plus complète...



Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 3: Cette bonne performance n'a pas été suffisante pour garder la 1^{ère} place



Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

3. Un groupe qui s'essouffle en milieu de course

Dans le cadre d'une note sectorielle sur les constructeurs automobiles nous initions la couverture de **BMW**, le constructeur premium allemand, **12^{ème} constructeur mondial** (en volume) avec une part de marché de **2,7%** et désormais deuxième constructeur haut de gamme mondial derrière **Daimler** (3,1% de pdm), qui vient de lui ravir sa place de leader l'année dernière.

Pionnier dans beaucoup de domaine (moteur à six cylindres en ligne dans l'automobile, moteur *flat twin* pour les deux-roues, voiture électrique...), le constructeur s'est rapidement positionné comme un constructeur haut de gamme malgré un début sur le segment généraliste pendant la période d'après-guerre. Fort d'une expertise mécanique et technologique reconnues par les experts et d'un positionnement « produits » clairement défini, le groupe a cependant failli disparaître en 1950 afin d'être racheté en **1959** par la **famille Quandt**, l'une des plus puissantes familles d'industriels allemands (ils détiennent toujours 46% de BMW). Afin de grandir dans un marché de plus en plus concurrentiel et de plus en plus *capital intensive*, BMW a essayé à plusieurs reprises de racheter des concurrents (Range Rover) ou de fusionner avec des marques complémentaires (Peugeot), sans succès.

Avec plus de **2m** de véhicules vendus dans le monde à travers ses trois marques (BMW, Mini et Rolls-Royce) le constructeur allemand est aujourd'hui l'un des acteurs du secteur le plus innovant. Il est à l'origine de la création du marché SUV premium avec son modèle **X5** en 2000 et du segment SUV compact premium avec le **X3** en 2004 et est pionnier dans l'électrique premium avec son modèle **i3** commercialisé en 2013. Fort de ses succès, le groupe est rapidement devenu leader sur le marché premium, dépassant ainsi Mercedes en 2005.

Malheureusement, le groupe a rapidement perdu de sa superbe une fois les nouveautés lancées, laissant le temps aux concurrents **Audi** et **Mercedes** de revenir dans la course aux **SUVs**, la course au **déploiement commercial en Chine**, et désormais la course à l'**électrification**. Son avance dans le domaine du développement du véhicule automatisée suite à la création d'une alliance avec Intel, Mobileye et Delphi, pourrait lui permettre à moyen terme de redevenir numéro un mondial. Cependant, cette course technologique aura des conséquences sur sa marge à court terme, le groupe n'ayant d'autres choix que de continuer à augmenter son budget R&D, budget qui pèse logiquement plus lourd sur ces comptes que ses concurrents étant donné qu'il est le seul à ne pas bénéficier d'importantes économies d'échelles (Mercedes avec Renault-Nissan, Audi avec VW).

Le titre traite actuellement avec une prime de **10%** sur son concurrent Daimler alors que ce dernier devrait continuer à mieux performer commercialement que BMW, notamment en Chine, son premier marché. D'après nous, le titre ne devrait pas bénéficier de catalyseur positif à court terme.

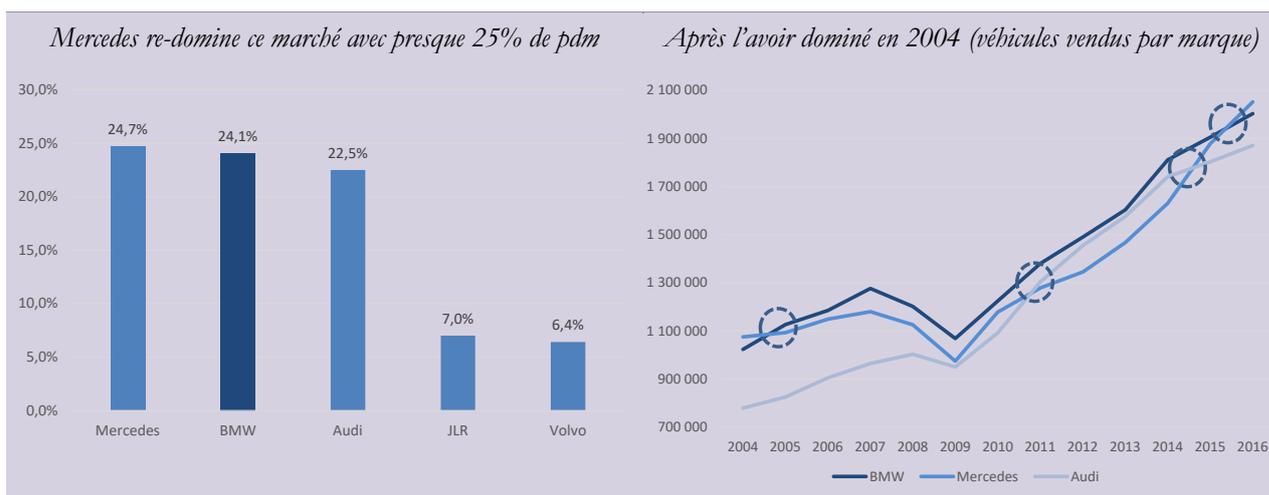
Nous initions la couverture sur le titre BMW à Neutre, avec une FV à €89.

4. Un groupe désormais n°2 sur son marché

Longtemps n°1 devant **Mercedes** et **Audi** sur le segment des véhicules « premium » avec une part de marché de >24%, **BMW** s'est vu ravir cette place par Mercedes l'année dernière, conséquence notamment d'une mauvaise performance commerciale aux **États-Unis**, son 2^{ème} plus gros marché après la Chine.

Alors que le groupe a bénéficié d'un TCAM relativement solide de ses volumes d'environ **6-7%** sur 2010-15, grâce notamment à une très forte croissance de ses ventes en Chine (multiplié par 2,7 contre un marché qui ne croît que de 30% sur la période), mais également grâce aux lancements de deux nouveaux modèles (X4 et Série 2), sur 2016 et 2017 la performance du groupe s'est détériorée (+5%) au profit de Mercedes. Seul Audi a fait moins bien que BMW sur la période, tandis que **Volvo et JLR** (Jaguar Land Rover), suite à leurs rachats respectifs par des constructeurs étrangers (chinois et indien), ont également regagné des parts de marché comme Mercedes.

Fig. 4: BMW désormais n°2 sur le marché premium, derrière Mercedes



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

4.1. Moins de SUV mais plus de petits véhicules que Mercedes et Audi

4.1.1. Rapidement rattrapé par la concurrence sur le segment SUV

Malgré une présence de BMW sur le segment SUV plus précoce que ses deux concurrents directs Mercedes et Audi, BMW n'a pas réussi à s'installer durablement en tant que leader sur ce marché, qui représente désormais plus de **35%** des volumes premium.

C'est au printemps 2000 que BMW lance sur le marché européen le **X5**, son premier SUV/4X4, profitant ainsi des compétences et du savoir-faire de la marque **Land Rover** suite à son rachat en 1994 (puis revendu à Ford en 2000). A l'époque, le modèle partage d'ailleurs de nombreux éléments avec la Range Rover L322 sortie en 2002.

Ce nouveau modèle rencontre un vif succès, permettant au groupe allemand de se positionner rapidement comme un challenger crédible à Mercedes et son ML (1997). Le groupe a rapidement adapté ensuite sa ligne X à son modèle **Série 3** en lançant le **X3** en 2004, devenant ainsi pionnier sur le segment des SUVs premium « compact ».

Ce n'est qu'en 2008 que Mercedes et Audi se positionnent sur ce segment en lançant respectivement le **GLK** (renommé ensuite GLC) et le **Q5**. Entre 2004 et 2008, BMW était ainsi seul sur ce segment, devenant ainsi la référence de la catégorie. Dès 2008 cependant, l'impact de la nouvelle concurrence se fait rapidement ressentir sur les ventes du X3 alors que les ventes SUVs chez Mercedes et Audi décollent progressivement. La même année, BMW accentue son exposition à ce segment en lançant le **X6**, le premier SUV coupé du marché, construit sur la base d'un X5.

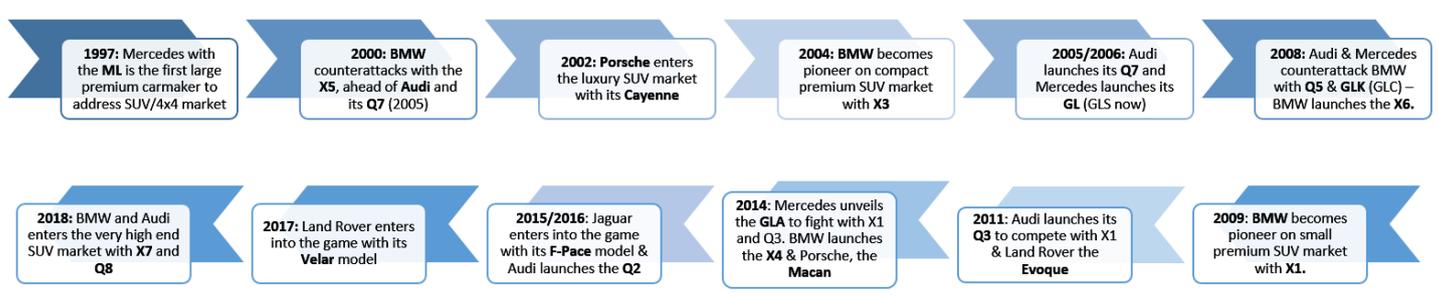
Dès 2009, le groupe se positionne également très en amont de la concurrence dans la catégorie des SUVs très « compact » en commercialisant le **X1**, un SUV plus petit et plus accessible que le X3, destiné ainsi à une clientèle plus jeune.

En 2010, BMW vend ainsi **45%** de SUVs de plus que Mercedes et **55%** de plus qu'Audi, devenant officiellement leader sur ce segment.

Alors que ses deux concurrents n'arrivent sur le segment du **SUV très compact** que sur le tard (2011 pour Audi avec son Q3 et 2014 pour Mercedes avec son GLA), BMW garde une longueur d'avance en commercialisant en 2014, à la suite du succès du X6, une version coupé de son X3, le **X4**. Fin 2014, le constructeur dispose ainsi de **5 modèles de SUVs dans sa gamme**, qui au total contribuent pour plus de **27%** des volumes. Le nombre de modèle proposés par le groupe dans cette catégorie ne va ensuite plus évoluer sur les trois prochaines années.

Entre temps Audi a également complété son catalogue de modèles SUVs (Q2) afin de mieux adresser ce marché très porteur, mettant à mal la part de marché de BMW dans les SUV très compacts. Quant au marché des SUV « premium », il a été progressivement adressé par d'autres constructeurs, venant plus du segment « luxe » que du segment « haut-de-gamme/premium): Porsche a dévoilé le **Macan** en 2014, Jaguar le **F-Pace** et Range Rover le **Velar**.

Fig. 5: Un marché du SUV « premium » de plus en plus compétitif, au détriment de la marque BMW, qui était un pionnier dans ce segment



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

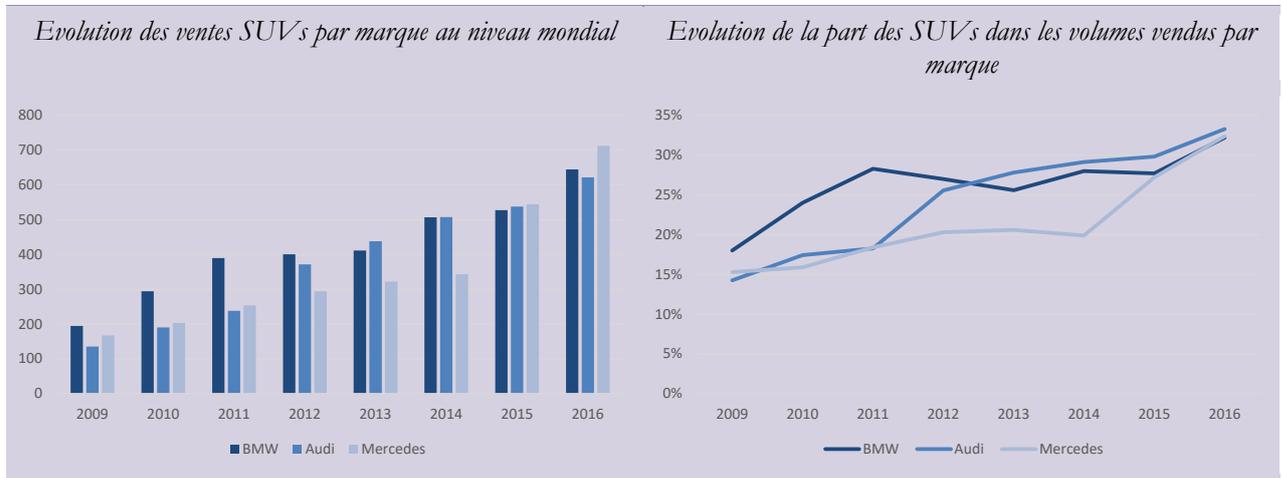
Fig. 6: Un marché du SUV premium très segmenté – modèles disponibles en France

Type of SUV	Model name	Launch date	Latest version	Entry price	Average entry price (with VAT)
SUV XS < 4m30 Urban	Audi Q2	2016	2016	€25 420	€27 340
	Mini Countryman	2010	2017	€26 900	
	Mercedes GLA*	2014	2014	€29 700	
4m30 < SUV S < 4m60	Audi Q3	2011	2011	€30 960	€37 178
	BMW X1	2009	2015	€32 950	
	Jaguar E-Pace	2017	2017	NA	
	Range Rover Evoque	2011	2011	€55 100	
	Mercedes GLA	2014	2014	€29 700	
	Volvo XC40	2018	2018	NA	
SUV S Coupé	BMW X2	2018	2018	NA	NA
	GLA Coupé	2021	2021	NA	
4m60 < SUV M < 4m80	Audi Q5	2008	2016	€48 750	€50 528
	BMW X3	2004	2010	€43 300	
	Jaguar F-Pace	2016	2016	€52 060	
	Range Rover Velar	2017	2017	€57 500	
	Mercedes GLC (ex-GLK)	2008	2016	€45 050	
	Porsche Macan	2014	2014	€58 835	
	Volvo XC60	2008	2017	€48 200	
SUV M Coupé	Audi Q4	2020	2020	NA	€56 225
	BMW X4	2014	2014	€58 850	
	Mercedes GLC Coupé	2016	2016	€53 600	
4,80m < SUV L < 5m	Audi Q7	2005	2015	€62 000	€63 873
	BMW X5	2000	2013	€71 950	
	Land Rover Discovery	1989	2017	€50 900	
	Range Rover Sport	2005	2013	€63 300	
	Mercedes GLE (ex-ML)	1997	2015	€63 350	
	Porsche Cayenne	2002	2010	€73 610	
SUV L Coupé	Volvo XC90	2002	2015	€62 000	€73 500
	BMW X6	2008	2014	€75 700	
SUV XL > 5m	GLE coupé	2015	2015	€71 300	€88 000
	Audi Q8	2018	2018	NA	
	BMW X7	2018	2018	NA	
	Mercedes GLS (ex-GL)	2006	2016	€88 000	

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

Sur le marché des SUVs premium, le groupe est désormais numéro deux derrière Mercedes avec un peu plus de 35% de pdm contre environ 47% en 2009.

Fig. 7: Sur le segment SUV, la marque BMW est également n°2

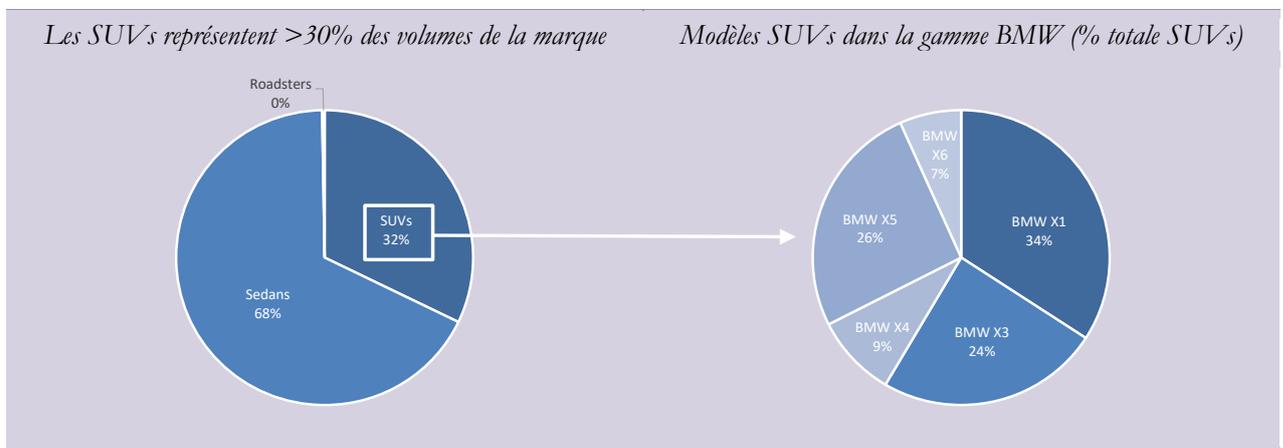


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Les prochains lancements en 2018 du **X2**, destiné à adresser le marché pour l'instant inexistant du SUV « compact coupé » (pas de concurrence avant 2021 et la sortie chez Mercedes du GLA coupé), et du **X7** sur le marché des SUVs très haut-de-gamme (Q8, GLS et Escalade), pourraient soutenir à moyen terme la croissance des volumes de la marque.

A très court terme par contre, la marque BMW pourrait être pénalisée par son absence du segment des SUV XS (SUV urbain) ainsi que par la relative ancienneté de sa gamme par rapport à la concurrence (>2014 pour Audi, >2015 pour Mercedes et 2013 pour BMW en moyenne) notamment sur les segments où les modèles X3 et X5 sont présents. Les versions de ces deux modèles sont actuellement les plus anciennes de la gamme BMW et pèsent pour >15% des volumes de la marque. **Leurs renouvellements se feront respectivement fin 2017 et courant 2018.**

Fig. 8: Une dépendance désormais importante aux petits SUVs X1 et X3



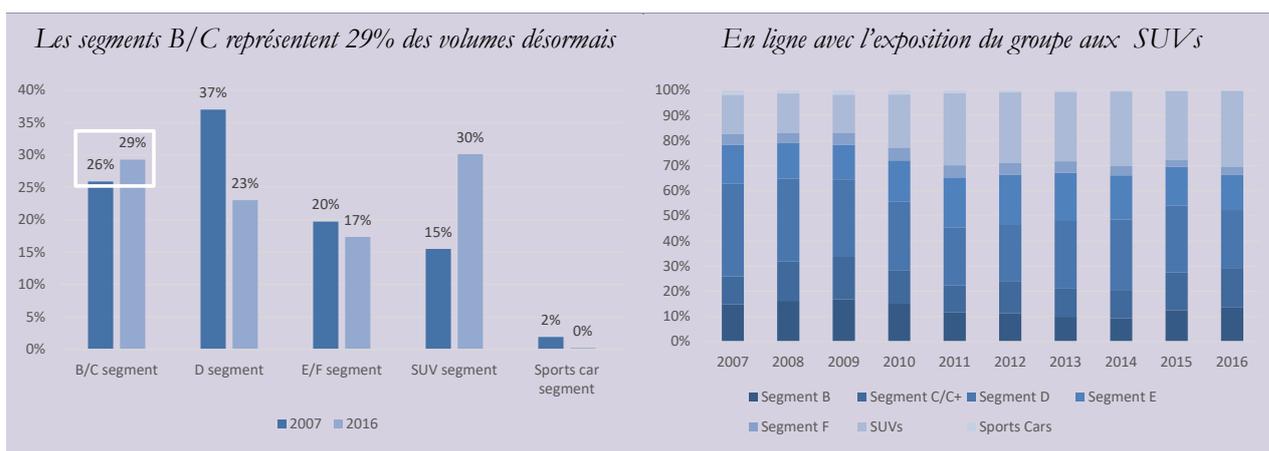
Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

4.1.2. Une exposition grandissante vers les segments B/C

Le gain de part de marché du segment « premium » vis-à-vis du marché automobile mondial observé ces dernières années, s'explique en partie par l'élargissement de l'offre « produits » venant des constructeurs « premium » vers les segments B et C, segments autrefois exclusivement adressés par les constructeurs généralistes. En Europe, cet effet est encore plus exacerbé qu'ailleurs, avec la montée en puissance du leasing et des locations LDD/LOA, qui permettent à une classe de la population moins aisée d'accéder également à des véhicules « premium ».

Le groupe BMW, comme les autres constructeurs du segment, a donc naturellement étendu son exposition directe à catégories de véhicules, avec la commercialisation de la **Série 1** et de la **Série 2** mais également avec le lancement des modèles **X1** et **X2**. Cet accroissement de la gamme a logiquement permis au groupe d'accroître ses ventes sur les dernières années, notamment aussi à travers sa marque Mini qui représente désormais >15% de ses volumes. Ainsi, alors que les segments B et C ne représentaient que 26% des ventes du groupe en 2007, ils contribuent désormais pour 29%, permettant au groupe de conserver sa position de leader sur ce segment.

Fig. 9: Plus de véhicules de segments B/C pour moins de D/E/F



Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Cependant comme indiqué précédemment, sur la même période, BMW a perdu sa position de n°1 sur le segment SUV, segment qui a le plus augmenté dernières années (TCAM de >17% sur 2007-16 contre +7/8% pour le marché premium et 6/7 pour le segment B/C premium).

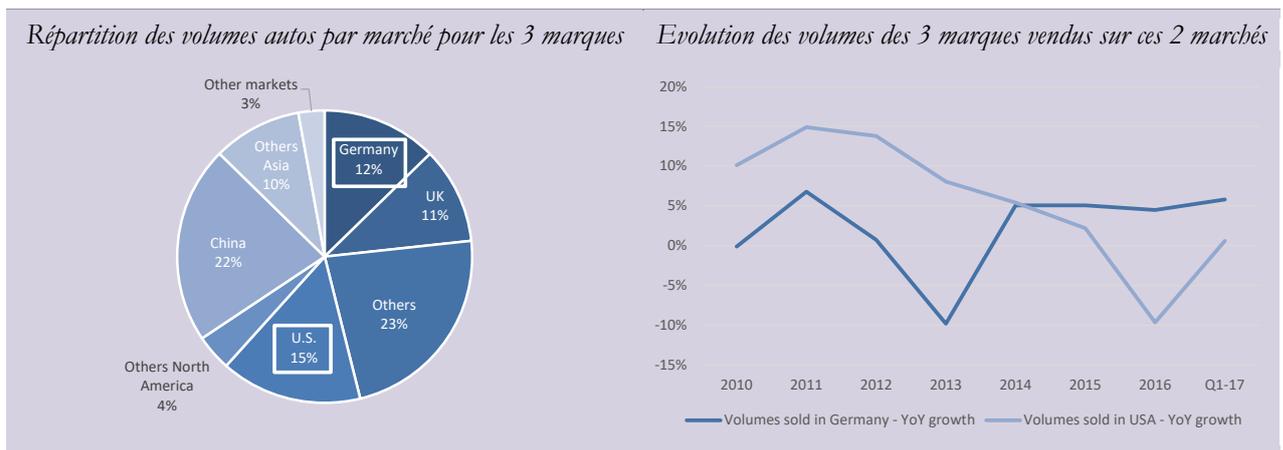
Au final ce choix stratégique a permis au groupe de renforcer sa part de marché dans certains pays européens comme la **France, l'Espagne ou l'Italie**, là où le taux de pénétration du segment B/C est naturellement élevé, au contraire de pays comme la Chine, les États-Unis ou l'Allemagne.

4.2. Au détriment de la part de marché sur deux de ses premiers marchés

La revue stratégique de Mercedes avec la refonte de sa « nomenclature produits » et de son accélération en Chine, combinées à l'arrivée de nouveaux concurrents sur le marché des SUVs « premium », expliquent en grande partie le ralentissement de la croissance des volumes de BMW ces dernières années. Le manque d'originalité des designers BMW lors des phases de re-stylages des modèles, contraint notamment par un taux de fidélité élevé (51% contre 44% pour Mercedes), a également limité le potentiel de nouveaux clients. C'est aux **États-Unis** et en **Allemagne** que l'évolution a été la plus frappante, notamment sur les quatre dernières années.

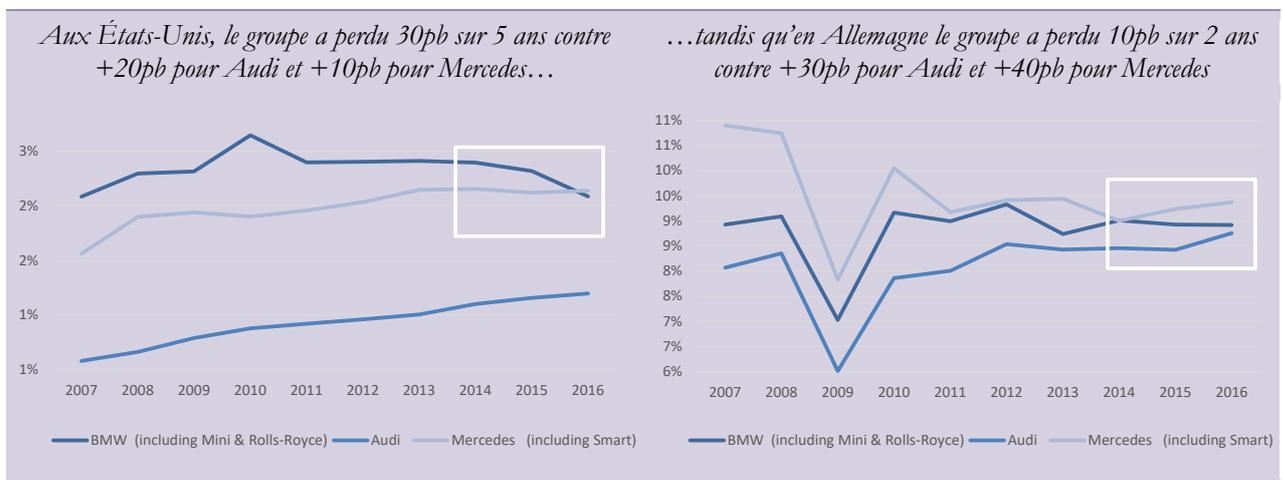
Pour rappel, ces deux marchés représentent respectivement **21%** et **3,9%** du marché automobile mondial, mais **15,5%** et **12,6%** des volumes vendus par le groupe. C'est deux pays sont ainsi avec la Chine, les trois plus importants débouchés des marques du groupe BMW, à savoir **BMW, Mini et Rolls-Royce**.

Fig. 10: Les États-Unis et l'Allemagne, des marchés importants pour BMW...



Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 11: ...même si celui-ci perd de la vitesse depuis quelques années



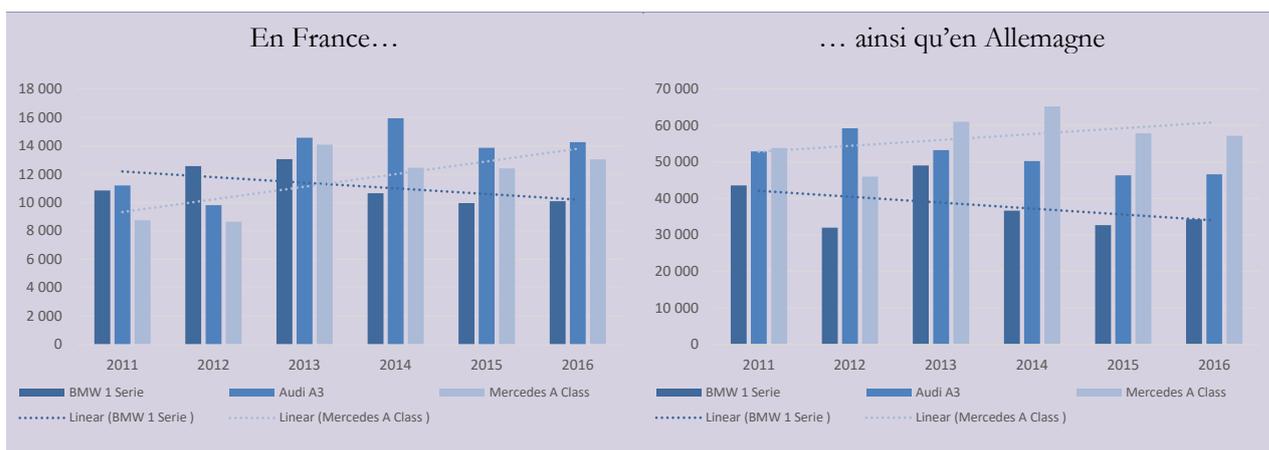
Source: Company Data; VDA; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur ces deux marchés, on observe clairement une baisse de la part de marché du groupe BMW, au profit principalement d'Audi.

Sur le marché allemand, la marque « premium » du constructeur VW est même sur le point de dépasser le groupe BMW, alors même que les volumes de celui-ci intègrent ceux de Mini. Mercedes (avec Smart), a également su ces dernières années, tirer profit du lancement de nouveaux modèles plus dynamiques, permettant ainsi au groupe d'attirer une clientèle plus jeune.

Le lancement en 2013 de sa nouvelle **Classe A**, modèle qui abandonne la carrosserie monocorps typée monospace pour une carrosserie bicorps, plus en phase avec les Audi A3 et les BMW Série 1, ses rivales directes, a ainsi eu un impact conséquent sur les ventes de BMW, notamment en Europe où ce segment est le plus plébiscité. En France par exemple, où le groupe BMW détient une part de marché de **3,6%** (contre 3,8% pour Mercedes et 2,8% pour Audi), on peut clairement observer dès 2013-14 un regain de part de marché de Mercedes au détriment de BMW sur ce segment B.

Fig. 12: La nouvelle Classe A a clairement contribué à la baisse de pdm de BMW sur le segment B en Europe



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

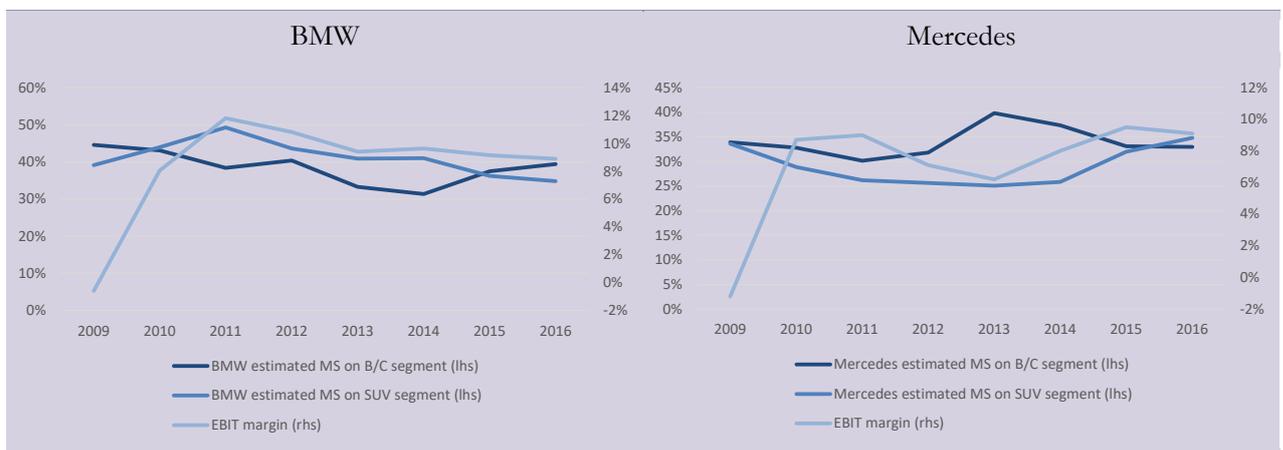
Après avoir été pionnier dans la segmentation du marché “premium” en développant le SUV compact (X5) et le SUV coupé (X6), ce qui lui a permis de devenir rapidement numéro du segment global haut-de-gamme, BMW n’a pas réussi à réellement s’adapter à une nouvelle clientèle plus jeune et plus dynamique, au contraire de Mercedes. Les différents renouvellements « produits » attendus à court/moyen terme, devraient permettre au groupe allemand de bénéficier d’une dynamique plus positive (X2, X7 et Série 8 en 2018) que sur les dernières années, même si nous n’anticipons pas un rebond significatif de la part de marché du groupe en Europe et aux États-Unis.

4.3. Au détriment du CA et de la marge ?

L'effet mix-produit que nous venons d'analyser, a eu forcément un impact sur l'évolution du chiffre d'affaires du groupe mais également sur sa marge, étant donné que celle-ci est traditionnellement plus élevée sur les SUVs et sur les modèles de segment D et E que sur les petits segments (A, B, C).

Pour rappel, le groupe a d'un côté bénéficié de la montée en puissance des SUVs dans sa gamme, au profit du chiffre d'affaire et de la marge, mais a également souffert d'une pression sur son prix moyen de vente et sur cette même marge avec l'augmentation des volumes sur les segments B et C. Au final, sur la période, seuls BMW et Mercedes ont réussi à faire croître le CA moyen par véhicule grâce à un effet mix favorable, tout en maintenant des marges opérationnelles sur le segment automobile très proche de la fourchette haute du secteur (8-9%). Daimler, à travers Mercedes est le constructeur qui a le mieux performé, grâce notamment à un regain important de part de marché sur le segment SUV, et grâce à une réduction de son exposition aux segment B/C, au contraire de BMW.

Fig. 13: Plus de SUVs et moins de B/C segments pour plus de marge ?



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

Les lancements en 2018 des SUVs X2 et X8 devraient logiquement impacter positivement la part de marché du groupe aux Etats-Unis et en Chine tout en impactant favorablement à moyen terme la marge opérationnelle du groupe. Nous sommes plutôt positifs quant aux succès de ses deux nouveaux modèles, mais avons des doutes dans la capacité du groupe à se rapprocher durablement du niveau de 10% comme Mercedes.

Dans notre modèle, nous modélisons une marge opérationnelle moyenne sur le segment automobile de 8,7% contre >9,5% pour Mercedes sur la période 2017-2026.

4.4. Bientôt bon dernier en Chine ?

Avec plus de **517 000 véhicules** vendus l'année dernière, la Chine est le premier marché du groupe, représentant **22%** de ses volumes globaux, contre seulement **7%** en 2009. BMW vient même d'y investir avec son partenaire chinois Brilliance, plus de **€1Mds** afin d'accroître la capacité de production de son usine principale de Dadong, à plus de **450 000 véhicules par an** (capacités réparties sur deux sites : Dadong ouvert en 2004 et Tiexi ouvert en 2012).

Les autorités obligeant les constructeurs étrangers désirant produire en Chine à signer des partenariats industriels avec des constructeurs locaux (JV 50/50), BMW, comme ses concurrents, n'est exposé financièrement à la Chine qu'à travers la consolidation de **50,5%** de RNPG de sa JV avec Brilliance et qu'à travers les dividendes distribués chaque année (Brilliance détient 40% et la municipalité de Shenyang détient 9,5%).

Alors qu'en 2010 la Chine ne représentait que **3%** du résultat net de BMW, elle contribue désormais pour **8-9%**. C'est à comparer à **9-10%** pour Audi et à **7-8%** pour le groupe Daimler.

La montée en puissance de Mercedes, qui rattrape son retard vis-à-vis des deux autres constructeurs allemands (Audi est présent en Chine grâce à VW depuis 1996, BMW est avec Brilliance depuis 2003 tandis que Mercedes et BAIC le sont depuis 2006) suite à une revue stratégique dans le pays, pourrait clairement peser sur le potentiel de croissance de BMW à moyen terme. La contribution de BMW-Brilliance sur le résultat du constructeur pourrait potentiellement en pâtir à moyen terme.

4.4.1. De nouveaux modèles à la rescousse...

Outre l'augmentation des capacités, les travaux dans l'usine ont permis d'adapter le site à la production de véhicules électriques. BMW a toutefois souligné qu'il était pour l'instant trop tôt pour décider si des modèles électriques spécifiquement conçus pour le marché chinois seraient produits. Pour l'instant, l'électrification de sa gamme en Chine se fait progressivement et surtout se fait à travers une marque dédiée, **Zinoro**, marque qui est née de son partenariat avec Brilliance. A ce jour il n'existe qu'un seul modèle 100% électrique (en vente depuis 2014), le **Zinoro E1**, une copie du BMW X1, mais en version électrique (moteur électrique tiré de la BMW i3). Les volumes de ventes restent à ce jour très limités, l'objectif initial du constructeur étant d'éduquer les consommateurs chinois au segment électrique premium alors qu'il est plutôt habitué à un segment électrique bas de gamme (prix du E1 >2x plus cher qu'un SUV électrique de marque chinoise bas de gamme).

Depuis le lancement du **modèle E1**, BMW-Brilliance a dévoilé et commencé à commercialiser deux véhicules hybrides, un sous la marque BMW et un sous la marque Zinoro. La BMW **Série 530 PHEV** a ainsi été lancée en Janvier 2015 tandis que le modèle **Zinoro 60H PHEV** a lui vu le jour en Mars 2017. Les ventes sont à ce jour encore très limitées, les consommateurs chinois privilégiant encore les marques locales proposant des véhicules à bas coûts au détriment des modèles étrangers importés ou des modèles produits par les JV. Sur l'année 2016, la BMW Série 530 PHEV n'a ainsi été vendu qu'à 433 clients (37eme place dans le classement des modèles électriques/PHEV vendus en Chine) contre plus de 31 400 pour le premier modèle du classement. Les contraintes gouvernementales pour développer ce type de véhicule devraient potentiellement favoriser la demande locale sur le moyen/long terme, mais à court terme pénaliseront les constructeurs peu présents sur ces nouveaux segments. La stratégie de BMW va donc d'après nous dans ce sens même si celle-ci nous semble timide au regard de l'avance du groupe dans le domaine de l'électrique. Nous avons des difficultés à comprendre pourquoi la BMW i3 n'est toujours pas disponible en Chine (importées avec 25% de taxes comme pour Tesla et ses modèles S et X).

En plus d'essayer de développer une expertise en Chine sur l'électrique et l'hybride, le constructeur y produit actuellement grâce à Brilliance, la **Série 1**, le **Série 2 Active Tourer**, les **Série 3 et 5** soit **25%** de son portefeuille produits actuel (16 modèles). Il y ajoutera dès 2018 la production du prochain **X3** sur le site de Dadong 1 en plus des usines de Spartanburg en Caroline du Sud et Rosslyn en Afrique du Sud dans lesquelles le SUV est déjà produit. Le nouveau **X7** sera sûrement importé directement des États-Unis.

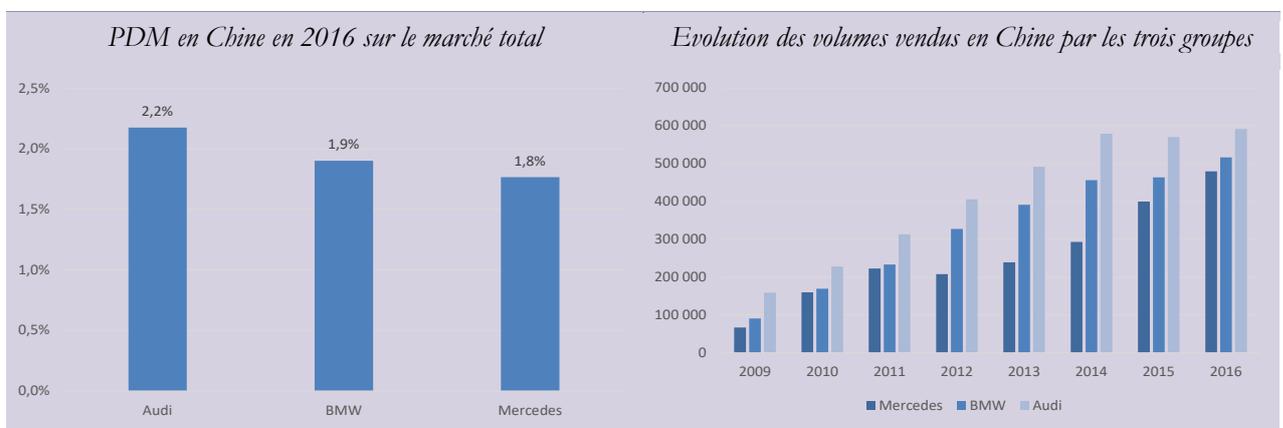
Grâce à cette adaptation de son site de production principal, BMW devrait ainsi renforcer sa position sur le segment porteur des SUV en Chine, tout en se donnant la possibilité, à terme, d'exporter une partie de sa production vers l'Europe et les États-Unis, ce que fait déjà son concurrent Volvo suite à son rachat par le constructeur chinois Geely. Le constructeur allemand vient d'ailleurs (mai 2017) de recevoir l'autorisation des autorités chinoises d'exporter en dehors de Chine une partie de sa production effectuée avec Brilliance.

D'après nous, réduire la production en Europe et aux États-Unis des plus petits modèles de la plateforme UKL1 (Série 2 Active Tourer, X1, Série 1...), au profit de sites de production chinois, plus profitables notamment sur cette catégorie de véhicules, pourrait permettre à BMW d'accroître sa marge nette de **50pb**. A court terme cependant, BMW n'importera pas modèles chinois sur ces deux marchés historiques, la production locale étant absorbée par la forte demande chinoise. Seules des augmentations de capacités supplémentaires pourront permettre au groupe d'adresser à partir de la Chine, plusieurs marchés à la fois.

4.4.2. ...suffisant pour contrecarrer le rattrapage de Mercedes ?

Le retard de Mercedes en Chine semble progressivement s'estomper, le groupe publiant des croissances de ses volumes **2 à 3x** supérieures à celles d'Audi et BMW depuis quelques trimestres alors que la croissance du marché du premium en Chine sur les dernières années s'est fortement ralentie. Ce revirement de la part du numéro 3 s'explique en grande partie par une refonte de sa stratégie dans le pays et par l'ouverture d'un nombre important de nouvelles concessions. Le groupe peut désormais compter sur une forte présence locale : de **166** concessions en 2010, son réseau passe à plus de **500** en 2016, dépassant ainsi celui du n°1 Audi qui est présent sur ce marché depuis 1989.

Fig. 14: Mercedes est sur le point de dépasser BMW en Chine aussi



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

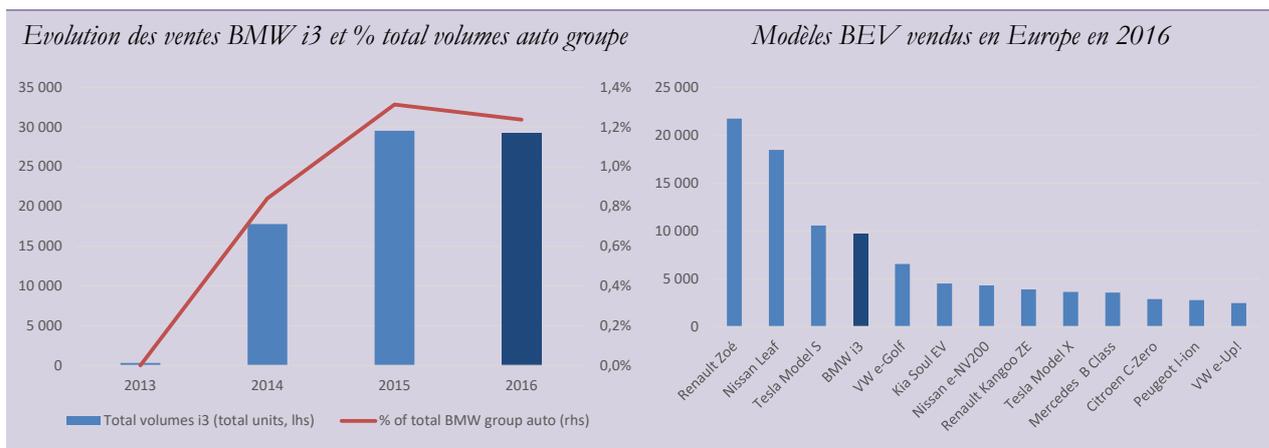
Sa stratégie de développer des véhicules électriques locaux avec BYD et BAIC devrait clairement contribuer au dépassement de BMW à terme sur ce marché, malgré les différentsancements programmés par ce dernier.

5. Un groupe en avance dans l'électrique, mais plus pour très longtemps

5.1. Un des leaders en Europe avec la BMW i3

L'année dernière, BMW a vendu un peu plus de **29 200 BMW i3**, représentant **1,4%** du volume total vendu sous la marque BMW et **1,2%** du volume total vendu par le groupe sous ses trois marques (*BMW, Mini & Rolls-Royce*). Bien qu'à première vue le volume semble faible, la part vendue en Europe (*environ un tiers*) par le groupe positionne BMW à la quatrième place des meilleures ventes avec **10% de part de marché**, derrière la **Renault Zoé**, la **Nissan Leaf** et la **Tesla Model S** mais devant l'e-Golf de VW et la **Kia Soul EV**. **Mercedes** reste pour l'instant loin derrière avec sa Classe B en version électrique. Le constructeur a d'ailleurs récemment indiqué mettre fin à sa commercialisation dès le T3-17 malgré un demande croissance ces dernières années. Audi ne dispose pas encore de véhicule 100% électrique en commercialisation. Au niveau mondial, en cumulé depuis 2011, la i3 est même en troisième position avec **60 000 véhicules vendus**, devant la Zoé.

Fig. 15: Avec son modèle i3 BMW reste dans la course en Europe, contrairement à Mercedes et Audi, mais cette avancée pourrait être de courte durée



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

BMW i3 2017

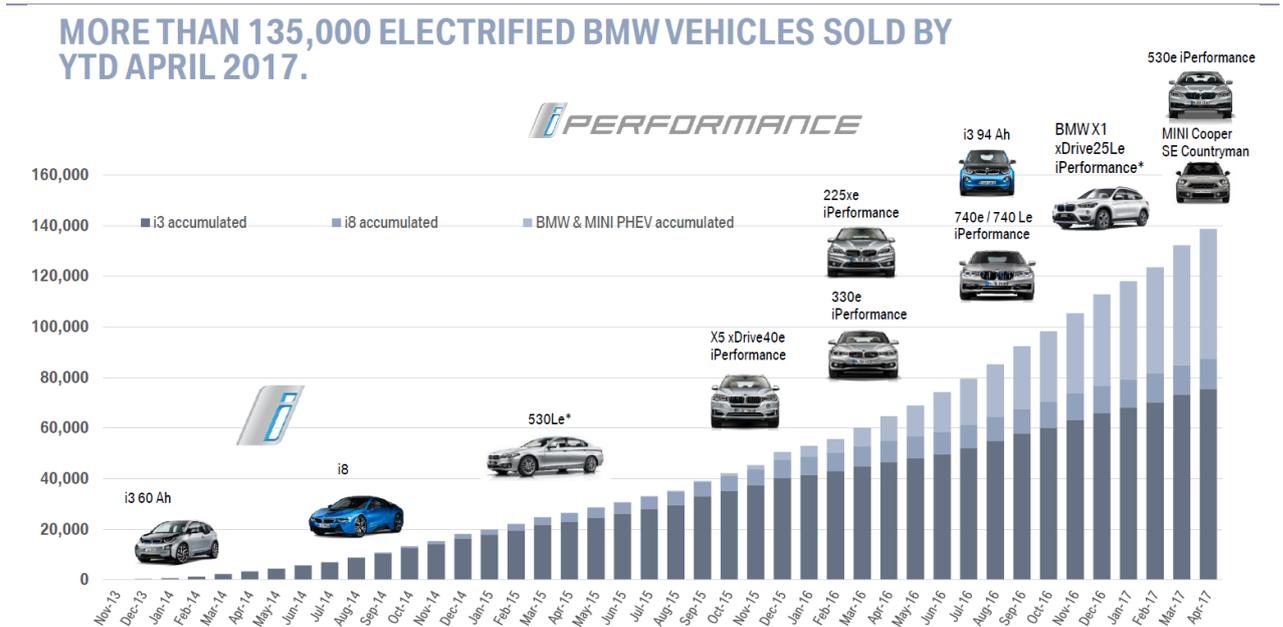


Même si aujourd'hui le marché du véhicule électrique reste très limité par sa taille en volume et en valeur (*moins de 1% des nouvelles immatriculations et moins de 0,2% du parc automobile mondial*), il apparaît évident, au regard des évolutions réglementaires et de la baisse attendue du coût des batteries (*division par deux attendue d'ici 2021/22*), que le marché sera porteur dans les années à venir. L'avance du groupe sur ce marché par rapport à ses concurrents « premium » s'explique principalement par le lancement en 2013 de la **BMW i3**, premier véhicule **100% électrique de la gamme « i »** chez BMW mais également du groupe BMW. Ce modèle conçu spécifiquement pour adresser le marché de l'électrique a nécessité plus de **€600m d'investissements** de la part du groupe car il bénéficie d'une plateforme spécifique sur le site de **Leipzig** (*BMW Série 1/2/i3/i8*), et car il intègre des composants en matière plastique renforcée avec de la fibre de carbone. Le choix du groupe, comme Tesla, de créer un modèle **100%** électrique à partir d'une feuille blanche, a notamment permis de réduire de **50%** le temps de production par rapport au modèle **Série 3** tout en réduisant de plus de **30%** le nombre de composants nécessaire. Ce succès

industriel fut également un succès commercial puisque le modèle fut plusieurs fois nommé meilleur véhicule électrique du monde.

Au total depuis son lancement le groupe a vendu >75 000 BMW i3 permettant au modèle de rentrer dans le Top 3 des meilleures ventes de véhicules électrique.

Fig. 16: BMW a rencontré le succès dans l'électrification d'une partie de sa gamme depuis 2013



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

La nouvelle version 2017 équipée de batteries **33kWh** (contre 22kWh) devrait permettre au groupe de maintenir sa part de marché sur 2017 et potentiellement sur 2018, malgré un prix qui reste encore élevé (€37 300 avant les aides gouvernementales en France). Une version équipée d'un générateur thermique (« REX extender ») permettant de parcourir **70-80km supplémentaires** grâce à un **réservoir de 9 litres** alimentant un petit moteur essence bicylindre (qui sert à alimenter la batterie et non à mouvoir la voiture directement) est également désormais disponible pour **€4 550** de plus, même si le moteur reste relativement peu puissant (25kW contre 125kW délivré par le moteur électrique). Ce véhicule BMW est donc parfait pour les déplacements journaliers en centre-ville, marché qui devrait logiquement continuer à se développer dans les années à venir du fait de l'accroissement de contraintes réglementaires pour circuler en ville avec des motorisations polluantes/diesel.

La présence du groupe sur ce segment avant ses concurrents a également permis à BMW d'attirer de nouveaux clients dans ces concessions grâce à son image avant-gardiste et innovante. En effet plus de **80% des acheteurs** d'une **BMW i3** achetaient une BMW pour la première fois.

5.2. L'avenir à court terme semble cependant plus incertain

Mini BEV 2019



BMW X3 BEV 2020



BMW iNext 2021



Alors que le groupe dispose encore aujourd'hui d'une position dominante sur le marché de l'électrique (sur le segment « premium » notamment), même si sa présence en Chine reste très anecdotique alors que ce marché est désormais le premier marché mondial, **le manque d'ambition du groupe à moyen terme dans ce domaine nous paraît problématique**. La montée en puissance progressive de Tesla avec le lancement du **Model 3**, combinée au revirement stratégique du groupe VW (à travers ses marques VW et Audi notamment) impliquant un large déploiement de véhicules électriques d'ici **2020-22**, devrait d'après nous progressivement peser sur la part de marché de BMW dans l'électrique en Europe et aux Etats-Unis. Alors que certains constructeurs ambitionnent de commercialiser des dizaines de véhicules électriques dès 2020-22, BMW ne se contente pour l'instant que d'accroître légèrement son offre produit dans ce domaine, à court terme, avec la transformation d'un **modèle Mini** et d'un **SUV BMW X3** disponibles actuellement en motorisation thermique, en véhicules **100% électriques** d'ici 2019 et 2020 respectivement, avant de lancer en 2021 le **iNext**, un véhicule 100% électrique de taille intermédiaire entre l'**i3** et l'**i8** (modèle hybride) équipés d'option d'aide à la conduite très avancés. Seul l'**iNext** parmi ces trois nouveaux modèles, sera construite sur une nouvelle base comme pour l'**i3**, impliquant des réductions évidentes de coûts de production par rapport aux autres modèles du groupe.

Pour 2025, le groupe ambitionne d'avoir **25 modèles électrifiés** dans sa gamme, la moitié en PHEV et l'autre moitié en tout électrique, impliquant seulement **12 modèles « 100% électrique »** sur ces deux marques. Or, en face, Daimler prévoit de commercialiser d'ici **2022**, soit trois ans avant BMW, **10 modèles « 100% électrique »** grâce au déploiement d'une nouvelle marque dédié à ce segment (EQ). BMW devrait ainsi progressivement perdre son avance sur le segment B électrique alors dominé par son modèle i3. Le groupe ambitionne aussi donc de développer **12-13 modèles hybrides** à terme afin de respecter les futures normes d'émissions CO2.

Or BMW, qui a comme Renault a préféré durant les dernières années se focaliser sur l'électrique, ne dispose pas de la même avance sur l'hybride rechargeable que sur l'électrique vis-à-vis de ses concurrents direct **Audi, Mercedes** et **Volvo**. Seul Audi est en retard sur ce segment tandis que Mercedes dispose d'une offre produit complète et supérieure à celle de BMW.

Fig. 17: Nombre de modèles BEV et PHEV actuellement disponibles chez les concessionnaires Tesla, Mercedes, BWM, Volvo et Audi

	BEV	PHEV	Total	Total models	% BEV	% PHEV	% Clean
Tesla	2	0	2	2	100,0%	0,0%	100,0%
Mercedes	1	6	7	16	6,3%	37,5%	43,8%
BMW	2	5	7	17	11,8%	29,4%	41,2%
Volvo	0	2	2	11	0,0%	18,2%	18,2%
Audi	0	2	2	13	0,0%	15,4%	15,4%

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

La position dominante de BMW dans l'électrification du véhicule, devrait d'après nous, être mis à mal par Mercedes sur les segments hybrides et électriques dans les années à venir, suite au virement stratégique amorcé récemment par ce dernier.

En retard par rapport à BMW dans le domaine de l'électrification de sa gamme de produits et sous pression pour respecter les normes antipollution (le groupe n'arrivant plus à faire chuter la moyenne de ses émissions de CO2 depuis 2015), le désormais premier constructeur premium mondial a écourté de 3 ans son objectif de développement de véhicules électriques.

Alors qu'il avait pour ambition fin 2016 de commercialiser **10 véhicules 100% électrique** (dont 8 sous la marque Mercedes et 2 sous la marque Smart), et de générer **20-25%** de ses ventes en 2025 dans l'électrique et **50%** en intégrant les véhicules hybrides, le groupe Daimler en effet réduit en début d'année 2017 de 3 ans son objectif de sortir 10 nouveaux modèles à **2022** (en gardant inchangé les autres objectifs), devenant ainsi le constructeur premium le plus ambitieux dans ce domaine.

Le premier modèle devrait être commercialisé dès 2019 et devrait ressembler au concept car **SUV EQC** dévoilé par le groupe en Septembre 2016 lors du Salon de l'automobile à Paris. Ce modèle, qui devrait être en concurrence directe avec le **Model X de Tesla**, l'**Audi e-tron Quattro (PHEV)** et le **Jaguar I-Pace**, sera le premier véhicule électrique de la marque basé sur une nouvelle architecture, contrairement à la Classe B 250 e de 2014 qui reprenait l'architecture de la Classe B et qui était équipée d'un moteur électrique *made in* Tesla. Le groupe a également dévoilé en Septembre 2017 à Francfort un concept car **EQA**, version électrique de sa Classe A. De la même manière que BMW avec son modèle i3, Mercedes travaille désormais donc sur le segment EQ, la nouvelle marque électrique, en partant d'une page blanche, à la seule différence près que les modèles EQ seront produits directement sur une plateforme dédiée au véhicule électrique (baptisée EVA pour Electric Véhicule Architecture) alors que BMW travaille actuellement sur la commercialisation d'une Mini électrique et d'un BMW X3, deux véhicules produits sur la base de leur version thermique.

Fig. 18: La concurrence sur les SUV électriques sera rude sur les trois prochaines années

Mercedes EQC concept-car



Jaguar I-Pace concept-car



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

6. Dans la « Dream Team » pour développer le véhicule autonome

Dans l'industrie automobile, ce qui apporte de la différenciation et de la valeur aux yeux du client ne se partage pas. Pour tout le reste, c'est-à-dire les éléments que le client ne voit pas, partage et collaboration font du sens (R&D, production de moteurs, de boîtes de vitesses...). Dans le domaine du véhicule automatisé, la liste des constructeurs prêts à travailler conjointement avec des équipementiers et des acteurs technologiques égale la liste des constructeurs qui persistent à vouloir se créer une expertise en interne.

6.1. Un groupe pour qui la collaboration est une évidence

BMW fait partie du premier groupe, et dispose même d'une avance par rapport à ses concurrents directs puisque c'est l'un des premiers à avoir compris que pour gagner en expertise et ainsi être le premier constructeur à sortir un véhicule technologiquement avancé, il fallait développer des collaborations/partenariats avec d'autres acteurs plus compétents dans leurs domaines d'expertise respectifs.

C'est en juillet 2016 que le constructeur allemand a annoncé avoir créé un partenariat avec **Intel** et **Mobileye** afin de déployer un modèle de coopération commun dans le domaine du véhicule autonome, pour fournir et adapter les solutions à l'ensemble des constructeurs automobiles. Cette collaboration se base donc sur un modèle de plateforme non exclusif, impliquant que l'alliance reste ouverte à d'autres partenaires. Intel est en charge des communications vers les serveurs de donnée et les infrastructures routières, ainsi que du développement de l'intelligence artificielle, tandis que Mobileye fournit la solution logicielle et développe les algorithmes permettant d'analyser et d'interpréter toutes les données renvoyées par les capteurs de la voiture : **caméras, radars, lidar, etc.**

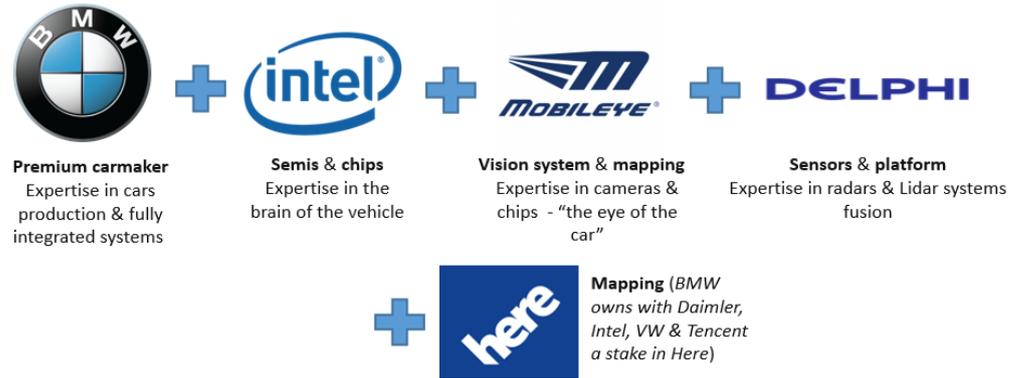
En mai 2017 **Delphi** intègre cette alliance, afin d'apporter son expertise dans les composants électroniques. Pour rappel l'équipementier américain était déjà partenaire d'Intel et de Mobileye dans ce domaine. Un des rôles clés de celui-ci consistera à intégrer la solution fournie par les trois autres partenaires dans l'architecture véhicule des constructeurs automobiles, futurs potentiels clients des quatre acteurs. Delphi pourrait également fournir des composants nécessaires tels que des capteurs ainsi que des solutions de personnalisation et des applications spécifiques pour permettre la différenciation vis-à-vis des concurrents.

La société de cartographie **Here** (anciennement propriété de Nokia), désormais spécialisée dans l'industrie automobile et qui appartient depuis 2015 entre autres à **Daimler, BMW, VW** et **Intel**, fait également partie intégrante de l'alliance, permettant ainsi à BMW de rivaliser directement avec Google et Apple qui disposent déjà de leurs propres services de cartographie. Pour rappel, ces deux groupes sont très actifs dans la course au véhicule autonome, notamment dans le développement de logiciels et plateformes permettant à la voiture d'être plus intelligente.

A travers cette alliance, BMW nous semble ainsi être le constructeur haut-de-gamme le mieux à même de se créer une expertise dans ce domaine.

Le groupe **Daimler**, qui a récemment annoncé avoir signé un partenariat avec l'équipementier **Bosch** (2017) mais également avec **Uber** (2017) semble avoir mis du temps à se décider de partager ses compétences avec d'autres acteurs, tandis qu'Audi ne travaille sur ce domaine principalement qu'avec **Nvidia**.

Fig. 19: La « dream team » dans le domaine du véhicule automatisé ?



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

Dans le cadre de cette alliance, le groupe projette sur le second semestre 2017 de déployer **quarante prototypes BMW Série 7** dotées de conduite semi-autonome très avancées, en Europe et aux Etats Unis, à des fins de tests à grandes échelle. Ces véhicules seront équipés de la nouvelle solution **Intel Go** conçue pour l'industrie automobile et du système de computer vision **EyeQ5** de MobilEye, permettant de créer un système de détection de l'environnement proche à 360 degrés grâce à des caméras, des radars et des capteurs Lidar.

Fig. 20: La BMW Série 7 est le modèle de référence du groupe dans ce domaine

BMW Série 7 – Prototype au CES 2017



Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

6.2. Des objectifs trop ambitieux ?

L'objectif officiel de BMW (et non de l'alliance BMW-Intel-Mobileye-Delphi-Here) est de produire des véhicules en série, **capables d'ici 2021, de rouler en totale autonomie** (niveau 5 dans la nomenclature officielle) alors que la plupart des autres constructeurs ambitionnent de sortir d'ici 2020 un véhicule autonome de **niveau 3-4**. La communication des différents constructeurs/acteurs technologiques/équipementiers automobiles restant plutôt évasive à ce stade, il nous paraît compliqué de précisément répertorier « entreprises par entreprises » qui prévoit de déployer quel type de véhicule et quand. Seuls quelques grands noms comme BMW ont annoncé vouloir commercialiser un modèle aussi avancé que le niveau 5 d'ici 2021.

Fig. 21: Un groupe plus optimiste que ses concurrents



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

En plus des ingénieurs et experts dédiés aux travaux de recherches au sein de l'alliance avec les autres partenaires, BMW peut se reposer actuellement sur **600 salariés en interne** qui travaillent exclusivement dans ce domaine (soit environ 5% des effectifs R&D BMW). Le groupe ambitionne à court terme de recruter 1 400 ingénieurs en plus, tout en construisant un campus flambant neuf à Munich afin d'attirer le plus de talents possibles.

Les ambitions de BMW sont claires : d'ici **2021** le modèle **iNext** doit voir le jour et doit être pionnier dans le domaine de la mobilité électrique et de la mobilité autonome. Pour atteindre cet objectif, BMW devrait pouvoir bénéficier du retour d'expérience en conditions réelles de ses 40 voitures **Série 7** déployées fin 2017 du retour d'expérience de ses derniers modèles **Série 5** et **Série 7** des dernières avancées technologiques BMW dans le domaine de l'aide à la conduite.

Le groupe possède ainsi une certaine avance sur la technologie du véhicule autonome mais reste sous la menace de ses concurrents premiums allemands et américains. **Audi** qui va prochainement sortir son modèle **A8** (fin 2017), annoncé comme **niveau 3 d'automatisation** sera ainsi le premier constructeur à commercialiser un véhicule de série avec un tel niveau d'autonomie, surclassant Tesla et son modèle S. Ce modèle sera d'ailleurs le seul de série à être équipé de lidar, un laser radar jugé par tous comme indispensable pour mesurer les distances avec les objets environnants.

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

BMW iNext 2021



Fig. 22: Malgré la présence de BMW dans l'alliance, c'est Audi qui sort le 1er un modèle de niveau 3

Model	Launch date	Name of the system	Provided by	Level of autonomy	Sensors	Details	Price (€)
Audi A8	Q4-17	Audi AI traffic Jam Pilot	Nvidia	3	13 (5 cameras; 4 ultrasonic sensors; 3 radars; 1 Lidar)	Enabled up to 60km/h	90 600
BMW 7 Series	Q4-15		Intel/Mobileye	2	Stereo camera & 5 radars		86 500
Mercedes E Class	Q2-16	Drive Pilot	Nvidia	2	Cameras & radars		49 200
Mercedes S Class	Q2-17	Drive Pilot	Nvidia	2	24 (12 ultrasonic sensors; 4 short-range radars, 4 wide-angle cameras, 1 far-infrared camera, 1 near-infrared camera, 1 stereo camera, 1 multi-mode radar)		94 900
Tesla Model S	Q2-13	Auto Pilot	Mobileye 2014-2016 Nvidia since 2016	2	21 (12 ultrasound sensors; 8 cameras; 1 radar)		75 000

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

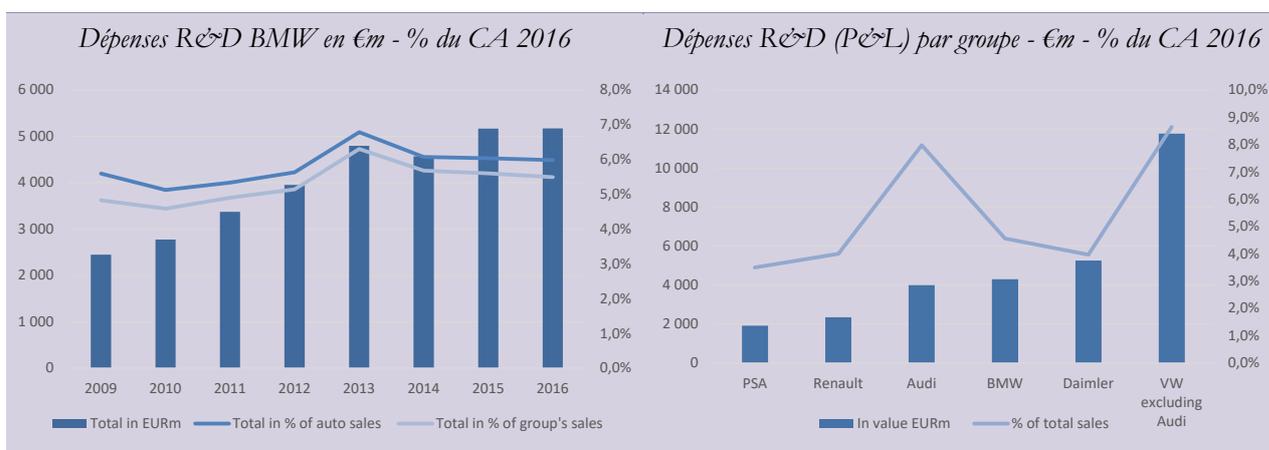
7. Une marge sous pression à court terme

7.1. Encore plus de R&D!

Alors que BMW dépensait en moyenne entre 5 et 5,5% de son CA en R&D, il a récemment indiqué au marché (S1-17) qu'à moyen terme, c'est-à-dire sur la période 2017-19, le ratio serait plus proche désormais de 5,5-6%. Cette légère augmentation ne nous surprend pas, le constructeur devant simultanément investir dans l'électrique, dans le domaine du véhicule automatisé et également dans des motorisations diesels plus propres en lignes avec les futures réglementations.

Bien que le groupe prévoit de partager un niveau important de dépenses de recherche et de développement avec **Intel**, **Mobileye** et **Delphi** dans les prochaines années, le fort besoin interne en nouvelles innovations pour se différencier de la concurrence devrait être pénalisant pour l'amélioration de la marge. L'enveloppe de **€5,1Mds** dépensés (dépenses totales de R&D) par le groupe dans ce domaine (comme Daimler, mais >15% de plus qu'Audi) devraient progressivement se rapprocher de **€6Mds**, faisant du groupe le constructeur européen qui dépense le plus en R&D après le groupe VW.

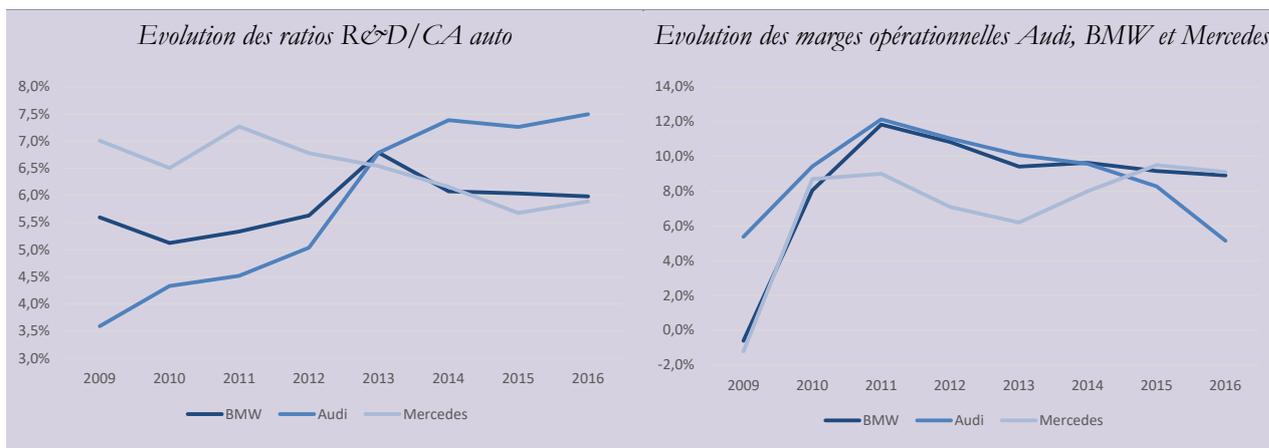
Fig. 23: Le secteur entier se doit d'augmenter les dépenses de R&D pour préparer l'avenir



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

Audi, qui est sur le point de commercialiser son modèle A8 en fin d'année, semble vouloir désormais mieux contrôler ses dépenses en R&D, au profit de sa marge opérationnelle. Alors qu'en 2008/09 le groupe était en retard par rapport à Mercedes et BMW en termes de ratio de dépenses en R&D/CA automobile, dès 2012, suite au recrutement massif d'ingénieurs, les dépenses en R&D ont rapidement explosé, faisant de lui, dans le secteur premium, **un des constructeurs qui dépensait le plus en % de CA**. Cette stratégie a notamment permis au groupe de développer des compétences internes dans le domaine du véhicule automatisé, mais a également pesé sur la croissance de sa marge. Sur 2017/18, le constructeur ambitionne cependant de réduire son ratio de **7,5%** en 2016 à **6-6,5%**. D'après nos estimations, cela devrait permettre au constructeur d'améliorer son résultat opérationnel d'environ 19-29%, et de le faire revenir progressivement vers les 7-8% de marge. **Pour rappel, en 2011-12 Audi générait 11 à 12% de marge opérationnelle.**

Fig. 24: A court terme la marge d'Audi pourrait remonter, au contraire de BMW



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

Alors que Mercedes arrive pour l'instant à maintenir son ratio de dépenses R&D sur CA auto à 5-6% tout en générant des marges proches de 10%, et qu'Audi ambitionne de le réduire afin de faire remonter ses marges à un niveau plus honorable, BMW projette de faire l'inverse afin de mieux capter la croissance futur du marché. A court terme, cette trajectoire pourrait être pénalisante notamment au niveau de la valorisation.

7.2. Une marge aux Etats-Unis attendue en baisse ?

BMW ne communiquant pas le détail de ses marges par région, il nous est difficile aujourd'hui d'évaluer la rentabilité des activités américaines du groupe et son évolution sur les dernières années. Cependant, au vue des récentes performances commerciales du groupe sur ces dernières années, en partie dû au ralentissement du marché automobile américain, mais également à cause d'une gamme de produits vieillissante, nous incite à penser que la rentabilité de l'activité pourrait y être malmenée.

En 2016 le groupe a vendu **367k** véhicules sur ce marché, soit **15%** de ses volumes totaux, contre **406k** en 2015 (18% des volumes) faisant chuter la marge du segment automobile d'environ 30pb. Le marché entrant réellement dans une phase de ralentissement depuis quelques mois, pénalisant tous les constructeurs, premiums comme généralistes, BMW devrait continuer à plus souffrir que les autres. Sur le T2 ses volumes ont même chuté de 8% après avoir été stable sur le T1.

Le groupe pourrait également être pénalisé au niveau de sa captive si ce marché s'effondre plus significativement qu'anticiper sur 2017-18. Pour rappel le continent américain représente **30%** des contrats de financement de BMW Financial Services. Le ralentissement de la nouvelle demande américaine force actuellement les constructeurs à baisser les prix de leurs véhicules neufs au détriment du marché d'occasion, qui lui aussi voit ses prix moyens baisser, mettant sous pression à son tour la valeur résiduelle des véhicules dans les comptes des gestionnaires de flottes ou dans les comptes des constructeurs automobiles.

BMW Financial Services a d'ailleurs récemment indiqué qu'il avait provisionné dans ses comptes un risque de baisse des valeurs résiduelles pour 2017 à cause de la chute des prix sur le marché d'occasion en Europe et en Amérique du Nord (*pas de chute observée en Asie pour l'instant*).

Les profits réalisés sur les contrats de leasing devraient en pâtir sur 2017 notamment ceux réalisés avec des modèles équipés de moteurs diesel. Nous estimons que la rentabilité de l'activité devrait en pâtir sur 2017 au détriment du ratio RoE (21.2% en 2016 et 20.2% en 2015).

7.3. Des *one-offs* à prévoir à court-terme ?

Des coûts de rappel et des discounts à prévoir ?

Le groupe BMW s'est engagé (Aout 2017), comme les autres constructeurs Allemands, à rappeler ses véhicules non-conformes à la réglementation Euro6 dans une tentative de « sauver » la motorisation diesel et d'éviter la mise en place de mesures interdisant ces véhicules dans les centres-villes. Bien que le rappel s'élève à 5,3 millions de véhicules pour un coût total de **€500m**, le groupe ne devrait pas trop être pénalisé puisque seuls 300,000 de ses véhicules sont concernés (contre 900,000 pour Daimler) soit un coût d'environ **€28,3m**.

De plus, BMW se voit dans l'obligation de proposer une prime pouvant aller jusqu'à **€2 000** pour l'achat d'un véhicule neuf en remplacement d'un de ses modèles ne respectant pas les critères Euro6. Au final si 100% des propriétaires touchés décident en même temps de renouveler leur véhicule, cela pourrait bien évidemment impliquer des volumes supplémentaires pour le groupe (positif), mais également un effet prix négatif de l'autre de **5-6%**, le prix moyen d'un modèle BMW HT étant proche de **€37 000**.

Pour rappel, parmi les trois constructeurs premium allemands, BMW est le moins exposé à la crise qui touche la technologie diesel, le groupe ayant moins de **45%** de ses ventes sur cette technologie, contre **>60%** pour Mercedes et **>69%** pour Audi.

Des problèmes de défauts aux Etats-Unis ?

En février dernier, BMW a accepté de payer **€400m**, pour clôturer une action collective visant à dédommager 318 000 propriétaires de BMW Série 5, victimes de fuites d'eau ayant entraîné des dysfonctionnements électriques (soit un coût de \$1 500/voiture). Le groupe n'ayant pas encore indiqué comment ce coût serait répercuté sur ses comptes, nous ne l'avons pas intégré dans le modèle pour l'instant. Sur un résultat opérationnel « groupe » attendu en 2017 à **€10Mds**, cela représenterait un impact de **4%**.

7.4. Des synergies potentielles avec BMW Motorrad ?

7.4.1. Dans l'électrique/hybride

Bien que le segment « BMW Motorrad » ne représente désormais que **2%** du résultat opérationnel du groupe du fait de la forte croissance de l'activité automobile sur les dernières années, il joue un rôle important dans l'ADN du constructeur allemand étant donné qu'il fut à l'origine de la transition entre l'activité principale d'avant-guerre du groupe (*production de moteur d'avions*) et l'activité que l'on connaît d'aujourd'hui.

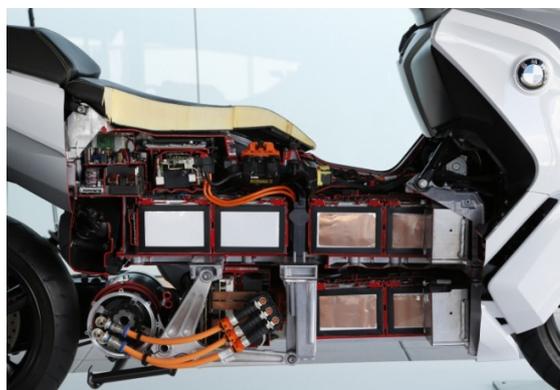
Le groupe est entré sur le marché du deux roues électrique en 2014 avec le lancement du « maxi-scooter » électrique **BMW C Evolution**, version électrique des deux « maxi-scooters » bicylindres **C 600 Sport** et **C 650 GT** apparus en 2012. Ce véhicule dispose d'un moteur électrique développant une puissance maximale de **35 kW**, alimenté par des batteries lithium-ion d'une capacité de 8 kWh. La puissance continue vaut **11 kW (15 ch)**, qui équivaut à celle d'un deux-roues de **125 cm³** ; il est ainsi accessible aux possesseurs du **permis A1** en France malgré une accélération comparable à un deux roues traditionnel plus puissant nécessitant le permis A. Grâce à l'électrique, l'accélération est linéaire et non progressive comme pour un scooter/une moto avec moteur thermique qui est limité par le couple du moteur et par un temps de latence important.

Fig. 25: Un scooter électrique qui partage la même technologie que la BMW i3

BMW Maxi-scooter C Evolution



C Evolution battery pack



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

Une nouvelle version plus performance en terme d'autonomie et de vitesse a également vu le jour au T1-17 en plus du modèle existant de **125 cm³**, le **C-Evolution Long Range**, plus puissant et plus rapide, réservé aux permis A2 et A pour **€15 500** au lieu de **€15 000** pour le modèle **125 cm³**. Sur ce modèle, des partages de savoir-faire et d'équipements avec l'entité **BMW Auto** ont pu être réalisés. Cette nouvelle version du C-Evolution est possible grâce à l'utilisation de nouvelles cellules de batteries d'une capacité de **94 Ah**, au lieu de **60 Ah**, reprises de la dernière évolution intégrée à la **BMW i3**. Grâce à la batterie de **12,5kWh** (à comparer à 33kWh pour la nouvelle i3) l'autonomie réelle est désormais de **160km** contre **100km** avec la version A1.

Très peu d'informations officielles existent sur les volumes C-Evolution vendus par BMW au niveau mondial, rendant l'analyse du succès ou non de ce modèle compliqué. Cependant, sur le seul marché français (troisième plus gros marché pour BMW Motorrad après l'Allemagne et les Etats-Unis) qui

d'après nos estimations représente 40-45% de ventes du modèle, l'allemand est leader incontestable du marché des deux roues électrique avec **500/600 exemplaires vendus par an**.

Cela implique une part de marché de **0,4%** seulement sur le marché moto/scooter mais de **>50%** sur le marché des deux roues électriques.

Nous estimons ainsi que chaque année le groupe écoule en moyenne **1 500/1 700 scooters C-Evolution**, soit un peu plus de **1%** du volume total de deux roues vendues par BMW Motorrad mondialement. C'est à comparer aux **29 280 BMW i3** vendus par le groupe en 2016, soit **1,5%** du total des volumes vendus sous la marque BMW et **1,2%** du total des ventes du groupe BMW (BMW, Mini, Rolls-Royce).

Ce partage de compétences dans le domaine électrique entre les deux entités BMW devrait à notre avis s'accélérer à court terme, d'autant plus si la version boostée du C-Evolution rencontre un réel succès. Le taux d'utilisation de l'usine d'assemblage des « packs batteries » à **Dingolfing** en Allemagne pourrait ainsi être positivement impacté, au profit d'une baisse du coût total de production. Pour rappel le coût de production de la batterie au kWh doit baisser de plus de **60%** à environ **\$90-100** pour que le véhicule électrique devienne compétitif par rapport à un véhicule ICE traditionnel à l'achat (vers 2025-30).

7.4.2. Dans le domaine de la robotisation des véhicules

Les deux entités pourraient également bénéficier de leurs compétences respectives dans le développement de **véhicules semi-autonomes et autonomes**, les deux équipes travaillant actuellement sur cette technologie en interne après que le groupe ait dévoilé quatre prototypes de modèles futuristes pour les 100 ans du groupe en 2016 (BMW Auto, BMW Motorrad, Mini et Rolls-Royce). Alors que le prototype **Vision Next 100** présenté sous la marque BMW ressemblait fortement à la **BMW iNext** tout en mettant l'accent sur la complète autonomie du véhicule (*plus de tableau de bord*), le groupe a également dévoilé un prototype **Vision Next 100** pour sa division Motorrad.

Décrit comme "*la moto du futur*", ce prototype reçoit des fonctionnalités d'autonomie avancées et un système d'auto-équilibre basé sur des gyroscopes, comme ceux utilisés sur les gyropodes de type Segway et autres skate-boards auto-stables. Grâce à une multitude de capteurs développés pour les véhicules autonomes (caméra, sonar, radar...) cette moto atteindrait un niveau de sécurité tellement élevé qu'elle ne nécessiterait plus le port du casque, ni de vêtements de protection adaptés (bottes, pantalons et gants). Prudent, BMW prévient néanmoins que cette Motorrad Vision 100 n'est qu'un concept très futuriste dont la possible fabrication **n'interviendrait pas avant au moins 2030**. Il nous paraît cependant logique de penser que des synergies entre les deux entités soient également possibles dans les années à venir même si d'après nous la composante plaisir liée à la conduite d'une moto, surtout BMW (voir section Motorrad), **limite le potentiel de ce marché**.

**BMW Next Vision 100
Motorrad**



8. BMW – Nos estimations

Fig. 26: BMW – Tableau de résultat - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	76 059	80 401	92 175	94 163	100 260	104 780	109 572	114 659
Change (%)	-1,0%	5,7%	14,6%	2,2%	6,5%	4,5%	4,6%	4,6%
EBITDA	11 816	13 441	14 279	14 384	14 624	15 340	16 196	17 481
% of sales	15,5%	16,7%	15,5%	15,3%	14,6%	14,6%	14,8%	15,2%
Operating margin with restructuring	7 986	9 118	9 593	9 386	9 591	10 012	10 471	10 958
% of sales	10,5%	11,3%	10,4%	10,0%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Change (%)	-3,5%	14,2%	5,2%	-2,2%	2,2%	4,4%	4,6%	4,7%
Operating margin* with ass. Excl. rest.	8 384	9 773	10 111	9 827	10 173	10 571	11 058	11 574
% of sales	11,0%	12,2%	11,0%	10,4%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Financial results	(471)	(1 066)	(887)	(162)	(282)	(272)	(259)	(242)
Tax	(2 573)	(2 890)	(2 828)	(2 755)	(2 699)	(3 019)	(3 166)	(3 322)
Tax rate	34,2%	35,9%	32,5%	29,9%	29,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Profits from associates	398	655	518	441	582	559	587	616
Minority interests	(26)	(19)	(27)	(47)	(49)	(51)	(53)	(55)
Net profit	5 314	5 798	6 369	6 863	7 142	7 229	7 581	7 956

Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 27: BMW – Tableau de flux - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating cash flows	3 366	2 779	840	3 189	11 256	11 509	12 455	13 579
Change in working capital	983	(551)	(293)	(104)	(592)	(509)	(283)	(301)
Capex, net	(4 925)	(4 600)	(3 825)	(3 731)	(4 512)	(4 715)	(4 931)	(5 160)
Financial investments, net	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividends	(1 653)	(1 715)	(1 917)	(2 121)	(2 300)	(2 500)	(2 530)	(2 653)
Other	2 380	3 553	3 480	4 555	(2 087)	(2 203)	(2 303)	(2 410)
Net debt	(12 085)	(14 223)	(16 911)	(19 520)	(21 877)	(23 969)	(26 660)	(30 016)
Free Cash flow	3 003	3 481	5 404	5 792	4 338	4 279	4 893	5 665

Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Bmw

Fig. 28: BMW – Bilan - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Tangible fixed assets	15 113	17 182	17 759	17 960	18 790	19 653	20 457	20 911
Intangibles assets	6 179	6 499	7 372	8 157	9 011	9 840	10 653	11 358
Cash & equivalents	7 664	7 454	6 122	7 880	10 237	12 329	15 020	18 376
current assets	110 539	122 589	133 849	148 926	151 947	154 983	158 419	162 566
Other assets	27 829	32 214	38 325	39 609	41 239	43 121	44 939	46 312
Total assets	138 368	154 803	172 174	188 535	193 186	198 104	203 358	208 878
L & ST Debt	70 304	80 646	91 683	65 603	65 603	65 603	65 603	65 603
Others liabilities	32 421	36 720	37 727	75 569	75 642	76 077	76 539	77 029
Shareholders' funds	35 643	37 437	42 764	47 363	51 872	56 303	61 040	66 013
Total Liabilities	102 725	117 366	129 410	141 172	141 245	141 680	142 142	142 632
Capital employed	114 766	127 540	138 826	98 897	102 675	106 139	109 917	114 029

Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 29: BMW – Ratios - %

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating margin	10,5%	11,3%	10,4%	10,0%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Tax rate	34,2%	35,9%	32,5%	29,9%	29,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Net margin	7,0%	7,2%	6,9%	7,3%	7,1%	6,9%	6,9%	6,9%
ROE (after tax)	5,8%	5,6%	4,7%	4,4%	4,4%	4,7%	5,0%	5,3%
ROCE (after tax)	8,1%	8,3%	7,5%	8,9%	8,9%	9,1%	9,4%	9,7%
Gearing	-33,9%	-38,0%	-39,5%	-41,2%	-42,2%	-42,6%	-43,7%	-45,5%
Pay-out ratio	32,1%	32,8%	33,0%	33,5%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Number of shares, diluted	656	656	657	657	657	657	657	657

Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 30: BMW – Données par action - €

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS	8,10	8,83	9,70	10,44	10,87	11,00	11,54	12,11
Restated EPS	8,10	8,83	9,70	10,44	10,87	11,00	11,54	12,11
% change	4,5%	9,1%	9,8%	7,7%	4,1%	1,2%	4,9%	4,9%
EPS bef. GDW	8,10	8,83	9,70	10,44	10,87	11,00	11,54	12,11
BVPS	54,03	56,70	64,75	71,69	78,48	85,14	92,27	99,76
Operating cash flows	5,13	4,23	1,28	4,85	17,13	17,52	18,95	20,66
FCF	4,58	5,30	8,23	8,81	6,60	6,51	7,45	8,62
Net dividend	2,60	2,90	3,20	3,50	3,80	3,85	4,04	4,24

Source: BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

9. BMW – Valorisation

Le groupe étant exposé à différentes activités nous valorisons BMW à travers un **SOTP** en plus d'un **DCF** et en plus de multiples comme nous le faisons déjà pour les autres valeurs du secteur. **Nous valorisons BMW à €89.**

Fig. 31: Résumé des méthodes de valorisation (€/action)

	FV
SOTP	99
EV/Sales	77
EV/EBIT	80
P/E	70
DCF	122
Implied FV	89
Latest share price	85
Upside	4.7%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

9.1. Valorisation par SOTP (€99)

Nous valorisons le groupe à **€99/action**, sans prendre de décote, ce qui implique **>12%** de potentiel sur le dernier cours.

Fig. 32: BMW SOTP

	Multiple	Stake	Method	2017 EURm	Value	Value per share
Automotive - BMW & Mini						
Revenues BMW Automotive	45,0%	100%	EV/Sales	91 297	41 084	62,5
EBIT BMW Automotive	5,00x	100%	EV/EBIT	7 812	39 062	59,4
EPS BMW Automotive	9,00x	100%	P/E	9,7	87	87,1
Automotive - BMW & Mini (average)	-	-	-	-	45 795	69,7
Motorcycle						
Revenues BMW Motorrad	180,0%	100%	EV/Sales	2 278	4 100	6,2
EBIT BMW Motorrad	9,50x	100%	EV/EBIT	234	2 219	3,4
EPS BMW Motorrad	12,00x	100%	P/E	0,3	3	3,1
Motorcycle BMW (average)	-	-	-	-	2 780	4,2
Other activities						
BMW Financial Services (@ latest Book value)	1,00x	100%	Book value	10 236	10 236	15,6
Other activities (average)	-	-	-	-	10 236	15,6
Elimination						
Revenues Elimination	55,0%	100%	EV/Sales	(21 307)	(11 719)	(17,8)
Sum of the parts					47 092	71,7
- Net industrial debt/cash 2017e					21 877	33,3
- Minority Interest value - Market value EURm					(304)	(0,5)
- Pensions EURm					(4 587)	(7,0)
+ Associates - Market Value EURm					4 768	7,3
- Risks linked to antitrust on cars in Europe - EURm					(3 509)	(5,3)
Total liabilities					18 245	28
BMW implied Equity value					65 337	99
Shares outstanding					657	
Upside						17,4%

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

9.2. Valorisation par les multiples (€76)

Comme pour les autres valeurs du secteur automobiles initiées chez Bryan Garnier nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **BMW**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2017-2026 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€77**, **€80** et **€70** de FV. Nous valorisons **BMW** avec un multiple de **45% le CA**, **5,5x l'EBIT** et à **9x le P/E** en ligne avec les comparables européens, américains et asiatiques premiums.

9.3. Valorisation par DCF (€122)

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

- un **WACC à 10,8%** qui correspond à un coût du capital, le groupe ayant une dette nette négative. Nous prenons un **beta à 1,25**, une **prime de risque de 7%** et un **taux sans risque à 1,6%**.
- Un **taux de croissance à l'infini de 2,5%**, impliquant une surperformance de **BMW** par rapport au marché automobile (+1,9%) mais une sous-performance par rapport à Daimler (+3%).
- Une **marge d'EBIT (avec restructurations et sans les JVs)** moyenne de **9,6%** et une marge à l'infini de **8,5%**.

Fig. 33: BMW – Estimations DCF - €m

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Revenues - Core business	100 260	104 780	109 572	114 659	120 064	125 810	131 927	138 444	145 395	152 817
Revenue Growth Rate	-	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Operating Margin	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EBIT (excluding JVs & Associates, with restr. Charges)	9 591	10 012	10 471	10 958	11 476	12 027	12 614	13 240	13 907	14 621
Adjustment for provisions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Taxes on EBIT	(2 781)	(3 104)	(3 246)	(3 397)	(3 558)	(3 728)	(3 910)	(4 104)	(4 311)	(4 533)
(+/-) Movements in working capital	(592)	(509)	(283)	(301)	(569)	(351)	(374)	(398)	(425)	(454)
(+) Depreciation and amortization	5 033	5 328	5 725	6 522	6 741	7 102	7 486	7 886	8 310	8 626
(-) Capital Expenditures	(4 512)	(4 715)	(4 931)	(5 160)	(5 403)	(5 661)	(5 937)	(6 230)	(6 543)	(6 877)
(-) Intangibles	(2 206)	(2 305)	(2 411)	(2 523)	(2 641)	(2 768)	(2 902)	(3 046)	(3 199)	(3 362)
Free Cash Flow	4 534	4 708	5 325	6 101	6 046	6 620	6 976	7 347	7 739	8 022
Present Value of Free Cash Flow	4 196	3 933	4 018	4 156	3 719	3 677	3 499	3 327	3 164	2 962

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 34: BMW – DCF @ €122

PV of Free Cash Flows	36 650
PV of Terminal Value	27 627
EV implied - EURm	64 276
- Net industrial debt EURm N-1	(19 520)
- Minority Interest value -Market value EURm	304
+ Financial assets - Market value EURm	4 768
- Pensions - EURm	4 587
- Risks linked to antitrust on cars in Europe EURm	3 509
BMW implied Equity value	80 165
Shares outstanding	657
Implied Target Price - EUR	122

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

Dans nos différents calculs de FV, nous intégrons une provision de **€3,5Mds** liée à l'enquête de la commission européenne sur les implications du groupe dans un potentiel cartel avec les constructeurs allemands pour fixer les prix des systèmes de traitement des émissions de moteur diesel.

Nous initions donc la couverture sur BMW avec une FV à €89 ce qui implique 5% de potentiel.
Nous initions à Neutre sur ce dossier.

10. BMW – SWOT

Fig. 35: BMW – analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Position dominante sur le marché premium (n°2 mondial derrière Mercedes) Positionnement très premium (+15/20% vs. marque milieu de gamme) permettant au groupe d’avoir une marge à 9-10%, au-dessus de la moyenne du secteur (5-6%) Un groupe en avance par rapport à la concurrence sur le véhicule électrique (i3) Un des constructeurs les mieux positionné dans le domaine du véhicule autonome grâce à son partenariat avec Mobileye, Intel et Delphi Un positionnement à la fois sur le haut de gamme et sur le luxe avec Rolls-Royce 40 lancements de nouveaux modèles ou de modèles « reliftés » sur 2017-18 dont la Série 8 et le X7 	<ul style="list-style-type: none"> Une marge sous pression à court terme à cause des investissements domaines du véhicule électrique et de la voiture autonome Un constructeur de taille relativement réduite (<2,5m de voitures vendus chaque année) bénéficiant de peu de partenariats industriels par rapport à Audi (groupe VW) et Mercedes (Renault-Nissan) Faible exposition aux pays émergents (Brésil, Inde et Russie) qui devraient bénéficier d’un effet rattrapage à court terme En retard dans l’hybride
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Potentiel de croissance élevé dans le domaine du véhicule électrique où le groupe dispose d’une véritable expertise technique (i3) Potentiel de croissance lié au changement de mobilité, le groupe étant présent sur différents marchés porteurs (ChargeNow; DriveNow; ParkNow; ReachNow) Une augmentation de la part du marché « premium » dans le marché mondial automobile, au-delà de 10% (9.3% en 2016) 	<ul style="list-style-type: none"> Ralentissement du marché automobile chinois, qui est désormais le premier marché du groupe en volumes (22% des volumes totaux et environ 8-9% du RNPG) Rattrapage d’Audi vis-à-vis de BMW dans le domaine du véhicule électrique grâce à l’impulsion de VW et de Mercedes Augmentation des prix des matières premières à court terme pénalisant la rentabilité du groupe Augmentation du taux de défaut chez les clients américains BMW au détriment de la rentabilité du business Financial Services

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

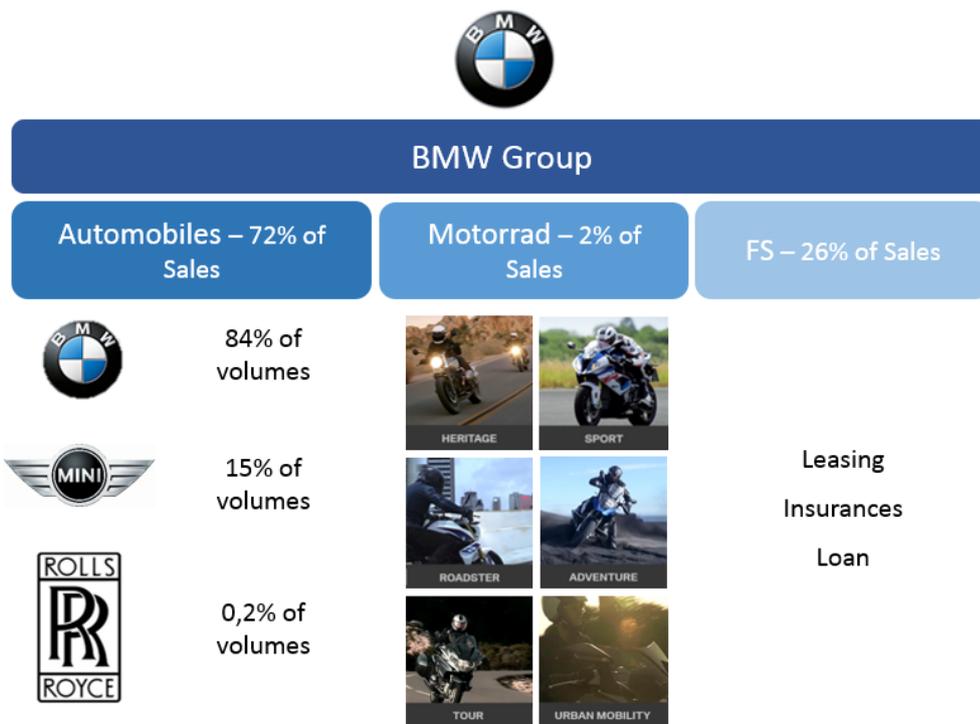
11. BMW en bref

Créé en 1916 à **Munich** en Bavière par **Gustav Otto** et **Karl Friedrich Rapp**, le groupe automobile allemand **BMW** (Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft; en français : Manufacture bavaroise de moteurs) est aujourd'hui le **12e constructeur mondial** (en volume) avec une part de marché de **2,7%** ainsi que le deuxième constructeur haut de gamme mondial derrière **Daimler** (3,1% de pdm). Alors que le groupe trouve son origine dans l'industrie aéronautique (production de moteurs d'avion), activité qui a dû être cédée en 1918 après la fin de la première guerre mondiale (bien que la production recommença en 1930 d'abord avec la fabrication sous licence de moteurs américains Pratt & Whitney et ensuite avec le moteur en étoile BMW 801), 100% de son activité est désormais tournée vers la production de moteurs, de voitures ainsi que de production de motocyclettes (motos et scooters).

Bien qu'à l'origine la stratégie de l'entreprise était axée sur des modèles plus abordables et plus proches de la demande (dans une Allemagne ruinée par la guerre) les bonnes performances des motos et voitures BMW lors de confrontations sportives ont permis à la marque de monter progressivement en gamme et de s'octroyer une place dans le marché automobile haut de gamme. Le groupe tente en 1994 d'accroître ses capacités de production tout en rentrant sur le marché britannique en prenant le contrôle du **Groupe Rover** (constructeur à l'époque des marques Land Rover, Mini et MG) qui était à l'époque dans une situation financière délicate, avant de le revendre six ans plus tard au prix symbolique de dix livres à quatre industriels. La marque **Land Rover** a notamment été revendue à **Ford**, tandis que **Mini** est resté chez **BMW** avant d'être relancé en 2001 avec une toute nouvelle version 100% BMW. Entre temps, en 1998, l'allemand rachète également le fabricant de voitures de luxe **Rolls-Royce**, dont le premier modèle sous la marque BMW (la Rolls-Royce Phantom) sortira en 2003.

Fin 2001 le groupe allemand est désormais présent sur deux segments automobiles différents et complémentaires : le segment bas de gamme avec la **Mini** (avant que BMW monte progressivement en gamme cette marque), le segment avec sa marque historique et le segment luxueux avec la marque **Rolls Royce**.

Fig. 36: BMW – Un groupe présent sur le segment auto et le segment moto



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

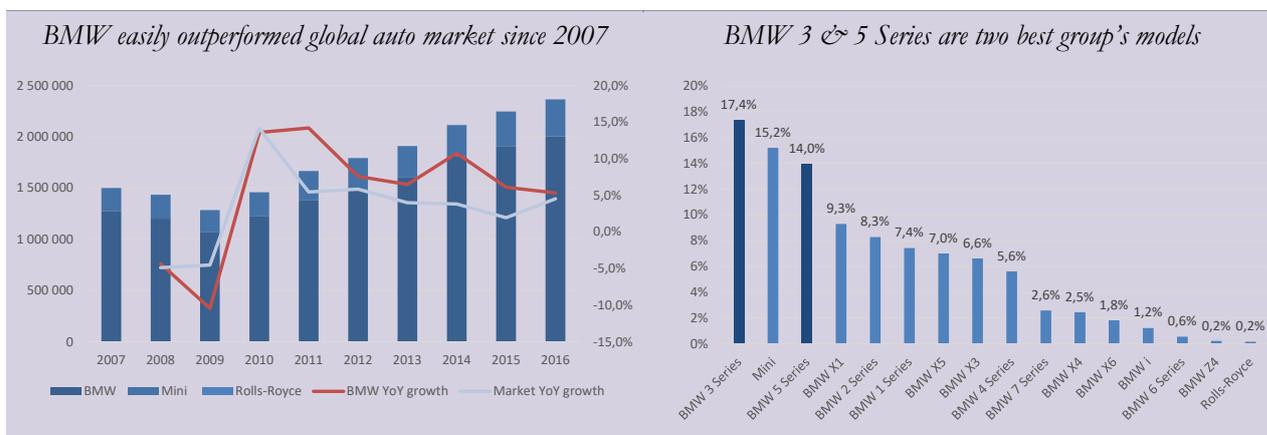
Début 2017, le portefeuille produit du groupe est identique à celui de 2001 même si la marque Mini peut désormais être considérée comme une marque haut de gamme. Le nombre de modèles proposés est désormais plus important (14 modèles disponibles BMW en 2016 contre seulement 6 en 2006), reflétant parfaitement la stratégie des marques comme **BMW**, **Mercedes-Benz** ou **Audi** d'accroître leurs parts de marchés en s'attaquant aux segments plus petits (segments A et B).

Fin 2016, 100 ans après la création du groupe, BMW générait un CA de **€94Mdr** pour un résultat opérationnel de **€9,4Mds** (10%) et un résultat net de **€6,9Mds** (7,3%). Durant cette année, **2,37m** de voitures ont été vendues ainsi que **145 555 deux-roues**, battant le précédent record de 2015.

11.1. BMW Automobile – 72% du CA – 80% de l'EBIT

Représentant plus de **70%** de son chiffre d'affaire, **80%** de son résultat opérationnel et de son résultat avant impôts, l'activité de production et de vente de véhicule est bien évidemment le métier principal du manufacturier allemand. Fort d'une présence industrielle très importante grâce à **31 sites de production** et d'assemblage répartis dans **14 pays**, le groupe distribue ses trois marques (BMW, Mini et Rolls-Royce) dans plus de **140 pays** lui permettant de revendiquer une position de leader sur le marché automobile haut de gamme (numéro 1 en 2015 devant Mercedes puis numéro 2 en 2016) avec **2.4m** de voitures vendues. Positionné historiquement sur ce segment haut de gamme à travers des véhicules de segments D et E le groupe allemand à travers sa marque **BMW** accroît progressivement sa présence sur les segments plus petits et également sur le segment SUV, segment très plébiscité par les consommateurs européens, américains mais également chinois. La gamme **BMW** est désormais très complète avec plus **14 modèles** différents disponibles contre seulement **8 en 2007**, les **Séries 3 et 5** restants les modèles les plus vendus dans le monde par le groupe (respectivement 20% et 16,5% des ventes BMW en volumes). Sur la période 2007-2016 le groupe a multiplié par **1,6x ses volumes** tout en augmentant son **CA de 60%**, impliquant que **1/l'élargissement** de la gamme BMW de **8 à 15 modèles** ne s'est pas faite au détriment du « pricing power » du groupe et que **2/le groupe** a surperformé la croissance du marché automobile en moyenne de **2pp** entre 2007-16 et de **4pp** entre 2010 et 2016. Sur le marché « haut de gamme » automobile le groupe s'octroie une part de marché d'environ **24%** en 2016.

Fig. 37: BMW a gagné 40pb de part de marché sur 9 ans grâce à un positionnement plus large et plus adapté à la demande



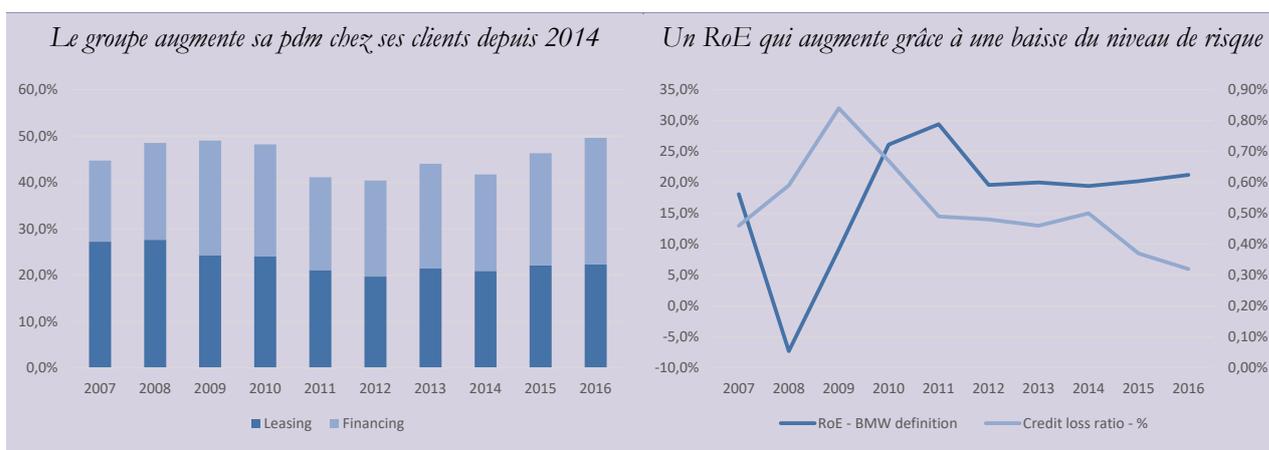
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Avec plus de **500 000 véhicules vendus en 2016**, la **Chine** est le premier marché du groupe devant les **Etats-Unis** et l'**Allemagne** (respectivement 367,000 et 300,000 véhicules) malgré la plus faible part de marché du segment « haut de gamme » que dans les deux autres pays (7% contre 11% pour les Etats-Unis et >15% pour l'Allemagne), reflétant le solide levier de croissance de ce pays dans les années à venir.

11.2. BMW Banque – 26% du CA – 18% de l'EBIT

Comme presque tous les principaux constructeurs automobiles avec une envergure internationale importante, BMW, grâce à son activité de financement et d'assurance, peut accompagner ses clients lors d'un achat BMW neuf ou d'occasion. Fin 2016 le groupe avait un portefeuille de plus de **5,1m** de contrats de financement en hausse de **8,4%** par rapport à 2015 malgré la forte volatilité sur le marché du financement automobile. Le groupe finance désormais (*leasing ou prêt*) un peu moins de la moitié des nouveaux achats de véhicules BMW (*sauf Rolls-Royce*) contre seulement **40%** en 2012 avec plus de la moitié des nouveaux contrats signés dans le cadre d'un financement.

Fig. 38: Un groupe qui finance de plus en plus ses clients, en baissant le risque



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

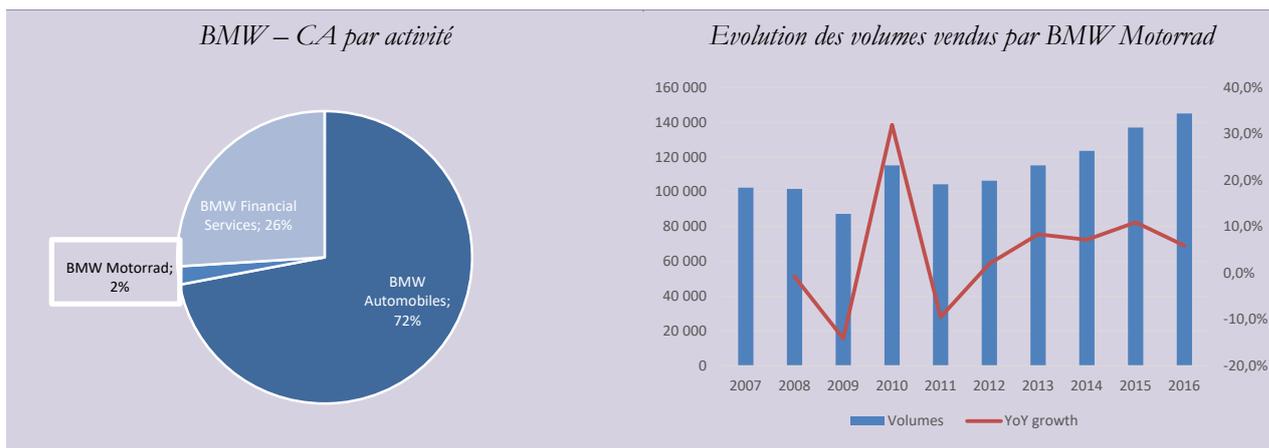
Malgré cette forte progression sur les dernières années de la part de marché de BMW dans le choix de financement chez les particuliers mais également chez les professionnels, le ratio de perte sur crédit n'a cessé de baisser, passant de **0,48%** en 2012 à un nouveau record à **0,32%** en 2016. Ce gain de part de marché ne s'est donc pas fait au détriment de la qualité des profils-clients.

Dans notre modèle BMW nous anticipons une légère dégradation de la rentabilité de l'activité de financement en 2017 par rapport à 2016. Pour rappel l'activité de financement représente (*avant ajustement intragroupe*) **27%** du CA du groupe et **22%** du résultat avant impôts. Le bilan de l'activité pèse pour **70%** du bilan total du groupe.

11.3. BMW Motorcycle – 2% du CA – 2% de l'EBIT

Bien que ce segment ne représente désormais que 2% du résultat opérationnel du groupe du fait de la forte croissance de l'activité automobile sur les dernières années, il joue un rôle important dans l'ADN de BMW étant donné qu'il fut à l'origine de la transition entre l'activité principale d'avant-guerre du groupe (*production de moteur d'avions*) et l'activité que l'on connaît d'aujourd'hui.

Fig. 39: BMW Motorrad ne représente que 2% du CA mais est important dans l'ADN du groupe



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

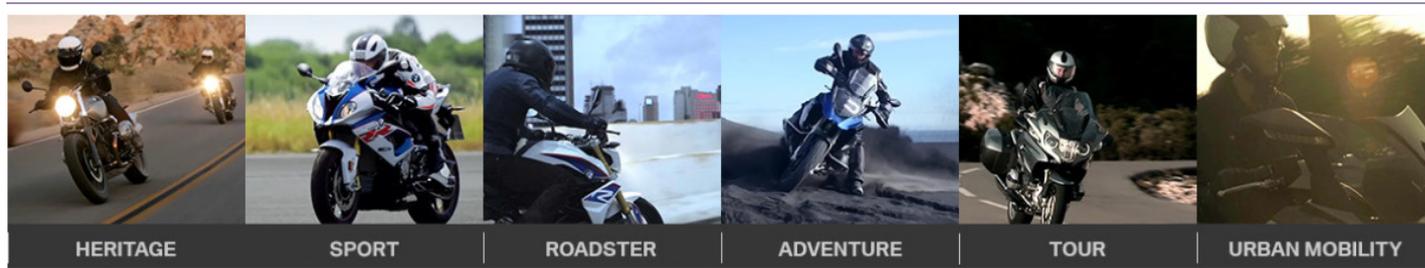
BMW R32



Cette filiale de BMW produit des motocyclettes depuis **1923**, date à laquelle « BMW Motorrad » a fabriqué la **R32**, moto dotée d'un moteur flat-twin boxer (*moteur à combustion interne dans lequel les deux pistons sont à plat, se déplaçant ainsi dans le même plan*), technologie développée par les ingénieurs de la marque et qui la distingue clairement de ses concurrents. La marque utilise toujours cette configuration de moteur sur certains de ses modèles mais a diversifié ses motorisations en proposant également des motos équipées de quatre et six cylindres en ligne.

Sur l'année 2016, le groupe a vendu **145 032 motos**, soit **5,9%** de plus qu'en 2015 et **36%** de plus qu'en 2012 contre respectivement **+5,3%** et **+28%** pour le segment automobile sur les mêmes périodes. L'Allemagne reste son premier marché avec **>17%** des volumes de la marque vendus sur ce marché contre **9,5%** aux États-Unis et **9,2%** en France mais la stratégie du groupe d'accroître sa présence à l'international devrait réduire progressivement sa dépendance à son marché local même si le cœur de cible de BMW Motorrad reste les pays matures du fait de son positionnement produit très « premium » (*le prix moyen HT d'une moto BMW est de €14,265*). A travers ses gammes **Heritage, Sport, Roadster, Tour, Adventure** et **Urban Mobility**, le groupe propose actuellement **26 modèles** différents adaptés aux différents usages des motards. La **Série R** qui regroupe les motos équipées de moteurs bicylindre boxer de 1 170 cm³ à transmission par cardan (*R1200GS, R1200R, R1200RT, BMW R1200RS, R1200S et R nineT*) a représenté plus de **53%** des volumes vendus par le groupe l'année dernière avec le modèle R 1200 GS comme premier modèle vendu (*17% des ventes*).

Fig. 40: Une gamme complète adaptée à une clientèle différente



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

La marque ambitionne de doubler ses volumes 2010 (98,047 motos vendus) d'ici 2020 grâce au lancement de nouveaux modèles et à l'ouverture de nouveaux pays, impliquant un TCAM de 7,8% contre 6,7% entre 2010 et 2016. Rien que sur l'année 2017 le groupe devrait lancer 14 nouveaux modèles/modèles revisités avec notamment le lancement de la G 310 GS et de la K 1600 B. La marque a également prévu d'étendre sa gamme de R nineT.

D'après nous, les compétences de la marque utilisées pour développer le électrique C evolution illustrent parfaitement les synergies de R&D et de coûts de production qui existent entre le segment moto et le segment automobile chez BMW.

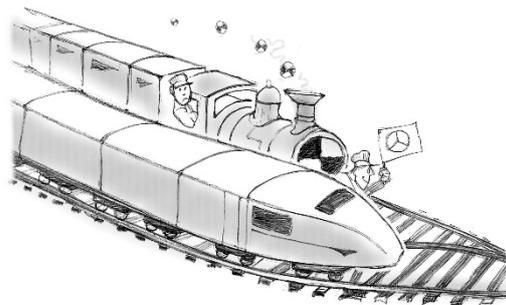
Pour 2017 nous anticipons une croissance du CA de >10% pour le segment, ainsi qu'une amélioration de la marge opérationnelle à 9,8% (9% en 2016). Pour rappel, sur ce segment, BMW ambitionne de générer une marge entre 8 et 10% sur ce segment pour 2017.

25 septembre 2017

Industrie Automobile

Bloomberg	DAIG GR
Reuters	DAIGn.DE
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	73 / 59
Capitalisation Boursière (MEUR)	71 133
Valeur d'Entreprise	49 395
Volume moyen 6 mois (000 actions)	3 804
Flottant	81,9%
TMVA BPA (3 ans)	7,5%
Gearing (12/16)	-8%
Rendement (12/17e)	4,92%

Fin Décembre	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
C. d'affaires (MEUR)	153 261	163 246	169 216	175 495
EBIT (MEUR)	12 890	14 995	15 087	15 738
BPA Publié (EUR)	7,97	9,34	9,44	9,91
BPA dilué (EUR)	7,97	9,34	9,44	9,91
EV/CA	0,36x	0,30x	0,29x	0,26x
EV/EBITDA	3,0x	2,3x	2,3x	2,0x
EV/EBIT	4,2x	3,3x	3,3x	2,9x
P/E	8,3x	7,1x	7,0x	6,7x
ROCE	7,6	8,7	8,6	8,8



Daimler

De nouveau dans la peau d'un n°1

Fair Value 87EUR (cours 66,49EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

Après avoir rajeuni sa marque Mercedes-Benz (MB) dès 2012 avec le lancement de la nouvelle Classe A, Daimler a récupéré sa place de n°1 sur son marché, au profit d'une amélioration de la marge. Le groupe est désormais prêt à en découdre avec BMW et Tesla dans l'électrique même si à court-terme cela se fera au détriment de la croissance de la marge et du FCF. Nous préférons DAI à BMW pour jouer le segment « premium ».

■ **De nouveau leader sur le marché premium devant BMW:** Leader sur le marché « premium » jusqu'en 2004 puis n°2 derrière son rival BMW jusqu'en 2011 et même n°3 derrière Audi jusqu'en 2014, Daimler, à travers sa marque MB, est désormais de nouveau n°1 grâce notamment à un rajeunissement complet de sa gamme ces dernières années mais également grâce à une accélération fulgurante de ses ventes en Chine, désormais son 1^{er} marché.

■ **Un groupe qui prend son destin en main:** En retard par rapport à BMW dans l'électrification de sa gamme de produit, le constructeur allemand a récemment dévoilé des objectifs très ambitieux d'ici 2022 (lancement de 10 modèles électriques) financés par un lourd plan d'investissements (€10Mds sur 10 ans, soit 18% des dépenses sur la période). La création d'une nouvelle marque (EQ) dédiée à la gamme 100% électrique du groupe devrait officiellement voir le jour commercialement avec la sortie courant 2019 du SUV EQC.

■ **Un management à la recherche de création de valeur:** Daimler est le seul constructeur dans notre suivi BG à avoir une exposition significative (30% du BPA) à une activité autre que l'automobile, à travers ses divisions « Trucks, Vans & Buses ». Les récents commentaires du management concernant une potentielle revue stratégique (entités séparées) impliquerait mécaniquement une revalorisation du titre, plus proche de notre valorisation tirée d'un SOTP (€101).

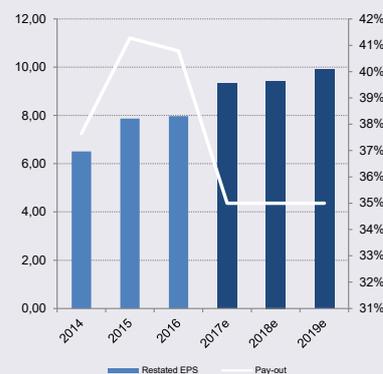
■ **Achat, FV à €87 :** Malgré un risque à court/moyen terme sur la marge du fait de l'augmentation des dépenses R&D (comme pour BMW), combiné aux potentielles amendes (cartels en Allemagne et scandales diesel) pouvant réduire la position cash du groupe, nous initions Daimler à l'Achat (€87). Le groupe devrait continuer à surperformer ses concurrents, et ce d'autant plus post-2020 une fois la marque EQ pleinement déployées. A plus court terme, le groupe devrait continuer à bénéficier d'une bonne performance commerciale en Chine.



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

Sector Analyst Team:
Pierre-Antoine Chazal

Daimler



Activités

Le constructeur allemand Daimler est spécialisé dans la conception, la production et la vente de voitures, vans, camions et bus. Le groupe est de nouveau le n°1 sur le marché mondial du premium devant BMW grâce à sa forte présence aux États-Unis et en Chine. Le groupe a de fortes ambitions dans sur le segment BEV dans les 10 prochaines années.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	129 872	149 467	153 261	163 246	169 216	175 495	182 058
Change (%)	10,1%	15,1%	2,5%	6,5%	3,7%	3,7%	3,7%
Adjusted EBITDA	15 742	18 560	18 368	21 417	21 723	23 349	24 537
EBIT	10 743	13 176	12 890	14 995	15 087	15 738	16 668
Change (%)	-0,6%	22,6%	-2,2%	16,3%	0,6%	4,3%	5,9%
Financial results	-570	-432	-316	-423	-394	-355	-312
Pre-Tax profits	10 173	12 744	12 574	14 572	14 693	15 382	16 356
Exceptionals	1 057	1 532	1 327	2 104	2 104	2 104	2 104
Tax	-2 883	-4 033	-3 790	-4 314	-4 317	-4 489	-4 661
Profits from associates	897	464	502	1 494	1 105	1 138	1 172
Minority interests	-328	-287	-258	-268	-279	-290	-302
Net profit	6 962	8 424	8 526	9 989	10 097	10 603	11 392
Restated net profit	6 962	8 424	8 326	9 989	10 097	10 603	11 392
Change (%)	1,8%	21,0%	-1,2%	20,0%	1,1%	5,0%	7,4%

Cash Flow Statement (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating cash flows	6 791	13 596	14 141	15 101	15 792	16 987	18 043
Change in working capital	-4 308	-1 280	149	-508	-548	-829	-816
Capex, net	-6 307	-7 336	-8 833	-9 550	-9 645	-9 915	-10 286
Financial investments, net	8 461	10 117	13 544	268	279	290	302
Dividends	-2 565	-2 895	-3 678	-3 477	-3 496	-3 534	-3 711
Other	299	161	-3 699	0,0	0,0	0,0	0,0
Net debt	-11 534	-17 980	-19 699	-22 042	-24 971	-28 799	-33 146
Free Cash flow	5 479	3 960	3 874	5 551	6 147	7 071	7 757

Balance Sheet (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Tangible fixed assets	23 182	24 322	26 381	27 141	27 697	27 544	27 413
Intangibles assets	9 367	10 069	12 098	14 465	16 919	19 376	21 924
Cash & equivalents	14 927	17 061	20 629	22 972	25 901	29 729	34 076
current assets	77 145	91 847	102 052	106 032	110 063	115 302	121 074
Other assets	79 941	90 928	102 457	102 668	102 817	102 974	103 138
Total assets	189 635	217 166	242 988	250 307	257 496	265 196	273 550
L & ST Debt	86 689	101 142	117 686	117 686	117 686	117 686	117 686
Others liabilities	59 281	62 463	67 352	69 084	70 270	71 517	72 825
Shareholders' funds	43 665	53 561	57 950	63 487	69 522	76 013	83 105
Total Liabilities	189 635	217 166	242 988	250 256	257 478	265 216	273 616
Capital employed	112 924	127 052	169 059	172 521	175 906	178 860	181 906

Ratios	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating margin	8,27	8,82	8,41	9,19	8,92	8,97	9,16
Tax rate	28,34	31,65	30,14	29,61	29,38	29,19	28,50
Net margin	5,36	5,64	5,43	6,12	5,97	6,04	6,26
ROE (after tax)	39,45	36,54	32,54	35,82	35,39	35,16	35,06
ROCE (after tax)	8,46	8,72	7,62	8,69	8,58	8,80	9,16
Gearing	-6,65	-8,28	-8,11	-8,81	-9,70	-10,86	-12,11
Pay out ratio	37,65	41,27	40,78	35,00	35,00	35,00	35,00
Number of shares, diluted	1 070	1 070	1 070	1 070	1 070	1 070	1 070

Data per Share (EUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS	6,51	7,87	7,97	9,34	9,44	9,91	10,65
Restated EPS	6,51	7,87	7,97	9,34	9,44	9,91	10,65
% change	1,7%	21,0%	1,2%	17,2%	1,1%	5,0%	7,4%
EPS bef. GDW	6,51	7,87	7,97	9,34	9,44	9,91	10,65
BVPS	176	202	226	233	239	246	254
Operating cash flows	6,35	12,71	13,22	14,12	14,76	15,88	16,87
FCF	5,12	3,70	3,62	5,19	5,75	6,61	7,25
Net dividend	2,45	3,25	3,25	3,27	3,30	3,47	3,73

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

Sommaire

1. Investment Case.....	84
2. Daimler en six graphiques.....	85
3. Dans la peau d'un n°1.....	86
4. Un groupe de nouveau n°1 sur le segment « premium ».....	87
4.1. Daimler a su adopter une stratégie payante pour toucher un nouveau public.....	87
4.2. Le marché chinois reste une priorité.....	90
5. Un groupe qui prend son destin en main.....	92
5.1. En retard sur l'électrique, mais plus pour longtemps.....	92
5.1.1. Un positionnement initial sur l'hydrogène.....	92
5.1.2. ... avant de définitivement miser sur le BEV.....	93
5.1.3. Des investissements nécessaires pour internaliser la production de batteries.....	94
5.1.4. Des batteries utiles pour d'autres applications.....	94
5.2. Une volonté évidente de se positionner sur le véhicule autonome.....	96
5.2.1. La nécessité des partenariats pour rattraper son retard.....	96
5.2.2. Plus offensif sur le segment du ride-sharing.....	96
5.2.3. L'opportunité du segment des camions autonomes.....	97
6. A la recherche de création de valeur pour mieux passer le cycle.....	99
6.1. Des marges et des FCF sous pression à court/moyen terme ?.....	99
6.2. Une revue stratégique pour créer de la valeur et lever des fonds ?.....	101
7. Daimler – Nos estimations.....	103
8. Daimler – Valorisation.....	105
8.1. Valorisation par SOTP (€101).....	105
8.2. Valorisation par les multiples (€83).....	105
8.3. Valorisation par DCF (€89).....	105
9. Daimler – SWOT.....	107
10. Daimler en bref.....	108
10.1. Mercedes-Benz Cars – 58% du CA, 63% de l'EBIT.....	109
10.2. Daimler Trucks – 21% du CA, 14% de l'EBIT.....	111
10.3. Daimler – Autres activités industrielles.....	112
10.4. Daimler Financial Services – 13% du CA, 13% de l'EBIT.....	113
Bryan Garnier stock rating system.....	115

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Dans le cadre d'une note sur les constructeurs automobiles, nous initions la couverture de Daimler, le **n°1 mondial sur le segment « premium »** qui grâce à sa marque **Mercedes** s'octroie **>23%** du marché. La montée en puissance de ce segment devrait perdurer dans les années à venir, impliquant de nouveau de la surperformance de la part de Daimler vis-à-vis du secteur. En retard dans l'électrique, notamment par rapport à BMW, le groupe est désormais l'un des constructeurs les plus ambitieux grâce à son plan d'investissement de **€10Mds** sur les 10 prochaines années. La création d'une gamme dédiée (EQ) va dans le bon sens.

Attractif ou non?



Valorisation

Comme pour les autres valeurs du secteur nous valorisons Daimler à travers plusieurs méthodes : les multiples sectoriels **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** et à travers un **DCF**. Nous valorisons ainsi Daimler à **€87 par action**, ce qui reflète **>30%** de potentiel sur le titre. Nous utilisons également un **SOTP** valorisant Daimler à **€101** afin de mieux appréhender les différents métiers du groupe (*production et ventes de camions en sus de la vente de véhicules*), le groupe souffrant d'une décote de conglomérat assez importante, décote que le management aimerait réduire notamment en cédant certains actifs.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Nous ne voyons pas de véritables catalyseurs à court terme sur le dossier, hormis la mise en place d'une revue stratégique dans le but de créer de la valeur pour l'actionnaire et/ou de lever des fonds.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Nous sommes actuellement respectivement **5%** et **11%** plus élevés que le marché sur les BPA 2017/18 du fait d'estimations plus optimistes sur les marges.

Quels risques?

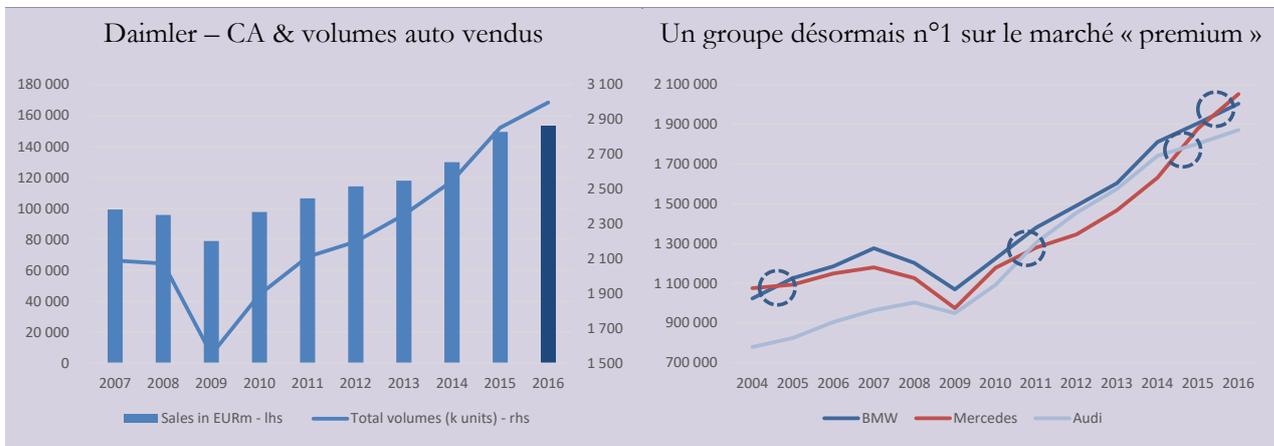


Risques

Un dérapage au niveau de la demande chinoise pourrait être conséquent pour le groupe étant donné l'importance de ce marché pour le segment MB (22% de ses ventes totales). Un fort ralentissement du marché camion pourrait également impacter négativement les résultats du groupe étant donné le fort levier opérationnel et la forte cyclicité de ce business.

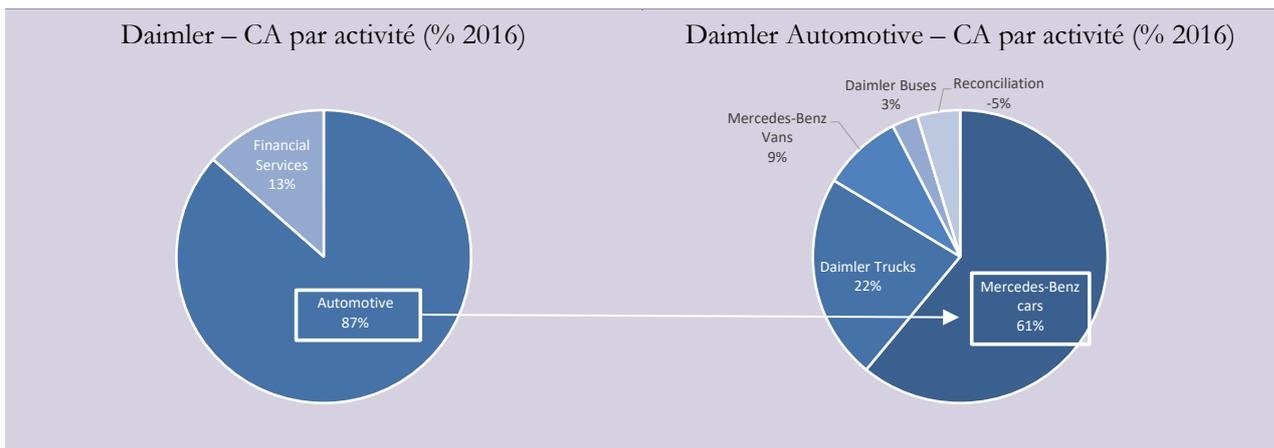
2. Daimler en six graphiques

Fig. 1: Une forte croissance du CA depuis 2009 expliquant la position de n°1



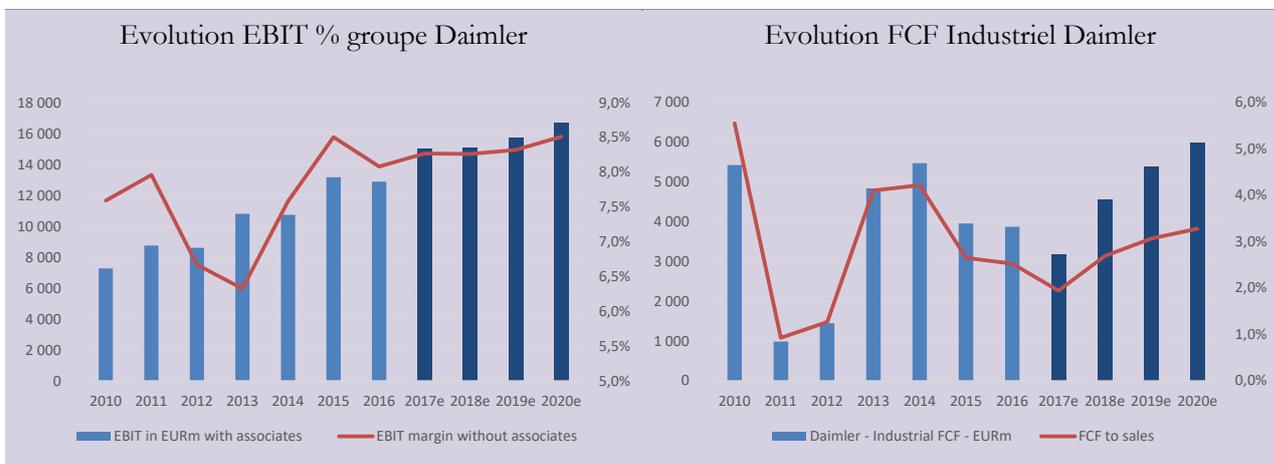
Source: Daimler; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: Un groupe fortement exposé au segment automobile



Source: Daimler; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 3: Une marge élevée mais qui devrait rester stable à moyen-terme



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

3. Dans la peau d'un n°1

Longtemps n°1 sur le segment « premium » devant **son éternel rival BMW** (jusqu'en 2004), grâce à un positionnement produit très particulier (marque élitiste dédiée à une clientèle assez âgée) et grâce à une forte présence historique en Allemagne, Daimler a progressivement souffert de la montée en puissance et de la montée en qualité d'Audi tout en laissant le marché asiatique s'échapper à BMW. Le groupe fut d'abord rattrapé par **BMW** en 2004 avant de se voir ravir la 2^{ème} place par **Audi** en 2010/11.

Cette perte de vitesse à obliger le groupe à revoir son positionnement et son offre produit au profit de modèles plus jeunes et plus adaptée à la nouvelle demande (SUV). Grâce au rajeunissement de sa marque **Mercedes-Benz** (MB) dès 2012 avec le lancement de la nouvelle **Classe A**, Mercedes Benz a ainsi progressivement récupéré sa place de leader sur son marché, au profit de la profitabilité (marge en hausse de 140pb sur la période à 8,1%). Le groupe semble désormais prêt à en découdre avec **BMW** et **Tesla** dans l'électrique, grâce notamment à la mise en place d'un plan stratégique pour se créer une expertise dans ce domaine. Daimler est désormais le plus agressif sur son segment, et l'un des plus ambitieux parmi les constructeurs, avec VW. D'ici 2022, **10 nouveaux modèles électriques** devront voir le jour, dont 7 pour la seule marque Mercedes-Benz, alors que sur la même période BMW prévoit seulement d'en commercialiser 3. Ce programme aura un coût pour le groupe à court terme, coût que nous jugeons comme indispensable dans la course à l'électrification d'autant plus que Daimler comme les autres constructeurs allemands VW et BMW, doit se refaire une image auprès des consommateurs (scandale diesel).

Malgré un risque à court/moyen terme sur la marge du fait de l'augmentation des dépenses R&D (comme pour BMW), combiné aux potentielles amendes (cartels en Allemagne et scandales diesel) pouvant réduire la position cash du groupe, **nous initions Daimler à l'Achat (€85)**. Les récents commentaires du management concernant une potentielle revue stratégique (IPO ou spin-off) **impliquerait mécaniquement une revalorisation du titre**, plus proche de notre FV tirée d'un **SOTP (€101)**, le groupe souffrant actuellement d'une décote de conglomérat du fait de sa présence sur les segments « Trucks, Vans & Buses » qui représentent >30% de son RNPG.

D'après nous, le groupe devrait continuer à surperformer ses concurrents, et ce d'autant plus post-2020 une fois la **marque EQ** pleinement déployées. A plus court terme, le groupe devrait continuer à bénéficier d'une bonne performance commerciale en **Chine, son premier marché**.

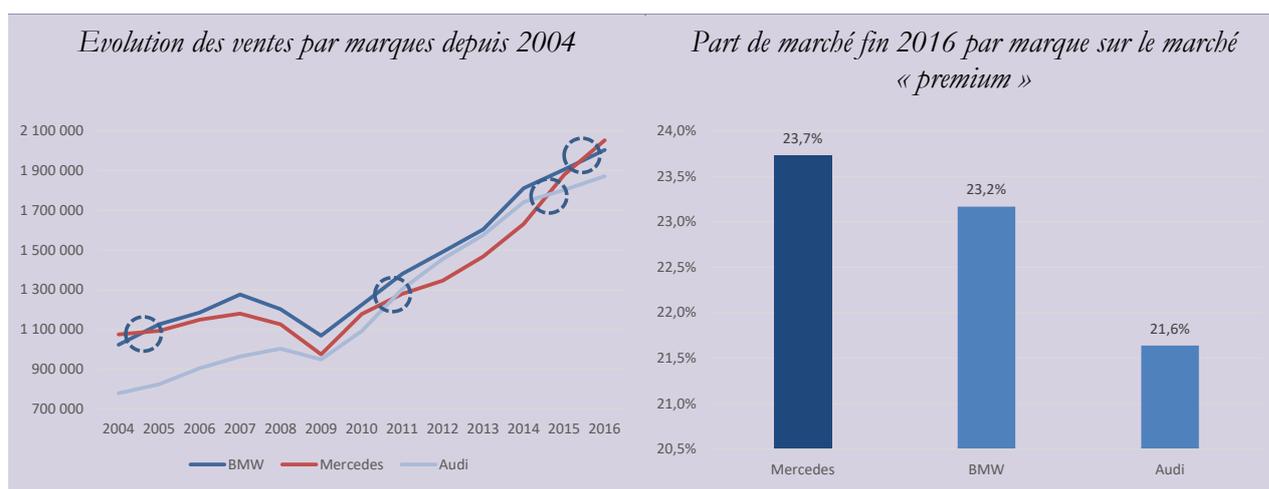
Le titre se paie actuellement avec une décote de >32% par rapport à ses multiples historiques, contre seulement **10%** pour BMW à **7x** son BPA 2017^c (7,7x pour BMW).

Nous préférons Daimler à BMW pour jouer le segment « premium ».

4. Un groupe de nouveau n°1 sur le segment « premium »

L'entreprise allemande s'affiche de nouveau en leader sur ce marché hautement concurrentiel qu'est le segment automobile « premium » qui ne représente qu'environ **8m de véhicules par an** soit **8,8%** du marché mondial mais **>50% des profits du secteur automobile** (au niveau des constructeurs). Le groupe avait en effet été dépassé par BMW en 2005 et par Audi en 2011 avant de redevenir numéro deux en 2015. Daimler est ainsi redevenu le premier groupe mondial sur ce segment en 2016, détrônant BMW d'une hégémonie de près de 10 ans après avoir vendu **2,05 millions de véhicules**, impliquant une croissance des volumes de **11,3%** par rapport à 2015 contre **+5,2%** seulement pour la marque BMW (à 2m de véhicules) et **+4,6%** pour le marché automobile mondial. **Ce regain de part de marché fait suite à un revirement stratégique amorcé par le groupe durant les dernières années.**

Fig. 4: Après avoir perdu son titre en 2005 Mercedes est redevenu n°1 en 2016



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

4.1. Daimler a su adopter une stratégie payante pour toucher un nouveau public

Alors que Mercedes était avant tout considéré comme marque de qualité et de prestige par ses consommateurs d'un certain âge, il a su s'adapter à une clientèle plus jeune, plus mobile et plus sportive pour qui l'usage du véhicule « premium » diffère nettement de l'usage de l'ancienne clientèle du groupe. Aujourd'hui les consommateurs vont beaucoup plus choisir leur véhicule en fonction de la valeur sociale qu'il est susceptible de lui procurer que pour le bien en lui-même alors qu'autrefois ce choix était inversé, notamment pour un acheteur Mercedes (la pénétration du groupe était la plus élevée chez les constructeurs premium auprès des couches sociales les plus riches et les plus âgées).

Ainsi, le véhicule en tant que marqueur social a dû contraindre le groupe allemand à faire évoluer sa stratégie, sous peine d'être fortement distancé par BMW et Audi qui ont su adresser ce changement plus tôt.

Le groupe a ainsi modifié sa stratégie grâce à une **1/**meilleure stratégie produit mais également grâce à une **2/**communication plus adaptée à la nouvelle génération et touchant directement les jeunes et jeunes actifs.

Déterminée à rendre son image de marque moins « conventionnelle » et moins classique, en touchant une nouvelle clientèle plus jeune, Mercedes a ainsi opté pour une **stratégie produit plus agressive**.

Le groupe a tout d'abord simplifié sa nomenclature de ses modèles afin de faciliter la lisibilité auprès de ses clients. Ainsi, les modèles avec auparavant un positionnement difficilement définissable par les clients tels que les **SUVs**, les **roadsters** ou les **coupés** reprennent désormais les codes des modèles berlines et les 5 classes **A, B, C, E** et **S**. La dernière lettre correspond donc à son positionnement sur la gamme plus ou moins luxueuse de Mercedes (A étant la série « entrée de gamme » et S la série la plus luxueuse). De plus, le groupe a également décidé de clarifier l'appellation de ses motorisations afin de faciliter la différenciation de ses véhicules. Une simple lettre correspondant à l'initiale de la motorisation (d pour diesel, e pour essence, h pour hybride...) remplace les anciennes terminaisons peu claires telles que BlueTEC ou CDI pour désigner un véhicule diesel notamment. Tous les modèles (excepté la Classe B) disposent désormais d'une version SUV (GLA, GLC, GLE, GLS) permettant au groupe de revendiquer désormais la place de numéro ce segment alors qu'historiquement ce marché était contrôlé par BMW, le pionnier dans le SUV premium.

Cette clarification opérée ces dernières années s'accompagne également d'une **stratégie de rajeunissement de sa gamme de véhicules** suite au changement de design. Le groupe a également remis en pratique une technique déjà opérée en 1982 lors du lancement de la « Baby Benz » en renouvelant son modèle compact **Classe A** et en la **déclinant en plusieurs versions** (*coupé, berline, SUV, break...*). Désormais, l'image de marque est plus jeune, plus dynamique rendant le produit plus attractif aux yeux des clients. Les différentes études de consommateurs et statistiques confortent que la stratégie opérée fut payante pour le constructeur : l'entreprise se targue d'avoir **80%** de nouveaux clients parmi les ventes de sa nouvelle Classe A ; ce modèle aurait permis de **rajeunir la clientèle d'environ une dizaine d'années en moyenne**.

Fig. 5: Age moyen des acheteurs de véhicules neufs par marque en 2014/15



Source: NCBS; Bryan, Garnier & Co est.

Selon une étude menée par NCBS (New Car Buyer Survey), l'âge moyen d'un acheteur d'un véhicule Mercedes neuf était de **57 ans** en 2014, bien supérieur à ses concurrents premiums BMW et Audi avec une moyenne respectivement de **52 et 51 ans**.

Cependant, cette moyenne tend à baisser grâce à la stratégie payante décrite précédemment : l'âge moyen d'un conducteur de **Classe A** est de **51 ans**, bien en dessous de la moyenne du groupe et est désormais conforme à ses concurrents.

Fig. 6: Le groupe a regagné des parts des marchés en Europe notamment grâce à la Classe A

Nouvelle Mercedes Classe A

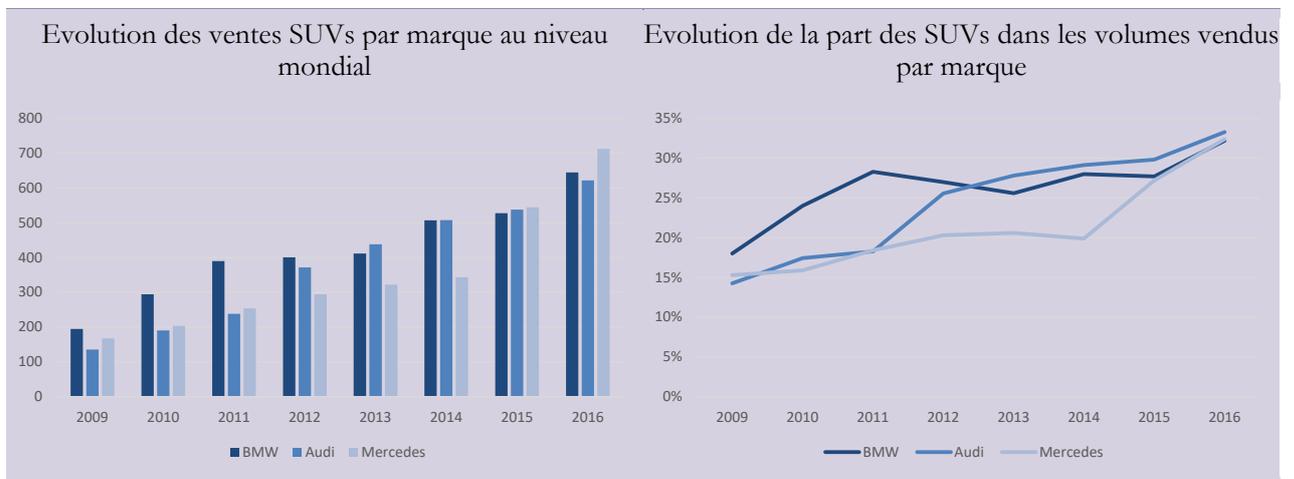


Nouvelle Mercedes GLA (version SUV Classe A)



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

Fig. 7: Et revendique désormais la 1^{er} place sur le segment des SUVs



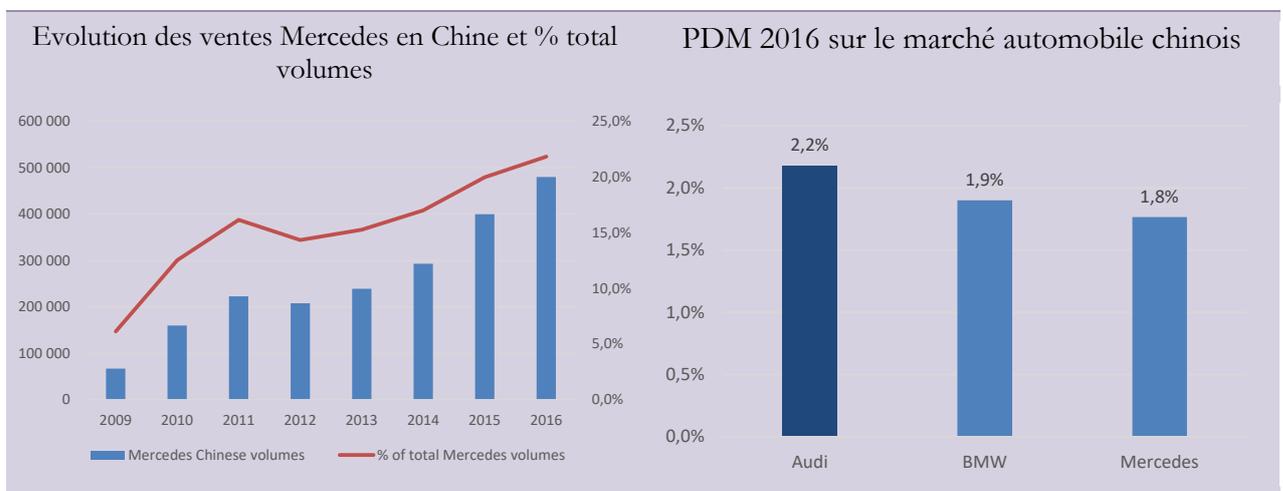
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co est.

Mercedes cherche à rajeunir sa clientèle historique située dans les marchés matures comme en Europe ou aux Etats-Unis. Pourtant, la Chine – premier marché automobile et marché premium mondial – ne connaît pas ce phénomène puisque la moyenne d'âge lors de l'achat d'un véhicule neuf est d'environ **35 ans**. L'apparition d'une nouvelle classe aisée favorise les constructeurs premium qui disposent d'un fort potentiel de croissance et d'un fort taux de pénétration dans un marché encore peu équipé.

4.2. Le marché chinois reste une priorité

En Chine, Daimler affiche une bonne progression, puisqu'avec **480 000 véhicules vendus** en 2016 il dispose d'une part de marché de **2,1%** en constante augmentation depuis 2009 où il ne possédait à l'époque que **0,8%** du marché avec **67 000 unités**. Le groupe reste cependant numéro trois dans le pays derrière **BMW** et **Audi** malgré une forte croissance de ses volumes sur les dernières années. L'effet rattrapage du groupe vis-à-vis de ses deux concurrents et principalement vis-à-vis d'Audi devrait continuer dans les prochaines années d'autant plus que celui-ci n'a pas encore totalement résolu ses difficultés avec une grande partie de ses concessionnaires, ce qui devrait d'après nous pénaliser sa croissance à court terme.

Fig. 8: La chine est le 1^{er} marché du groupe même s'il est dernier sur le marché premium derrière Audi et BMW en volume



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

Cette forte progression des ventes – **multipliées par 6** – s'explique notamment par une réorganisation de sa production et une meilleure distribution de ses véhicules, par le déploiement des modèles en phase avec les goûts des consommateurs locaux. Daimler peut désormais compter sur une forte présence locale à travers son réseau de distribution qui croît rapidement : de **>160 concessions** en 2010 le réseau passe à plus de **500** en 2016 dépassant ainsi celui du numéro un Audi qui est sur le marché depuis 1989.

Sa présence locale est également renforcée par différents partenariats avec des constructeurs Chinois, par le biais de *joint-ventures*. Elle possède principalement deux partenaires historiques : **BAIC** et **BYD**, avec lesquels elle accorde une place majeure à l'électrique.

- En 2005, Daimler se rapproche du numéro 5 Chinois **BAIC Group** et forme **Beijing Benz** pour pénétrer le marché Chinois. Cette alliance lui permet d'allouer une partie de sa production de moteurs et une partie de sa production et la vente de ses voitures phares telles que la Classe C, la Classe E, le SUV GLA et le SUV mid-size GLC. Plus récemment, cette coopération a été étendue au segment du véhicule électrique - qui représente déjà le premier marché mondial – par une prise de participation minoritaire dans **Beijing Electric Vehicle (BJEV)**, une filiale de BAIC spécifiquement dédiée aux véhicules électriques et des investissements massifs dans le développement commun d'un outil de production.

Denza 400 EV



- Puis, elle s'est rapprochée du leader Chinois **BYD** en **2010** pour créer la marque **Denza** à travers une JV, destinée à proposer des véhicules électriques haut de gamme. Cette co-entreprise n'a pour le moment produite qu'un seul modèle, la **Denza 400 EV** qui souffre d'un prix trop élevé (€47 600 en entrée de gamme) et d'une image de marque relativement faible.

La stratégie d'expansion de Daimler en Chine par un positionnement accru sur le segment des NEVs est cohérent pour plusieurs raisons : **1/**le groupe cherche à accroître ses parts de marché sur le segment des NEVs en Chine, le premier marché mondial et qui pourrait représenter près de 30% du total des véhicules vendus sur le marché automobile chinois soit **>10.5m de véhicules d'ici quelques années ; 2/**proposer une gamme suffisante de véhicules zero-emissions pour se conformer aux réglementations des autorités semble être la seule solution. La Chine cherche en effet à imposer un quota en % des véhicules électriques (NEVs) parmi les véhicules neufs vendus qui pourrait être de **8% en 2018, 10% en 2019 et 12% en 2020**, sous peine de sanctions. La concurrence est cependant importante sur ce segment avec la croissance rapide des constructeurs chinois (BYD, BAIC, Geely) qui ont bénéficié d'importantes subventions de la part du gouvernement dans l'optique de créer des « champions nationaux » via son plan Made in China 2025.

Le groupe Daimler a également une joint-venture avec **Foton** pour former le groupe **FotonDaimler Automotive** en 2011 afin d'adresser le marché des véhicules commerciaux et des poids-lourds en Chine, marchés en forte croissance également du fait de l'industrialisation du pays.

La Chine, qui est désormais le premier marché du groupe en termes de volume (22% de ses ventes totales), devrait continuer à contribuer à la forte croissance de la marque Mercedes au niveau mondial étant donné la forte profondeur du marché automobile « premium » chinois. Cependant la contribution au résultat net du groupe reste à ce jour limitée à moins de **5-6%** étant donné que le groupe n'est présent sur ce marché qu'à travers des JV 50-50. C'est à comparer à **8-9%** pour BMW et à **9-10%** pour Audi.

D'après nous l'écart devrait progressivement se réduire entre Daimler et les deux autres constructeurs. Il est important d'ailleurs de noter que cet écart est en parti expliqué par la présence de Daimler sur le segment « Trucks, Vans & Buses » (30% du BPA) qui dilue la contribution en % du RNPG des JVs chinoises sur le segment automobile.

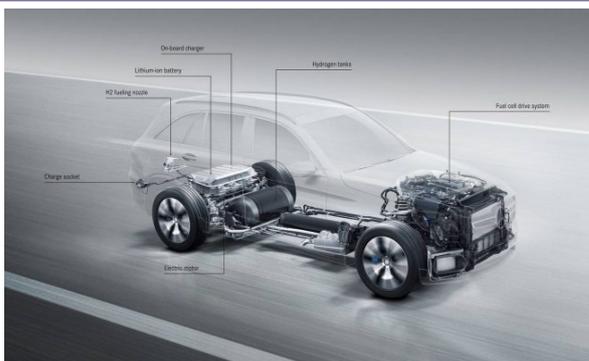
5. Un groupe qui prend son destin en main

5.1. En retard sur l'électrique, mais plus pour longtemps

5.1.1. Un positionnement initial sur l'hydrogène

Longtemps focalisé sur la technologie hydrogène, le groupe a effectué d'importants investissements en R&D pour y développer une pile à combustion de bonne qualité. Son PDG, **Dieter Zetsche**, pensait en effet que la technologie hydrogène permettait une autonomie bien supérieure et nécessitant un temps de recharge moindre à la technologie électrique avec batteries. Cependant, Daimler a dû modifier sa stratégie compte tenu du manque d'infrastructures dédiées aux véhicules électriques, de l'amélioration rapide des performances des batteries électriques et du positionnement de Tesla qui rapidement bouleversé le marché de l'électrique. De plus, alors que le coût de production de batteries électriques diminue rapidement, le coût de la technologie hydrogène lui reste encore très élevé. Le constructeur reste cependant positionné dans l'hydrogène, puisqu'il possède un savoir-faire de qualité et compte sortir quelques modèles utilisant cette technologie. La présence du groupe sur ce marché devrait rester limitée puisque seul un nombre restreint de véhicules, essentiellement destinées à un usage commercial, sera proposé. Même s'ils ressemblent plus à des véhicules d'essai compte tenu de leur faible nombre en circulation, Mercedes a proposé des versions fuel-cell de ses modèles traditionnels tels que la **Classe A** en 2004 et la **Classe B** en 2009. Elle compte poursuivre ce mouvement en lançant le **GLC F-Cell** en 2018 qui sera probablement proposé autour des **€70 000** euros, et dont leur nombre devrait rester limité (c. 1000 produits en 2018).

Fig. 9: Mercedes GLC- F Cell



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

Le véhicule embarque une pile à combustible produite par **Automotive Fuel Cell Corporation**, une JV établie en 2008 entre **Daimler** et **Ford** afin de travailler sur la technologie hydrogène, en collaboration avec NuCellSys. L'autonomie de **500km** annoncée en cycle NEDC est également renforcée par l'ajout d'une batterie électrique lithium-ion rechargeable de 9kWh afin de pallier le manque d'infrastructures sur l'hydrogène. Le modèle sera un des seuls modèles sur le marché et les ventes décevantes de la Toyota Mirai montrent le peu d'intérêt que suscitent ces modèles auprès des consommateurs.

5.1.2. ... avant de définitivement miser sur le BEV

Le positionnement de Tesla et la progressive dureté des normes sur les émissions polluantes (Euro 6b depuis 2015 puis 6c et 6d en 2018 et 2021) a contraint le groupe à investir dans les motorisations dites « alternatives » : l'hydrogène, l'hybride et les batteries électriques. Comme vu précédemment, Daimler a mis de côté la technologie fuel-cell pour la production de véhicules en grande série et se concentre sur les deux dernières. Dans un premier temps, il va étoffer sa gamme de véhicules hybrides, actuellement au nombre de 7 pour en proposer 10 en 2019 et couvrir l'ensemble des segments de véhicules : la **familiale avec la Classe C360E, la berline avec la Classe E350E, le crossover avec le GLC350E et le SUV avec le GLE500E**. Néanmoins, le défi de Daimler réside dans la maîtrise de la technologie électrique avec batterie (BEV) puisqu'il reste en retrait par rapport à ses concurrents, qui possèdent une certaine avance, notamment BMW et son modèle i3.

La stratégie adoptée est agressive pour y parvenir : Près de **€10Mdr d'investissements sont prévus à l'horizon 2022** notamment pour lancer la marque **EQ** (pour « Electric Intelligence ») spécialement dédiée à la technologie électrique avec batteries. Cette nouvelle marque devrait être dotée de 10 nouveaux modèles 100% électriques, dont 3 sous la marque smart d'ici 2022. Mais ces hautes ambitions du groupe dans la motorisation électrique – avoir entre **15 et 25%** de sa gamme de véhicules totalement électriques en 2025, **50%** en y incluant les véhicules hybrides – sont aussi motivées par les besoins de satisfaire les normes prises par les pouvoirs publics. Les réglementations sur les émissions polluantes sont en effet de plus en plus strictes de la part de l'Union Européenne et des Etats-Unis, et accentuées par les différents scandales de triche sur les motorisations diesel.

En tant que constructeur premium, Daimler se démarque par des véhicules aux motorisations plus performantes – notamment via sa marque AMG – et même s'il améliore la qualité de ses moteurs (OM 654) ceux-ci rejettent des émissions plus élevées par rapport aux constructeurs généralistes. En 2016, sa division Mercedes-Benz Cars rejetaient en moyenne 123g CO₂/km alors que le constructeur PSA français n'en rejetait que 102,4g en moyenne. Surtout, le groupe est fortement exposé au diesel, représentant c. **60%** des ventes du groupe en Europe, et c.70 % pour la marque Mercedes-Benz. Pour rappel, dans l'optique de réduire les émissions de CO₂ et de NO_x, les législateurs Européens et Américains imposent des normes de plus en plus strictes : En 2021, les émissions moyennes de CO₂ pour les nouveaux véhicules vendus devront être de 95g/km tandis que les normes sur les normes vont également durcir.

Afin de réduire sensiblement sa moyenne, Daimler n'a donc pas d'autre choix que **1/d'utiliser** des systèmes de dépollution (type SCR) pour ces nouveaux modèles contre des systèmes NO_x trap, **2/de se retirer progressivement de la motorisation diesel** (comme aux Etats-Unis où il a décidé de ne pas solliciter un nouvel agrément) et **3/de développer les technologies hybrides/électriques**.

Le constructeur allemand aura donc décidé de choisir la troisième solution en dévoilant un lourd programme d'investissement autour de la voiture électrique, programme qui va représenter environ 10% des investissements annuels du groupe sur ces dix prochaines années.

Pour rappel le constructeur doit également faire face, comme d'autres constructeurs, à des accusations de tricherie suite à l'installation potentielle d'un logiciel permettant la réduction des émissions polluantes dans des conditions de tests. Les véhicules concernés, environ 1 million en Europe et aux Etats-Unis et équipés des moteurs OM 642 et OM 651, pourraient entraîner des sanctions financières non négligeables au constructeur.

Nous estimons qu'une amende pourrait coûter entre **\$200 et 300m** uniquement aux Etats-Unis, s'ils appliquent le même barème que Volkswagen (\$7 000) tandis que les potentielles compensations (basées sur celles réglées par VW) pourraient coûter au groupe environ **\$1,8Mds** au groupe (voir partie sur la valorisation pour plus de détails).

5.1.3. Des investissements nécessaires pour internaliser la production de batteries

Pour rappel, du fait de son manque d'expertise dans le domaine de l'électrification, Daimler s'était rapproché de Tesla en 2009 (en prenant une participation de 9% du capital pour €45m) afin de s'approvisionner en batteries électriques et en chaînes de transmission. La motorisation électrique de la **Classe B**, principal véhicule électrique proposé par le groupe (véhicule dont la commercialisation est sur le point d'être arrêté du fait de son faible succès) fut d'ailleurs fournie par Tesla. Cependant, dans cette logique d'investissement dans l'électrique, le groupe adopte désormais une stratégie d'indépendance vis-à-vis de l'approvisionnement et l'assemblage de batteries électriques. Pour y parvenir, le groupe souhaite investir près de **€1Mds**, soit **10%** des investissements prévus à l'horizon 2022 sur l'électrique, dans des capacités d'assemblages. Cet investissement servira principalement à agrandir sa capacité de production et d'assemblage en étendant son usine déjà existante (€500m pour l'usine de Kamenz) et par la construction d'une nouvelle usine en Chine avec sa joint-venture Chinoise (c.€320m en imaginant que les investissements de la JV soient sur la base 50/50). A la manière de la Gigafactory de Tesla, Daimler vise à une réduction des coûts de production grâce aux économies d'échelles générées et cherche à quadrupler sa capacité actuelle dès mi-2018. Nous jugeons cette stratégie comme agressive puisqu'elle consiste à augmenter rapidement la production (80 000 batteries depuis sa création) dans un laps de temps très court afin d'équiper le million de véhicules électriques avec batteries prévu d'ici à 2020. Une demande moins importante que prévu pour la marque EQ pourrait donc avoir une double répercussion sur les comptes du groupe, puisqu'en plus de ne pas amortir les coûts de développement des nouveaux véhicules, les sites d'assemblages des batteries resteraient sous utilisés.

Si les batteries sont majoritairement destinées à équiper les futurs véhicules électriques, Daimler souhaite également les utiliser pour d'autres applications.

5.1.4. Des batteries utiles pour d'autres applications

Le groupe présente des similitudes avec Tesla notamment sur sa volonté d'étendre son cœur de métier et proposer une utilisation alternative pour ses batteries électriques, afin justement de réduire ce risque sur le taux d'utilisation.

Cette stratégie permettra au groupe une diversification et un meilleur écoulement de ses batteries au profit d'une baisse de coût unitaire d'assemblage. Plus généralement, l'entreprise s'inscrit dans une stratégie déjà amorcée par Tesla qui est de proposer aux utilisateurs un « écosystème » permettant à l'utilisateur d'évoluer dans un environnement où l'énergie produite par les batteries solaires permet de recharger le véhicule électrique, réduisant encore le coût d'utilisation du véhicule.

Il est donc logique que Mercedes-Benz Energy – comme Tesla – ait signé des partenariats avec des entreprises spécialisées dans la fabrication et la pose de panneaux solaires, comme **Vivint Solar** pour faciliter son entrée sur le marché. De plus, le marché du stockage de l'énergie reste encore une niche et relativement peu concurrentiel: il n'a représenté que **\$320m** l'année dernière aux Etats-Unis mais pourrait rapidement occuper une place importante avec **\$19Mds** au niveau mondial cette année selon IHS Markit.

Fig. 10: Comparatif technique entre MB's Energy Storage et Tesla's Powerwall

	Mercedes-Benz's Energy Storage	Tesla's Powerwall 2.0
Partnership	Vivint Solar	Solar City
Cell technology	Lithium-on	Lithium-on
Number of cells	100	896
Storage Capacity	2.5 kWh (up to 20 kWh)	13.5kWh (DC version)
Final price (incl. Installation)	~ €8,000/€9,000	€6,850

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

Lorsque nous comparons les caractéristiques techniques des batteries de Mercedes-Benz et le Powerwall de Tesla, il apparaît que cette dernière est bien plus performante. Nous pensons que cette supériorité de Tesla se traduira dans les parts de marché puisque la qualité et l'autonomie des batteries reste le critère n°1 à l'achat.

Le positionnement de Daimler dans ce domaine nous paraît être très complémentaire avec les autres activités liées à l'électrification même si dans ce domaine du stockage à domicile nous ne voyons pas le groupe dans une position de leader.

5.2. Une volonté évidente de se positionner sur le véhicule autonome

5.2.1. La nécessité des partenariats pour rattraper son retard

Le groupe développe la technologie du véhicule autonome depuis longtemps. Déjà en 1995, Mercedes développait un véhicule autonome capable d'accélérer et de freiner (une W140 Classe S modifiée) qui a pu effectuer en quasi-autonomie le trajet Munich-Copenhague dans le cadre du projet Européen **Eureka PROMETHEUS**. Agissant souvent en solitaire, le groupe récemment compris l'importance des partenariats avec d'autres entreprises, technologiques et/ou gestionnaires de flotte, afin de réduire les coûts en R&D, parvenir à la technologie plus rapidement et obtenir un savoir-faire qu'elle ne possède pas dans d'autres secteurs (notamment ride-sharing).

Surtout, il cherche à ne pas se faire distancer par les autres constructeurs et les nouveaux acteurs dans ce marché qui pourrait représenter entre **€40Mds** et **€60Mds** de nouvelles opportunités de marché selon les études. Si le groupe développe actuellement des véhicules équipés de niveau 2 d'automatisation de la conduite, (comme l'ensemble des acteurs sur le marché automobile) en grande majorité en raison des contraintes légales, il apparaît nettement en retrait notamment face à ses concurrents « premiums » (BMW en tête). On remarque ainsi les récents efforts du groupe pour rapidement gagner en savoir-faire et respecter son calendrier fixé sur l'automatisation de ses véhicules (niveaux 4 & 5 d'automatisation sur la période 2020-2021) en réalisant des investissements et des partenariats avec des start-ups et d'autres acteurs avec une forte valeur ajoutée technologique. Nous estimons cependant que les objectifs fixés par le groupe (tant en volumes de vente qu'en niveau d'autonomie) **semblent peu réalisables en l'état malgré les récents efforts opérés**.

5.2.2. Plus offensif sur le segment du ride-sharing

Une des modifications majeures des futures transformations du marché automobile réside dans le changement de mobilité de la part des consommateurs, et de leur rapport à la possession d'un véhicule. Les dernières générations (Y et Z) ne ressentent plus autant le besoin de posséder le véhicule et préfèrent l'utiliser uniquement lorsqu'ils en ont besoin. **McKinsey estime qu'à l'horizon 2030, 10% des véhicules vendus pourraient être destinés à un usage locatif**.

Face à ce phénomène, Daimler doit s'adapter et dépasser son business model traditionnel de vente de véhicules et proposer d'autres usages, comme le « ride-sharing » comme le « ride-sharing » ou le « car-sharing ». N'ayant aucune expertise sur ce segment relativement nouveau, Daimler n'a pas d'autres choix que de réaliser des partenariats avec des acteurs du secteur ou de collaborer avec des équipementiers pour s'y positionner. Le partenariat avec **Uber** effectué en janvier 2017 est en ce sens cohérent car il lui permet d'accéder à une base de données et un réseau important d'utilisateurs (>40m) qui prendrait beaucoup de temps et d'investissements au groupe pour en constituer un identique. Le groupe a également signé un partenariat avec le leader mondial des équipementiers automobiles **Bosch** pour développer des taxis autonomes à l'horizon 2023 afin de partager les investissements lourds en R&D, accélérer le développement du véhicule autonome et se positionner sur d'autres formes de mobilité.

La stratégie du groupe à l'heure actuelle n'est cependant pas clairement définie. Si Daimler développe actuellement une alternative à la mobilité actuelle à travers des applications mobiles (Car2go notamment) et plus particulièrement sur le ride-sharing, il reste évasif quant à son application avec le véhicule autonome.

Contrairement à **BMW** qui a clairement indiqué qu'il souhaite concurrencer les acteurs directement sur le marché (Uber, Lyft), Daimler peut se contenter de louer ses véhicules à des gestionnaires de flottes, cités précédemment, ou les concurrencer directement à travers le développement d'une application mobile propre. Nous optons pour la deuxième hypothèse pour plusieurs raisons : **1/** Son concurrent direct, BMW souhaitant le faire, il semble probable que Daimler souhaite également être directement en compétition sur ce segment. **2/** Il possède déjà l'application mobile, et son réseau d'utilisateurs ne cesse d'augmenter (>2m). **3/** Posséder le véhicule qu'elle loue à l'utilisateur peut lui procurer une certaine flexibilité, en ajustant les modèles disponibles selon les catégories d'utilisateurs qu'elle souhaite viser notamment et ainsi éviter de perdre le contact avec le client.

L'application de la technologie du véhicule autonome sur ses voitures apparaît cruciale pour Daimler qui cherche à se créer une expertise sur ce marché qui demeure cependant très concurrentiel du fait de l'apparition de nouveaux acteurs externes à l'industrie automobile tels que les entreprises technologiques. Le groupe cherche à rester indépendant afin de ne pas devenir le « Foxcomm d'Apple » selon les termes de son PDG Dieter Zetsche.

Moins concurrentiel, cette technologie appliquée aux segments des camions pourrait permettre au groupe de jouir d'avantages non-négligeables.

5.2.3. L'opportunité du segment des camions autonomes

Daimler souhaite étendre le champ d'application de la technologie autonome vers d'autres segments comme **les camions et les bus**.

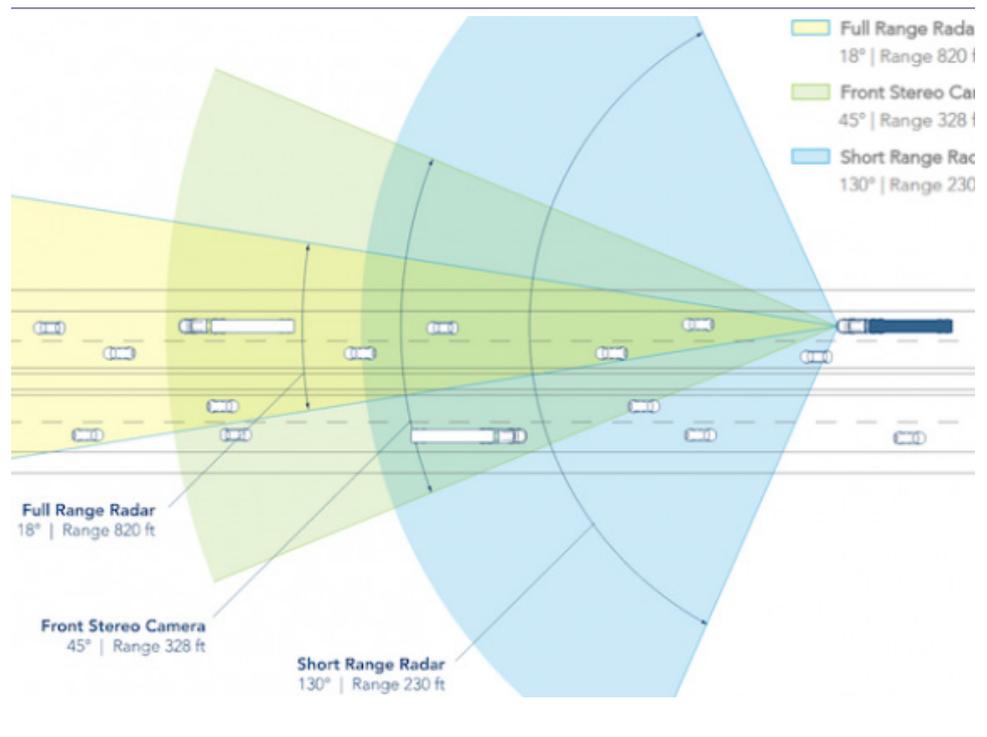
Nous pensons que cette idée va dans le bon sens pour plusieurs raisons : **1/** les applications de la technologie autonome sont plus concrètes et financièrement très avantageuses pour le client final (société de transport); **2/** le relatif manque de concurrence et son avance sur le segment des camions autonomes peut permettre à Daimler de jouir d'une situation favorable.

Une automatisation – même partielle – de la conduite permet une meilleure productivité et une réduction des coûts. Le rôle du conducteur change lui permettant d'effectuer des tâches de maintenance et de logistique à la place de la conduite rendant une meilleure allocation de son temps possible. Certaines études (PWC) indiquent le gain se situe entre **€17 000 et €32 400 par an** et par camion (20-20% du coût opérationnel annuel d'un camion) selon l'avancée de la technologie, principalement grâce à la suppression du coût de la main d'œuvre et une meilleure gestion des coûts en carburant (qui représentent environ 70% du coût total).

De plus, même si ses concurrents sur le segment des camions se positionnent sur la technologie autonome (MAN, Volvo, DAF, Iveco et Scania), ainsi que l'entreprise Uber (via Otto), la concurrence sur ce segment reste à ce jour plutôt limitée. Le groupe a d'ailleurs déjà réalisé des essais sur autoroute en Allemagne et a récemment reçu l'autorisation de l'Etat de l'Arizona pour procéder à des tests en situation réelle.

En ce sens, Daimler semble bien positionné – grâce à sa marque Freightliner, leader aux Etats-Unis – pour s'approprier des parts de marché conséquentes aux U.S., où 70% du fret est effectué par camion.

Fig. 11: L'autopilot sur les camions c'est pour bientôt ?



Source: Daimler; Bryan, Garnier & Co ests.

Daimler développe une technologie baptisée Highway Pilot Connect qui permet notamment une communication **V2I** et **V2V** en connectant les camions les uns avec les autres de manière à ce qu'ils puissent se suivre, à la manière d'un peloton (« platooning »). Ce procédé permettrait d'obtenir un retour sur investissement important, comme celui de réduire de **5-7%** la consommation de carburant, une sécurité renforcée, et une réduction de **50%** de l'espace requis de circulation sur autoroute.

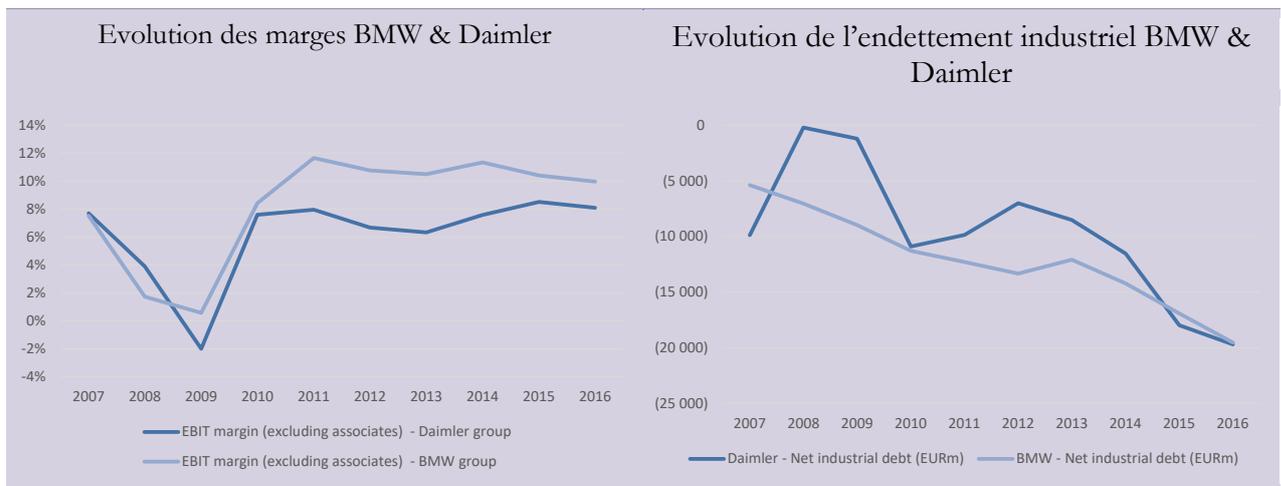
6. A la recherche de création de valeur pour mieux passer le cycle

6.1. Des marges et des FCF sous pression à court/moyen terme ?

Alors que l'industrie allemande doit faire face, depuis maintenant quelques années, à plusieurs accusations liés à des tricheries sur les émissions (suite au dieselgate de VW en 2015), mais également à de potentielles ententes anticoncurrentielles (2017), les constructeurs « premium » doivent continuer à investir massivement en R&D afin de développer des compétences dans l'électrique et dans le véhicule autonome.

Bien que la santé financière du secteur et plus particulièrement des constructeurs allemands soit actuellement plus que saine, le besoin à moyen terme de plus de flexibilité financière pourrait rapidement changer la donne, surtout si le cycle automobile ralenti à court/moyen terme, comme nous l'anticipons chez BG.

Fig. 12: Des constructeurs en bonne santé mais qui offrent peu de potentiel d'amélioration sur les marges/FCF à court terme



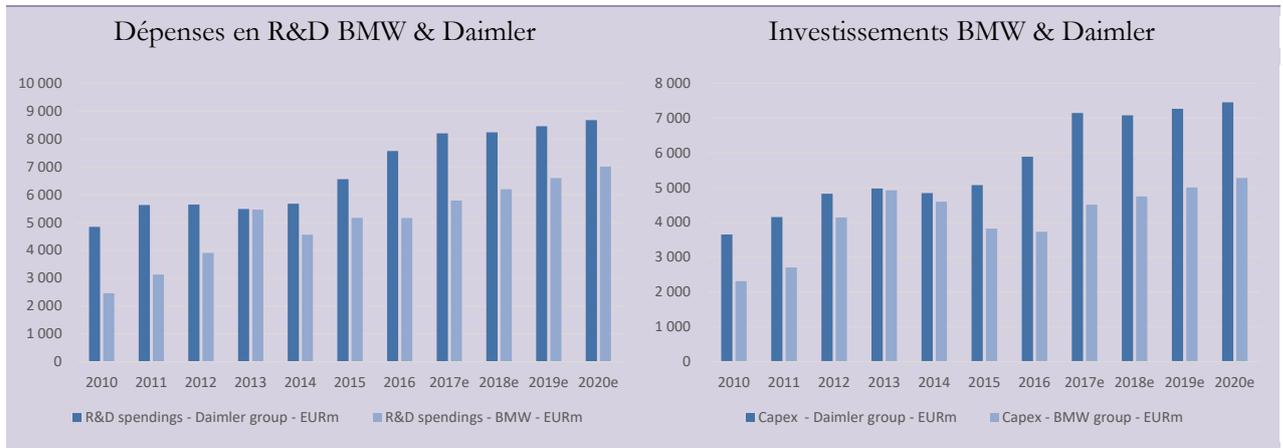
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co est.

Les fortes ambitions de Daimler dans l'électrique l'oblige à augmenter drastiquement ses dépenses de R&D et ses investissements par rapport au précédent cycle, alors même que nous anticipons un ralentissement à la fois de la croissance du marché mais également à la fois de la performance commerciale du groupe.

Pour 2017/18 le constructeur indique prévoir augmenter ses dépenses de R&D de **>€500m** par an par rapport à 2016 et **€1,5Mdr/an** par rapport à 2015, principalement sur le segment Mercedes-Benz tandis que les dépenses d'investissements devraient elles augmenter de **>€1,1Mdr/an** par rapport à 2016 et de **€2Mdr/an** par rapport à 2015.

Au final, le groupe prévoit donc sur les deux prochaines années d'accroître de **€2,6Mdr** ses dépenses totales afin de financer la stratégie du groupe dans l'électrique et dans le véhicule autonome, faisant de Daimler le constructeur qui dépense le plus dans le segment premium, devant BMW, en valeur.

Fig. 13: Daimler reste le constructeur « premium » qui dépense le plus en R&D et en investissements

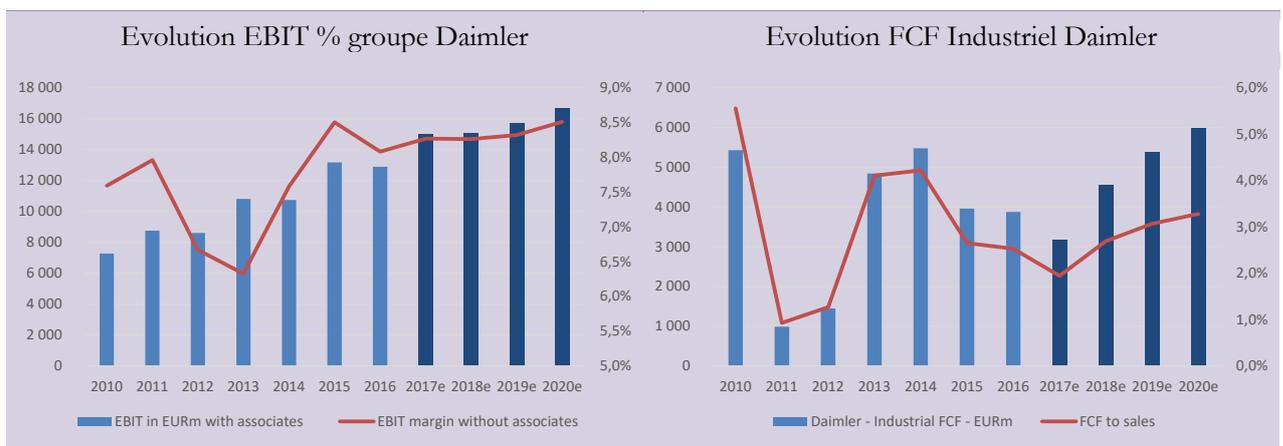


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Comme indiqué précédemment cet accroissement des dépenses est nécessaire au groupe afin de développer la nouvelle EQ et de développer les capacités industrielles dans le domaine de l'assemblage de batteries. A court terme la pression sur les marges et sur la génération de FCF devrait se faire ressentir, d'autant plus que nous anticipons une légère baisse de la marge de segment Mercedes-Benz Vans sur 2017-18 après avoir atteint un record en 2016. La base de comparaison sur 2018 par rapport à 2017 devrait également être défavorable suite à la revalorisation de >€180m de la participation de Daimler dans **Here** (identique pour BMW), au détriment du segment Mercedes-Benz (MB).

Dans notre modèle Daimler nous anticipons ainsi un tassement de la marge opérationnelle sur 2017-18 (marge groupe), légèrement au-dessus de 8% contre 8,5% en 2016 avec une marge sur le segment MB en légère croissance à 8,8% puis à 9%. Cette légère pression sur les marges sera également accompagnée d'une pression sur le FCF industriel, notamment sur 2017, suite à l'augmentation à la fois des dépenses d'investissements et des frais de R&D capitalisés.

Fig. 14: A court-terme la marge du groupe ne devrait pas augmenter



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

6.2. Une revue stratégique pour créer de la valeur et lever des fonds ?

C'est dans ce contexte que le management de Daimler a indiqué, durant la publication de ses résultats semestriels le 26 juillet dernier, avoir lancé **une revue stratégique** dans le cadre d'une restructuration de ses activités. Pour rappel, **Daimler** est le seul constructeur dans notre couverture BG à avoir une exposition significative (30% du BPA) à une activité autre que l'automobile, à travers ses divisions « Trucks, Vans & Buses ». Le constructeur BMW est également exposé à une autre activité, à travers sa présence sur le segment des deux roues (BMW Motorrad), mais l'exposition au niveau du BPA reste limitée à seulement 2%.

Daimler pourrait ainsi scinder une partie de ses activités dans des entités juridiques séparées dans le **cadre d'une restructuration**, permettant au groupe de créer de la valeur en plus de lever des fonds si certaines de ses activités sont mises en bourse. Ce délicat exercice de scission d'actifs dans le secteur automobile est une stratégie déjà éprouvée par le constructeur FCA lorsqu'il a introduit **Ferrari** à Wall Street en octobre 2015. Grâce à cette introduction, **Sergio Marchionne**, le patron de FCA et de Ferrari, a réussi à récupérer près **d'\$1Mds** (€925Mds) pour réduire la dette de FCA et pour participer au financement de son ambitieux plan d'investissement de **€52Mds d'ici à 2018**. Après ce succès Sergio Marchionne a annoncé en août 2017 vouloir continuer à créer de la valeur pour les actionnaires, soit en nettoyant le groupe de ses composants non strictement automobiles, soit en cédant/introduisant en bourse les marques les plus profitables (Jeep, Maserati et potentiellement Alfa Romeo une fois le positionnement de la marque vers le segment premium mieux établi).

C'est cette même logique que Daimler aimerait suivre, potentiellement avec son activité « Trucks, Vans & Buses », activité qui représente aujourd'hui **30% du CA du groupe, >30% de résultat opérationnel et environ 30% du BPA**. Cette activité offrant peu de synergies avec l'activité traditionnelle automobile du groupe (marques Mercedes-Benz et Smart), le titre Daimler est pénalisé par une décote de conglomérat conséquente lorsque l'entité est valorisée par SOTP.

D'après nos estimations, en valorisant les segments « Trucks, Vans & Buses » avec les multiples actuels de **Volvo** (>65% du CA et >10,5x l'EBIT et 13x le BPA), le concurrent direct de Daimler dans le domaine des véhicules lourds, nous arrivons à une **VE de €32,7Mds** pour cette entité, soit environ 60% de la VE de Daimler sur le cours actuel. Implicitement cela implique qu'au cours actuel, en prenant en compte **€10Mds** de provisions liés aux risques sur le diesel aux États-Unis et à l'antitrust en Europe, que le marché valorise les marques Mercedes-Benz et Smart (en intégrant la captive financière à 1,0x la BV) à **€25Mds soit seulement €5Mds au-dessus de la VE de FCA** (>€22Mds) alors que le constructeur américain est moins profitable que l'allemand, n'est pas sur le même segment, et fait face également à un risque également sur le diesel aux États-Unis.

Sans prendre en considération les **€10Mds** liés aux risques sur le diesel aux États-Unis on arrive à **€15Mds de VE**, soit une VE seulement **€3Mds au-dessus de PSA (€12Mds)**.

D'après nous, cet écart anormal de valorisation, liées notamment aux incertitudes sur le diesel en Europe et au ralentissement de cycle du secteur pourrait être résorbé par la mise en bourse de certains actifs, obligeant les investisseurs à mieux valoriser le groupe (plus de décote de conglomérat). D'après la revue allemande, *Manager Magazin*, la nouvelle organisation pourrait être présentée lors de la grande réunion générale annuelle du groupe, soit le **05 Avril 2019** au plus tard.

Daimler

Nous valorisons le groupe à **€101/action** à travers un SOTP, sans prendre de décote de conglomérat, ce qui implique **>45%** de potentiel sur le dernier cours.

C'est à comparer à des primes respectives de **55%, 28% et 12%** sur nos SOTP pour **Renault, PSA et BMW**.

Fig. 15: La méthode du SOTP nous donne un *upside* conséquent sur Daimler

Sum-of-the-parts method - 2017	Multiple/ price	Stake	Method	2017	Value	Value per share
Automotive - Mercedes Benz						
Revenues Mercedes Benz	50%	100%	EV/Sales	94 235	47 117	44
EBIT Mercedes Benz (excluding associates)	6.0x	100%	EV/EBIT	7 929	47 577	44
EPS Mercedes Benz (excluding associates)	10.0x	100%	P/E	4	39	39
Automotive - Mercedes Benz (average)	-	0%	-	0	45 638	43
Automotive - Truck, Vans & Buses						
Revenues Daimler Trucks, Vans & Buses (net of eliminations)	65%	100%	EV/Sales	46 491	30 219	28
EBIT Daimler Trucks, Vans & Buses (net of eliminations - excluding associates)	10.5x	100%	EV/EBIT	3 992	41 918	39
EPS Daimler Trucks, Vans & Buses (net of eliminations - excluding associates)	13.0x	100%	P/E	2	29	29
Automotive - Truck, Vans & Buses (average)	-	0%	-	0	34 539	32
Other activities						
Daimler Financial Services (@ latest Book value)	1.0x	100%	Book value	10 875	10 875	10
Stake in Renault group	81	3%	Share Price	273	689	1
Other activities					11 564	11
Sum of the parts					91 890	86
- Net industrial debt/cash					22 042	21
- Minority Interest value - Market Value EURm					(1 777)	(2)
+ Financial assets - Market value EURm - excluding stake in Renault group					9 065	8
- Pensions Liabilities (N-1) - EURm					(9 034)	(8)
- Risk linked to "dieselgate" & antitrust issues in cars in Europe					(5 000)	(5)
Total liabilities					16 058	15
Daimler implied equity value					107 799	101
Shares outstanding					1 070	
Last price						69
Upside/downside						45%

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

7. Daimler – Nos estimations

Fig. 16: Daimler – Tableau de résultat - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	117 982	129 872	149 467	153 261	163 246	169 216	175 495	182 058
Change (%)	3,2%	10,1%	15,1%	2,5%	6,5%	3,7%	3,7%	3,7%
EBITDA	15 179	15 742	18 560	18 368	21 417	21 723	23 349	24 537
% of sales	12,9%	12,1%	12,4%	12,0%	13,1%	12,8%	13,3%	13,5%
Operating margin with restructuring	10 811	10 743	13 176	12 890	14 995	15 087	15 738	16 668
% of sales	9,2%	8,3%	8,8%	8,4%	9,2%	8,9%	9,0%	9,2%
Change (%)	25,5%	-0,6%	22,6%	-2,2%	16,3%	0,6%	4,3%	5,9%
Operating margin* with ass. Excl. rest.	10 029	9 686	11 644	11 563	12 891	12 983	13 634	14 564
% of sales	8,5%	7,5%	7,8%	7,5%	7,9%	7,7%	7,8%	8,0%
Financial results	(672)	(570)	(432)	(316)	(423)	(394)	(355)	(312)
Tax	(1 419)	(2 883)	(4 033)	(3 790)	(4 314)	(4 317)	(4 489)	(4 661)
Tax rate	14,0%	28,3%	31,6%	30,1%	29,6%	29,4%	29,2%	28,5%
Profits from associates	3 345	897	464	502	1 494	1 105	1 138	1 172
Minority interests	(1 878)	(328)	(287)	(258)	(268)	(279)	(290)	(302)
Net profit	6 842	6 962	8 424	8 526	9 989	10 097	10 603	11 392

Source: Daimler; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 17: Daimler – Tableau de flux - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating cash flows	8 619	6 791	13 596	14 141	15 101	15 792	16 987	18 043
Change in working capital	(1 427)	(4 308)	(1 280)	149	(508)	(548)	(829)	(816)
Capex, net	(6 907)	(6 307)	(7 336)	(8 833)	(9 550)	(9 645)	(9 915)	(10 286)
Financial investments, net	6 510	8 461	10 117	13 544	268	279	290	302
Dividends	(2 618)	(2 565)	(2 895)	(3 678)	(3 477)	(3 496)	(3 534)	(3 711)
Other	(213)	299	161	(3 699)	0	0	0	0
Net debt	(8 521)	(11 534)	(17 980)	(19 699)	(22 042)	(24 971)	(28 799)	(33 146)
Free Cash flow	4 842	5 479	3 960	3 874	5 551	6 147	7 071	7 757

Source: Daimler; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 18: Daimler – Bilan - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Tangible fixed assets	21 779	23 182	24 322	26 381	27 141	27 697	27 544	27 413
Intangibles assets	9 388	9 367	10 069	12 098	14 465	16 919	19 376	21 924
Cash & equivalents	16 453	14 927	17 061	20 629	22 972	25 901	29 729	34 076
current assets	70 441	77 145	91 847	102 052	106 032	110 063	115 302	121 074
Other assets	66 910	79 941	90 928	102 457	102 668	102 817	102 974	103 138
Total assets	168 518	189 635	217 166	242 988	250 307	257 496	265 196	273 550
L & ST Debt	77 738	86 689	101 142	117 686	117 686	117 686	117 686	117 686
Others liabilities	48 100	59 281	62 463	67 352	69 084	70 270	71 517	72 825
Shareholders' funds	42 680	43 665	53 561	57 950	63 487	69 522	76 013	83 105
Total Liabilities	168 518	189 635	217 166	242 988	250 256	257 478	265 216	273 616
Capital employed	115 097	112 924	127 052	169 059	172 521	175 906	178 860	181 906

Source: Daimler; Bryan, Garnier & Co ests.

Daimler

Fig. 19: Daimler – Ratios - %

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating margin	9,2%	8,3%	8,8%	8,4%	9,2%	8,9%	9,0%	9,2%
Tax rate	14,0%	28,3%	31,6%	30,1%	29,6%	29,4%	29,2%	28,5%
Net margin	5,8%	5,4%	5,6%	5,4%	6,1%	6,0%	6,0%	6,3%
ROE (after tax)	38,5%	39,5%	36,5%	32,5%	35,8%	35,4%	35,2%	35,1%
ROCE (after tax)	9,6%	8,5%	8,7%	7,6%	8,7%	8,6%	8,8%	9,2%
Gearing	-5,1%	-6,7%	-8,3%	-8,1%	-8,8%	-9,7%	-10,9%	-12,1%
Pay-out ratio	35,2%	37,6%	41,3%	40,8%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Number of shares, diluted	1 069	1 070						

Source: Daimler; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 20: Daimler – Données par action - €

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS	6,40	6,51	7,87	7,97	9,34	9,44	9,91	10,65
Restated EPS	6,40	6,51	7,87	7,97	9,34	9,44	9,91	10,65
% change	12,1%	1,7%	21,0%	1,2%	17,2%	1,1%	5,0%	7,4%
EPS bef. GDW	6,40	6,51	7,87	7,97	9,34	9,44	9,91	10,65
BVPS	157,03	176,40	202,00	226,03	232,57	239,06	246,02	253,59
Operating cash flows	8,06	6,35	12,71	13,22	14,12	14,76	15,88	16,87
FCF	4,53	5,12	3,70	3,62	5,19	5,75	6,61	7,25
Net dividend	2,25	2,45	3,25	3,25	3,27	3,30	3,47	3,73

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

8. Daimler – Valorisation

Le groupe étant exposé à différentes activités nous valorisons Daimler à travers un **SOTP** en plus d'un **DCF** et en plus de multiples comme nous le faisons déjà pour les autres valeurs du secteur. **Nous valorisons Daimler à €87.**

Fig. 21: Résumé des méthodes de valorisation (€/action)

	FV
SOTP	101
EV/Sales	66
EV/EBIT	68
P/E	115
DCF	89
Implied FV	87
Latest share price	66,5
Upside	32%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

8.1. Valorisation par SOTP (€101)

Comme indiqué précédemment dans le rapport (partie 6.2) nous valorisons Daimler à travers un SOTP. Nous valorisons le groupe à **€101/action**, sans prendre de décote de conglomérat, ce qui implique **>45%** de potentiel sur le dernier cours.

8.2. Valorisation par les multiples (€83)

Comme pour les autres valeurs du secteur automobiles initiées chez Bryan Garnier nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Daimler**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2017-2026 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€66**, **€68** et **€115** de FV. Nous valorisons **Daimler** avec un multiple de **45% le CA**, **5,5x l'EBIT** et à **10x le P/E** en ligne avec les comparables européens, américains et asiatiques premiums.

8.3. Valorisation par DCF (€89)

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

- un **WACC à 10,3%** qui correspond à un coût du capital, le groupe ayant une dette nette négative. Nous prenons un **beta à 1,20**, une **prime de risque de 7%** et un **taux sans risque à 1,6%**.
- Un **taux de croissance à l'infini de 3%**, impliquant une surperformance de **Daimler** par rapport au marché automobile (+1,9%)
- Une **marge d'EBIT (avec restructurations et sans les JVs)** moyenne de **8,5%** et une marge à l'infini de **8%**.

Fig. 22: Daimler – Estimations DCF - €m

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Revenues - Core business	163 246	169 216	175 495	182 058	188 924	195 824	203 031	210 561	218 435	226 671
Revenue Growth Rate	-	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%
Operating Margin	8,3%	8,3%	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%
EBIT (excluding JVs & Associates, with restr. Charges)	13 501	13 982	14 600	15 495	16 457	17 025	17 621	18 247	18 906	19 599
Adjustment for provisions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Taxes on EBIT	(3 997)	(4 108)	(4 261)	(4 416)	(4 580)	(4 745)	(4 912)	(5 086)	(5 268)	(5 459)
(+/-) Movements in working capital	(508)	(548)	(829)	(816)	(1 248)	(1 363)	(1 435)	(1 511)	(1 592)	(1 678)
(+) Depreciation and amortization	6 423	6 636	7 611	7 869	8 138	8 418	8 710	9 014	9 332	9 664
(-) Capital Expenditures	(7 183)	(7 192)	(7 459)	(7 737)	(8 029)	(8 323)	(8 629)	(8 949)	(9 283)	(9 634)
(-) Intangibles	(2 367)	(2 454)	(2 457)	(2 549)	(2 645)	(2 742)	(2 842)	(2 948)	(3 058)	(3 173)
Free Cash Flow	5 869	6 317	7 205	7 846	8 093	8 271	8 513	8 768	9 036	9 320
Present Value of Free Cash Flow	5 447	5 314	5 495	5 424	5 071	4 698	4 383	4 092	3 823	3 574

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 23: Daimler – DCF @ €89

PV of Free Cash Flows	47 321
PV of Terminal Value	40 215
EV implied - EURm	87 536
- Net industrial debt/cash	(19 699)
- Minority Interest value - Market value EURm	2 035
+ Financial assets (Market Value EURm)	4 098
- Pensions Liabilities (N-1) - EURm	9 034
- Risk linked to dieselgate & to antitrust on cars in Europe	5 000
Daimler implied Equity value	95 265
Shares outstanding	1 070
Implied Target Price - EUR	89

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Dans nos différents calculs de FV, nous intégrons une provision de **€5Mds** liée au scandale qui touche Daimler sur le diesel aux Etats-Unis et à l'enquête de la commission européenne sur les implications du groupe dans un potentiel cartel avec les constructeurs allemands pour fixer les prix des systèmes de traitement des émissions de moteur diesel.

Nous initions donc la couverture sur Daimler avec une FV à €87 ce qui implique >30% de potentiel. Nous initions à l'Achat sur ce dossier.

9. Daimler – SWOT

Fig. 24: Daimler – analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Position dominante sur le marché premium (n°1 mondial depuis 2016) « Top management » qui travaille sur une potentielle revue stratégique pour créer de la valeur en scindant le groupe en plusieurs entités Positionnement premium associé à une bonne image de marque et désormais à une image de marque « plus jeune » Un positionnement produit cohérent avec la politique de prix permettant au groupe de générer des marges élevées (8-10%) Présence directe sur les nouveaux services de mobilité 	<ul style="list-style-type: none"> Investissements massifs dans la technologie électrique et autonome pouvant entraîner une forte pression sur la marge à court/moyen terme Faiblement exposé aux marchés émergents excepté la Chine Un levier opérationnel sous pression depuis quelques années, la marge sur le segment automobile restant stable malgré une forte hausse des volumes Sa présence sur le segment des « Trucks » rend le groupe d'autant plus vulnérable durant des phases de ralentissement de cycles économiques.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Augmentation de la part du segment « premium » dans les pays émergents (notamment en Chine) grâce à la montée du pouvoir d'achat Potentiel de croissance sur le véhicule électrique, segment sur lequel le groupe a désormais des ambitions plus grandes que BMW Les applications de la technologie autonome sur les voitures et les camions 	<ul style="list-style-type: none"> Réglementations sur les émissions polluantes obligeant le groupe à rapidement prendre des mesures pour proposer des véhicules électriques Augmentation des prix des matières premières (<i>notamment pétrole</i>) Une montée en puissance de Tesla sur le segment C avec son Model 3 alors que le groupe souhaite se développer sur ce segment avec sa nouvelle EQC

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

10. Daimler en bref

Le groupe **Daimler** naquit en **1926** de la fusion entre **Daimler-Motoren-Gesellschaft** (DMG), fondé en **1890** par **Gottlieb Daimler** et **Wilhelm Maybach**, et **Benz & Cie**. Cette dernière, créée par **Karl Benz** est à l'origine de la création de la première automobile du monde en 1885, la **Motorwagen**.

En **1998**, Daimler fusionne avec le constructeur américain **Chrysler** pour former **DaimlerChrysler**. Cette fusion permettait au groupe allemand de pénétrer le marché américain, l'un des plus importants marchés du secteur déjà à l'époque. Néanmoins, des problèmes de gouvernance interne et la forte concurrence des constructeurs asiatiques eurent raison de ce rapprochement et précipitant la vente de **80,1%** de Chrysler au fond d'investissement **Cerberus Capital Management** en 2007 pour **€5.5Mds**. Daimler conserve le reste du capital et est rebaptisé Daimler. Daimler-Benz abandonnera le reste de ses parts en 2009 lorsque Chrysler Group se mettra au couvert du "Chapter 11". Le groupe américain sera ensuite progressivement racheté par Fiat en 2009 avant de devenir l'unique propriétaire le 1^{er} janvier 2014 puis de fusionner en août.

Fig. 25: Time-line – groupe Daimler

Benz & Company, 1883–1926

Daimler Motoren Gesellschaft AG, 1890–1926

Daimler-Benz AG, 1926–1998

DaimlerChrysler AG, 1998–2007

Daimler AG, 2007–present

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

Depuis sa création, le groupe allemand opère principalement sur la production et la vente de voitures – qui représente aujourd'hui encore **58%** du chiffre d'affaires et **63%** du résultat courant bien que le groupe se soit diversifié sur le segment des camions (avec le rachat de Freightliner en 1981 et de Fuso en 2005), des camionnettes et des bus ces vingt dernières années. Depuis 2007, il propose également des solutions de financement et d'assurance à travers sa division **Daimler Financial Services** qui représente une part faible de son chiffre d'affaires et de ses résultats (13% du CA et 13% de son résultat courant) mais qui demeure indispensable pour soutenir l'achat ou le leasing de ses véhicules « premiums » aux prix importants. Historiquement très présent en Europe et surtout en Allemagne, le groupe possède près de **17 sites de production** et de R&D dans ce pays, et ses ventes tous segments confondus représentent environ **15%** de ses ventes totales. Sur ce marché il reste deuxième constructeur en terme de volumes, derrière Volkswagen mais se classe premier devant BMW et Audi sur le segment « premium ».

Le groupe est désormais le 14^e constructeur mondial en volume et est récemment redevenu le leader du segment premium en 2016 avec **3,1%** de part de marché devant BMW (2.7%). En 2016, il a réalisé un CA d'**€153Mds** (+2,5%) pour un résultat opérationnel d'**€12,9Mds** (-2%) et un résultat net d'**€8,7Mds** (+0,8%). Au total, en 2016, il frôle la barre symbolique des 3 millions d'unités vendues dont 2,2m de voitures, 415k camions, 359k camionnettes et 26k bus.

10.1. Mercedes-Benz Cars – 58% du CA, 63% de l'EBIT

La division « Cars » est la plus ancienne et la plus importante division du groupe en termes de contribution au chiffre d'affaires et au résultat net : elle représente c. 58% du CA et c.>60% du résultat net en 2016. Elle s'articule autour de quatre marques fortes : **Mercedes-Benz, Maybach, Smart et AMG** qui permettent au groupe de s'adresser à un éventail large de clients premiums possédant des besoins différents.



- **Mercedes-Benz** est la marque historique du groupe et celle qui réalise la grande majorité des ventes de voitures du groupe (c. 88%). Initialement positionnée sur les segments D et E, elle a su s'adapter aux demandes des consommateurs pour proposer avec succès des voitures compactes et des modèles SUV. Même si la **Mercedes Classe C** reste le modèle phare de la marque, une augmentation sensible des ventes de la Classe A est visible depuis quelques années, en ligne avec la stratégie du groupe de gagner des parts de marchés sur des segments autrefois non-adressés par soucis d'image.

MAYBACH

- Auparavant un constructeur de voitures de luxe, **Maybach** est racheté en 1960 par Daimler afin de couvrir ce segment en interne (segment F). Après les ventes décevantes des Modèles 57 et 62 en 1997, surpassées par Rolls Royce et Bentley, Daimler met un terme à la marque en 2012 avant de la **relancer en 2014**. Désormais, **Mercedes-Maybach** vend ses véhicules sous l'appellation de **Classe S** mais reste réservée à une clientèle aisée en raison du prix d'entrée élevé de **95 000€**. Ce type de modèle représente environ <4% des ventes totales du groupe.

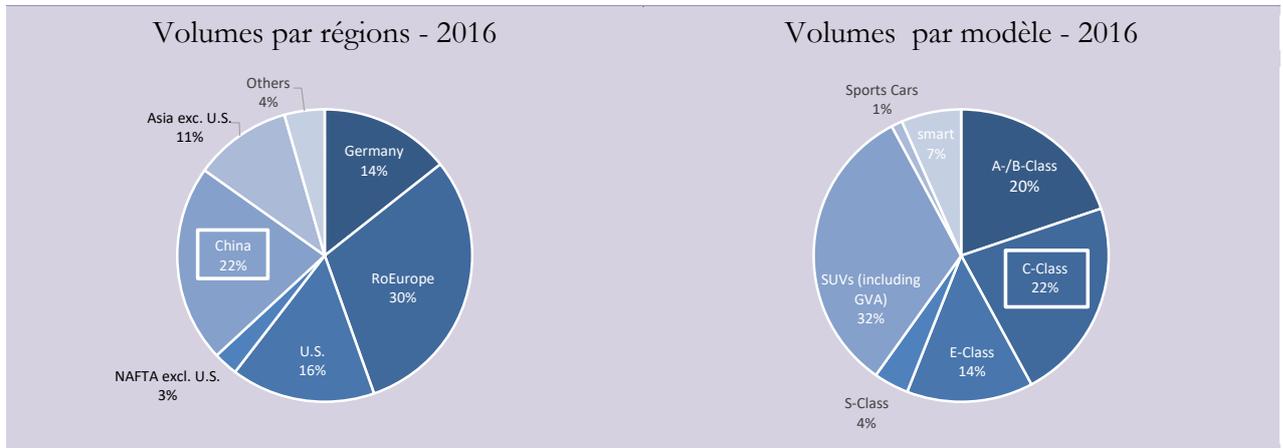


- Créée en 1994 sous l'impulsion du groupe horloger suisse **Swatch** en collaboration avec Mercedes-Benz, la marque **Smart** se distingue par son positionnement peu commun. Sous le nom de **Micro Compact Car AG (MCC)**, de 2002 à 2006 l'entreprise, spécialisée dans la manufacture de micro-voitures citadines à deux places, opère sous le nom **smart GmbH**, puis est entièrement reprise et incorporée dans la division Mercedes-Benz du groupe allemand Daimler AG. Son modèle phare, la *Fortwo* appartient au segment B0 (taille <3m) et fait la particularité de cette marque qui s'adresse principalement à une population jeune et urbaine. La gamme de véhicules proposée est relativement limitée (seulement 3 modèles) rendant son **positionnement très spécifique**. Les volumes de *smart* représentent c.7% du total de la division.



- N'acceptant pas le retrait de Mercedes-Benz de la compétition automobile à la fin des années 60, deux ingénieurs Allemands **Aufrecht** et **Melcher** décident de fonder **AMG**. Elle représente la branche sportive de la division depuis 1999. Encore aujourd'hui, la marque se distingue par des modèles de haute performance (*le seul constructeur mondial avec 15 modèles dépassant les 500ch*) touchant un marché de niche avec environ 27,000 véhicules vendus l'année dernière. Même si cela représente **moins de 1% des ventes totales** du groupe, la marque demeure essentielle pour l'image qu'elle véhicule.

Fig. 26: Un constructeur auto très exposé à la Chine et à son modèle Classe C



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

En 2016, le groupe est redevenu le leader mondial sur le segment des voitures premium, avec près de **2,05m** de véhicules vendus grâce aux renouvellement de véhicules phares pour le groupe (dont la nouvelle Classe A et la nouvelle Classe E) dans sa stratégie de rajeunissement lui permettant de toucher un nouveau public. De plus, elle s'est progressivement lancée sur des segments dont elle n'était pas historiquement présente, comme les SUV et les citadines, afin de saisir les fortes opportunités de croissance venant notamment des marchés chinois et américain.

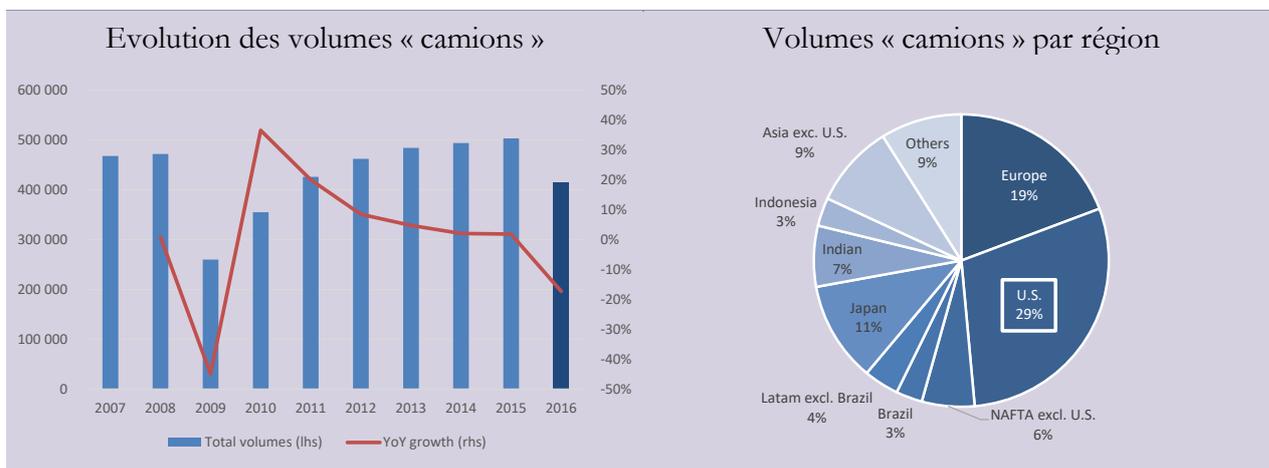
La Chine est le premier marché du groupe en 2016 avec 480 000 véhicules vendus devant les Etats-Unis et l'Allemagne (avec respectivement 347 000 et 314 000). La contribution de ce marché au RNPG du groupe devrait continuer à croître durant les prochaines années, le marché premium restant porteur tandis que le groupe devrait continuer à étendre son réseau de distribution. Même s'il ne représente plus que le troisième marché du groupe, l'Allemagne reste son cœur historique et demeure son marché principal en Europe avec environ 14% de ses ventes totales, se classant deuxième en parts de marché derrière Volkswagen.

10.2. Daimler Trucks – 21% du CA, 14% de l'EBIT

La division camion du groupe se compose de **5 marques** : **Freightliner, Fuso, Western Star et BharatBenz**. Elle contribue environ à hauteur de **13%** du chiffre d'affaires et **13%** du résultat net du total du groupe restant une activité importante pour le groupe même si sa contribution au % du RNPG de fait que chuter depuis 10 ans, l'activité automobile générant bien plus de croissance.

Sur l'année 2016, Daimler a vendu 415 108 camions en recul de **17%** par rapport à 2015 mais en progression de **16%** par rapport à l'année 2010 dans un marché mondial en recul. Les Etats-Unis restent de loin le premier marché du groupe avec **>29%** des ventes devant le Japon (11%) et l'Allemagne (8%). Malgré une internationalisation croissante de ses ventes liée à la volonté du groupe d'adresser les marchés émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine), Daimler Trucks reste encore très dépendant des marchés européens et américains, le réseau de transport routier étant plus développé dans ces régions.

Fig. 27: Un constructeur camion encore très européen et américain



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

En **Europe** le groupe est leader, notamment sur son marché principal l'**Allemagne**, tout comme au **Brésil** grâce à sa marque Mercedes-Benz Trucks positionnée sur les Medium/Heavy Duty Trucks. Il est également bien présent sur le marché NAFTA dont les Etats-Unis représentent 83% de ses ventes grâce à un succès de ses marques **Freightliner** (racheté en 1981) et **Western Star** sur le segment des Classes 6 & 8.

Au total, le groupe est présent dans **>15 pays** grâce à **23 sites** de production et de R&D surtout localisés en Europe (8) et aux Etats-Unis (7), ses deux marchés principaux). Afin de pénétrer les marchés russes et chinois, le groupe a signé deux partenariats sous forme de JVs avec des acteurs locaux.

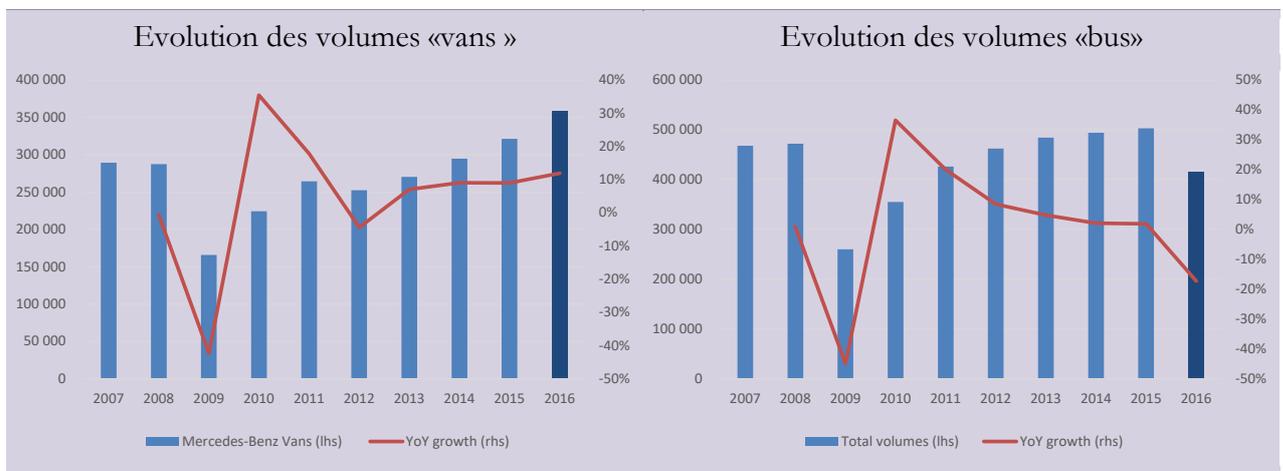
- Daimler possède un partenariat avec **KamAZ** – le leader sur le marché des camions en Russie – depuis **2008**. La joint-venture créée en 2015 sous le nom de **Daimler Kamaz RUS** produit quatre modèles de camions de Mercedes-Benz (Actros, Atego, Axor et Unimog) ainsi que le modèle Canter de la marque Fuso pour le marché Russe. Cela s'ajoute à la coopération entre les deux groupes sur l'approvisionnement de moteurs et d'essieux de la part de Daimler à sa contrepartie russe. Enfin, il possède une participation minoritaire de **15%** dans KamAZ.
- En Chine, le groupe possède une JV 50-50 avec **Beiqi Fotor Motor** depuis **2011** sous le nom de **Beijing Foton Daimler Automotive (BFDA)**. Elle permet à Daimler de pénétrer le marché

chinois avec le lancement en 2016 d'un 43-tonnes, l'**Auman EST** (désigné « camion Chinois de l'année 2017 ») également décliné dans sa version heavy-duty truck, l'**Auman GTL**. Le groupe fournit son moteur OM 457 pour ces deux modèles.

10.3. Daimler – Autres activités industrielles

Au-delà de l'activité automobile et de l'activité camion, le groupe est également exposé à deux autres segments industriels : **les buses, et les vans**, deux segment offrant peu de synergies à la fois au niveau des investissements et à la fois au niveau des dépenses en R&D. Ces deux segments contribuent ensemble à moins de **13%** du CA Automobile et à **11%** du CA total du groupe Daimler.

Fig. 28: Daimler est également connu pour ses vans et ses bus



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

Ces deux activités pourraient d'après nous être cédées par le groupe, dans une logique de restructuration pour financer les nombreux investissements nécessaires dans l'activité automobile. D'après nos estimations le groupe pourrait potentiellement récupérer entre **€12 et €13Mdr** (VE) de flexibilité financière (soit deux années d'investissements pour les activités automobiles et camions), tout en réduisant son résultat opérationnel de **15%**. Un rapatriement de certains véhicules de type « camionnettes légères/pickup » pourrait être effectué vers la marque automobile (Classe X par exemple).

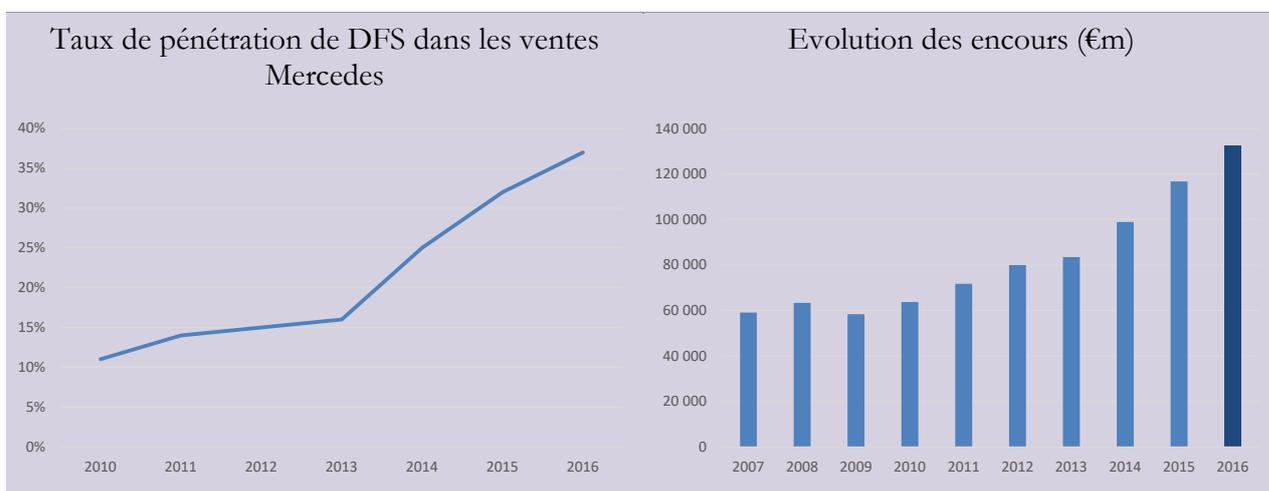
10.4. Daimler Financial Services – 13% du CA, 13% de l'EBIT

En 2007, Daimler développe la division Financial Services destinée à apporter des solutions de financement, de *leasing*, d'assurance ainsi que d'apporter de nouvelles solutions de mobilité et de gestion de flottes à travers la mise en place d'applications mobiles.

Cohérente avec les ventes du groupe et de sa contribution aux résultats du groupe, la division *Cars* représente la majorité des contrats avec c. 68% pour un montant d'environ **€90.1bn**. Même si la division *Financial Services* ne contribue que faiblement au chiffre d'affaires et au résultat net du groupe (respectivement pour 13% et 14% du CA et du RNPG), elle demeure essentielle dans la stratégie d'expansion du groupe vers une nouvelle clientèle. Elle permet en effet de faciliter l'accès de ses véhicules haut de gamme à des clients pouvant être freinés par des prix relativement élevés, notamment pour la clientèle plus jeune, nouvelle cible du constructeur.

Sur la période 2007-2016, la division affiche une bonne progression : elle enregistre une augmentation de 137% de son CA, de 176% son résultat courant avant impôts à **€1,7Mdr** permettant à son résultat net de **tripler**. Son taux de pénétration affiche une croissance de **26 points à 37%**, confirmant sa bonne position dans la conquête de nouveaux clients (même si le groupe reste loin des **50%** de taux de pénétration de BMW). L'acquisition d'**Athlon** – le leader Européen de la location longue durée – en décembre 2016 pour **€1,1Mdr** a permis de renforcer la position du groupe sur le marché de la gestion de flottes en augmentant la taille de son parc de véhicules.

Fig. 29: Daimler est également connu pour ses vans et ses bus



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

En excluant l'acquisition d'Athlon, le groupe reste majoritairement exposé aux Etats-Unis, qui représentent le tiers des montants des contrats suivi par l'Allemagne (16%) qui possède une forte culture du *leasing*.

Un ralentissement plus important que prévu de la demande sur le marché américain pourrait avoir un effet négatif sur le bilan du groupe et ses ratios de solvabilité et de rentabilité, au détriment ratio de perte sur crédit de DFS.

Page laissée blanche intentionnellement

25 septembre 2017

Industrie Automobile

Bloomberg	UG FP
Reuters	PEUP.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	20 / 13
Capitalisation Boursière (MEUR)	17 427
Valeur d'Entreprise	13 170
Volume moyen 6 mois (000 actions)	2 926
Flottant	58,4%
TMVA BPA (3 ans)	12,1%
Gearing (12/16)	-41%
Rendement (12/17e)	2,75%

Fin Décembre	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
C. d'affaires (MEUR)	54 030	55 984	74 951	77 500
EBIT (MEUR)	2 505	3 161	3 313	3 803
BPA Publié (EUR)	1,89	2,12	2,20	2,69
BPA dilué (EUR)	1,91	2,12	2,20	2,69
EV/CA	0,21x	0,24x	0,18x	0,17x
EV/EBITDA	2,0x	2,2x	1,9x	1,7x
EV/EBIT	4,6x	4,2x	4,1x	3,5x
P/E	10,1x	9,1x	8,7x	7,2x
ROCE	24,9	22,7	19,8	20,4



Peugeot

Le plus dur reste à faire

Fair Value 19EUR (cours 19,26EUR)

VENTE
Initiation de couverture

Longtemps à la recherche d'un partenaire à qui s'adosser afin de grandir dans une industrie de volumes et d'absorption de coûts fixes (GM, Mitsubishi, BMW...), le constructeur français aura finalement acquis Opel/Vauxhall, la filiale européenne en perte de GM. Cette opération peu disruptive renforcera le positionnement du groupe sur des marchés qu'il tentait de fuir depuis quelques années. Nous initions sur ce dossier à la Vente (FV à €19).

■ **Un groupe qui protège sa marge au détriment des volumes:**

Longtemps peu profitable du fait de sa petite taille et de son positionnement, PSA, depuis l'arrivée de Carlos Tavares en 2014, a démontré qu'il était capable de protéger sa marge et son « pricing power » même si cela s'est fait au détriment de sa pdm mondiale. Le groupe fait désormais parti des constructeurs généralistes les plus rentables.

■ **Sur le point d'acquérir Opel/Vauxhall, par opportunisme:**

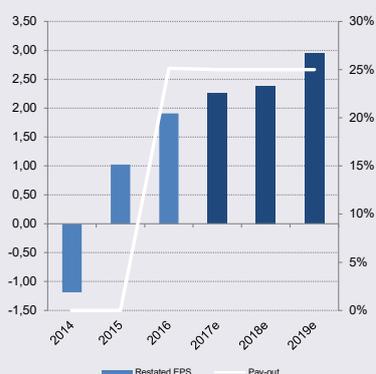
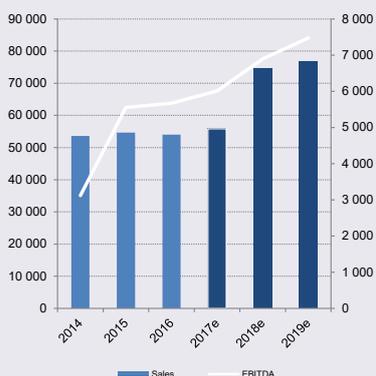
Officialisé en mars 2017, le rachat d'Opel/Vauxhall pour €2,3Mds (dont €1,8Mds à la charge de PSA) par PSA bouleverse totalement la stratégie initiée par le PDG depuis maintenant 3 ans. Alors que ses ambitions initiales étaient de faire croître le groupe à l'international, tout en continuant à améliorer son image de marque, le PDG se retrouve désormais à la tête du plus européen et du plus généraliste des constructeurs, alors que la demande mondiale est sur le point de ralentir. D'après nous ce rachat est plus opportuniste que stratégique et devrait être dilutif en termes de croissance et de profitabilité sur les prochaines années (-150/200 pb).

■ **Le plus dur reste à venir, nous initions à la Vente :**

Le manque de visibilité à court terme, combiné à aucun potentiel sur titre malgré des estimations et une FV ne prenant pas entièrement en compte les potentiels coûts additionnels de restructurations liés à cette acquisition, nous incitent à initier Peugeot à Vente (FV à €19). Le titre se paie actuellement avec une prime de 20% sur ses multiples historiques malgré le manque de visibilité sur les futurs niveaux de profitabilité de la nouvelle entité et une sous-performance commerciale évidente à attendre à court terme.

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

Peugeot



Activités

Le constructeur français PSA est présent sur trois métiers: 1/le design, la fabrication et la vente de véhicules sous les marques Peugeot, Citroën, DS, Opel et Vauxhall; 2/Faurecia est l'un des principaux équipementiers automobiles mondiaux dans trois activités : Automotive Seating, Emissions Control Technologies et Interior Systems et 3/la banque BPF qui accompagne et finance les clients lors de leurs achats. Le constructeur reste l'un des acteurs du secteur les plus exposés à l'Europe et le moins exposé à la Chine.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	53 607	54 676	54 030	55 984	74 951	77 500	79 905
Change (%)	-0,9%	2,0%	-1,2%	3,6%	33,9%	3,4%	3,1%
Adjusted EBITDA	3 119	5 555	5 673	6 084	7 033	7 630	7 926
EBIT	223	1 911	2 505	3 161	3 313	3 803	3 698
Change (%)	-%	756%	31,1%	26,2%	4,8%	14,8%	-2,8%
Financial results	-763	-642	-268	-253	-336	-328	-322
Pre-Tax profits	-258	1 706	2 365	3 162	3 384	3 945	3 864
Exceptionals	-682	-936	-730	-570	-570	-570	-870
Tax	-313	-706	-517	-885	-948	-1 105	-1 082
Profits from associates	282	437	128	254	408	470	487
Minority interests	-151	-303	-419	-386	-471	-528	-569
Net profit	-973	834	1 624	1 890	1 966	2 312	2 213
Restated net profit	-973	834	1 424	1 890	1 966	2 312	2 213
Change (%)	-54,1%	-%	70,9%	32,7%	4,0%	17,6%	-4,3%
Cash Flow Statement (EURm)							
Operating cash flows	4 642	6 328	5 931	4 804	3 825	5 423	5 539
Change in working capital	1 747	942	471	942	-622	258	222
Capex, net	-2 428	-2 968	-3 574	-3 695	-4 947	-5 037	-5 194
Financial investments, net	135	-107	243	-1 130	0,0	0,0	0,0
Dividends	173	3,0	-14,0	-413	-477	-496	-605
Other	842	-1 498	-1 653	386	471	528	569
Net debt	-548	-4 560	-6 813	-6 766	-5 638	-6 056	-6 365
Free Cash flow	2 141	2 811	2 058	1 109	-1 122	385	345
Balance Sheet (EURm)							
Tangible fixed assets	10 831	10 894	11 293	11 947	11 311	10 575	9 816
Intangibles assets	4 348	4 769	5 454	7 477	9 919	12 311	14 641
Cash & equivalents	9 959	10 896	12 208	12 161	11 033	11 451	11 760
current assets	22 031	19 424	21 188	20 707	20 919	21 628	22 234
Other assets	24 002	14 023	7 218	7 185	7 375	7 400	7 424
Total assets	61 212	49 110	45 153	47 316	49 523	51 914	54 115
L & ST Debt	2 814	7 482	6 187	6 187	6 187	6 187	6 187
Others liabilities	40 874	17 140	26 309	27 124	28 231	29 239	30 261
Shareholders' funds	17 524	14 487	12 657	14 005	15 105	16 488	17 667
Total Liabilities	61 212	39 109	45 153	47 316	49 523	51 914	54 115
Capital employed	10 169	9 452	10 172	11 858	14 110	15 443	16 732
Ratios							
Operating margin	0,42	3,49	4,64	5,65	4,42	4,91	4,63
Tax rate	-121	41,39	21,86	28,00	28,00	28,00	28,00
Net margin	-1,81	1,52	2,64	3,38	2,62	2,98	2,77
ROE (after tax)	-5,21	5,16	11,11	11,56	10,97	11,66	10,25
ROCE (after tax)	19,72	16,95	24,85	22,66	19,81	20,39	19,66
Gearing	-3,65	-21,14	-41,19	-36,53	-27,04	-26,54	-25,82
Pay out ratio	0,0	0,0	25,15	25,00	25,00	25,00	25,00
Number of shares, diluted	806	832	860	900	900	900	900
Data per Share (EUR)							
EPS	-1,24	1,03	1,89	2,12	2,20	2,69	2,57
Restated EPS	-1,19	1,02	1,91	2,12	2,20	2,69	2,57
% change	-78,7%	-%	86,6%	11,1%	4,0%	22,0%	-4,3%
EPS bef. GDW	-1,24	1,03	1,89	2,12	2,20	2,69	2,57
BVPS	22,38	17,92	14,72	16,29	17,57	19,17	20,54
Operating cash flows	5,76	7,61	6,90	5,34	4,25	6,03	6,16
FCF	2,66	3,38	2,39	1,23	-1,25	0,43	0,38
Net dividend	0,0	0,0	0,48	0,53	0,55	0,67	0,64

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

Sommaire

1. Investment Case.....	118
2. Peugeot en six graphiques.....	119
3. Le plus dur reste à venir.....	120
4. La marge opérationnelle comme objectif, au détriment des parts de marché.....	121
4.1. Un « pricing power » plus strict que la concurrence.....	122
4.2. Une réduction drastique des coûts.....	122
4.2.1. Une optimisation de l'outil industriel au profit du taux d'utilisation.....	122
4.2.2. De nouvelles plateformes pour plus de synergies entre les modèles.....	124
4.3. Des difficultés encore à régler.....	125
4.3.1. Un réel problème en Chine.....	125
4.3.2. Un groupe peu présent dans les pays émergents.....	128
4.4. Et si la croissance venait des nouveaux services ?.....	130
4.4.1. Revenir sur le marché américain grâce à Travelcar ?.....	130
4.4.2. En avance par rapport à ses concurrents ?.....	131
5. La transition vers les motorisations alternatives est difficile.....	133
5.1. Un groupe pionnier dans l'optimisation des moteurs thermiques.....	133
Un savoir-faire : le système Blue HDi.....	133
5.2. ... mais à la traîne dans les motorisations alternatives.....	135
5.2.1. Les échecs successifs de l'HYbrid4 et de l'Hybrid Air.....	135
5.2.2. L'électrique, le grand absent.....	136
6. L'acquisition d'Opel/Vauxhall, réelle stratégie ou simple opportunisme ?.....	138
6.1. A la recherche de la « taille critique ».....	138
6.2. Des marques en difficulté fortement exposées au marché européen.....	139
6.3. Vers une probable restructuration des marques.....	141
7. Peugeot – Nos estimations.....	144
8. Peugeot – Valorisation.....	146
8.1. Valorisation par SOTP (€24).....	146
8.2. Valorisation par les multiples (€15).....	147
8.3. Valorisation par DCF (€25).....	148
9. Peugeot – SWOT.....	150
10. PSA en bref.....	151
10.1. Division Automobile – 63% du CA – 52 % de l'EBIT.....	151
10.2. Faurecia – 35% du CA – 30% de l'EBIT.....	153
10.3. Banque PSA Finance.....	154
Bryan Garnier stock rating system.....	155

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Dans le cadre d'une note sur les constructeurs automobiles, nous initions la couverture du constructeur français **Peugeot (PSA)**, 1^{er} constructeur en France devant Renault, et désormais 2^{ème} constructeur européen derrière **VW** suite au rachat d'Opel/Vauxhall début 2017. Depuis l'arrivée en 2014 de **Carlos Tavares**, l'ancien n°2 de Renault, le groupe privilégie désormais le « pricing power » au profit de la marge par véhicule mais au détriment des volumes et des parts de marché. Cette stratégie, digne d'un constructeur premium, permet au groupe de faire partie du cercle réduit des constructeurs généralistes les plus rentables, mais implique une perte de vitesses commerciale dans des marchés à fort potentiel. **L'intégration des marques Opel/Vauxhall devrait être dilutive pour le groupe jusqu'en 2026.**

Attractif ou non?



Valorisation

Nous valorisons le groupe à travers un SOTP en plus d'un DCF et de multiples afin de mieux appréhender la valeur des différents métiers du groupe. Pour rappel, Peugeot consolide toujours **100%** de **Faurecia** (Achat, FV à **€50**) grâce à sa participation de **47%** au capital de l'équipementier. Nous avons une **FV de €19** sur le dossier post-intégration des marques Opel/Vauxhall. **Nous initions la couverture du titre à la Vente.**

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Lors de l'annonce officielle de la finalisation de cette opération (1^{er} Aout 2017), le groupe a indiqué vouloir présenter un plan de redressement de la marque dans les **100 prochains jours (9 Novembre 2017)**. Pour rappel, les ambitions de PSA pour Opel/Vauxhall sont de générer une marge opérationnelle de **2% en 2020** et de **6% en 2026** contre des pertes avant.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Le consensus nous semble délicat à analyser suite à l'annonce du rachat d'Opel/Vauxhall, certains analystes intégrant l'opération alors que d'autres non (BG : 01/01/2018)

Quels risques?

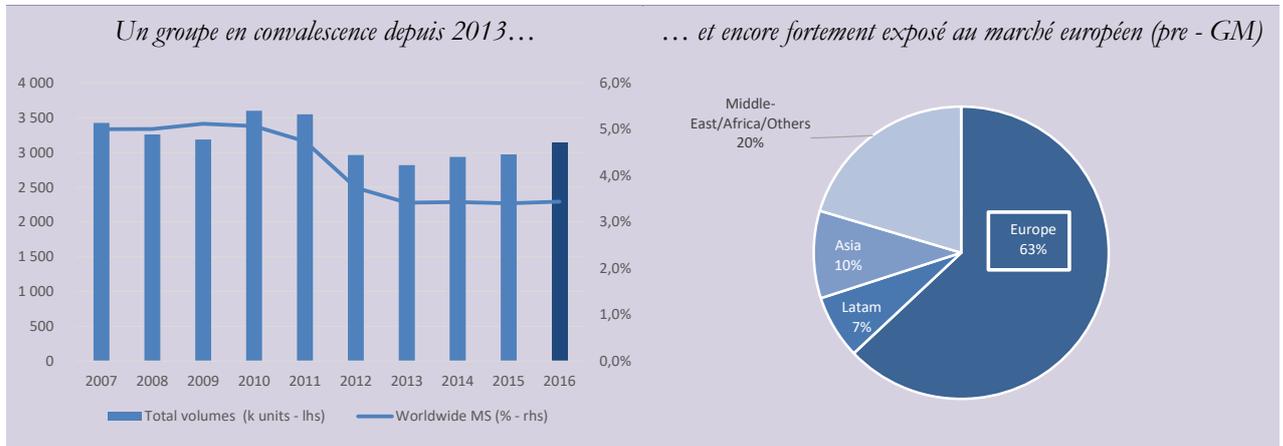


Risques

Un redémarrage du **marché automobile européen** pourrait dynamiser les volumes de PSA ainsi que sa part de marché mondial, ce marché représentant **>70%** de ses volumes. Les synergies pourraient être plus importantes et plus rapides que prévu.

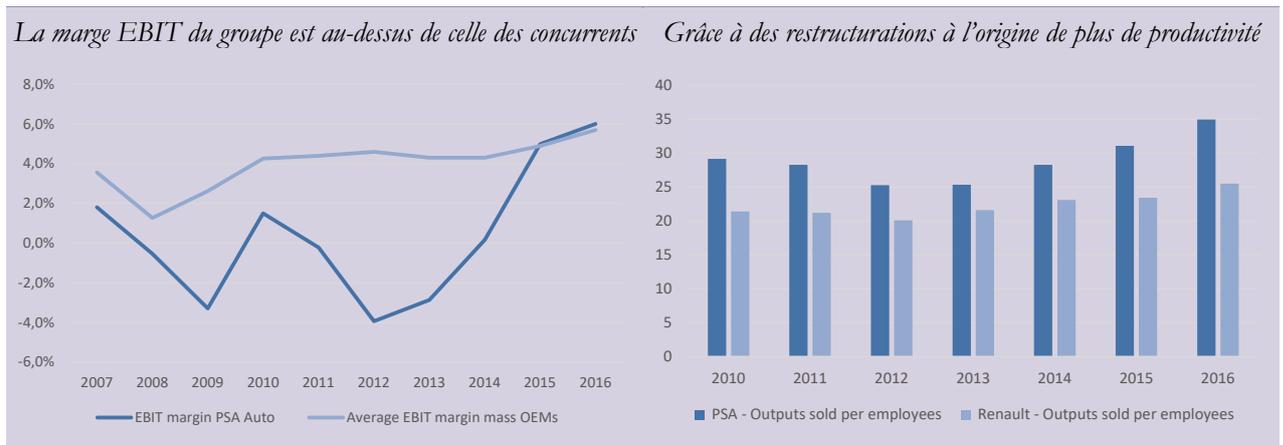
2. Peugeot en six graphiques

Fig. 1: Un groupe qui a perdu des parts de marché depuis 2007...



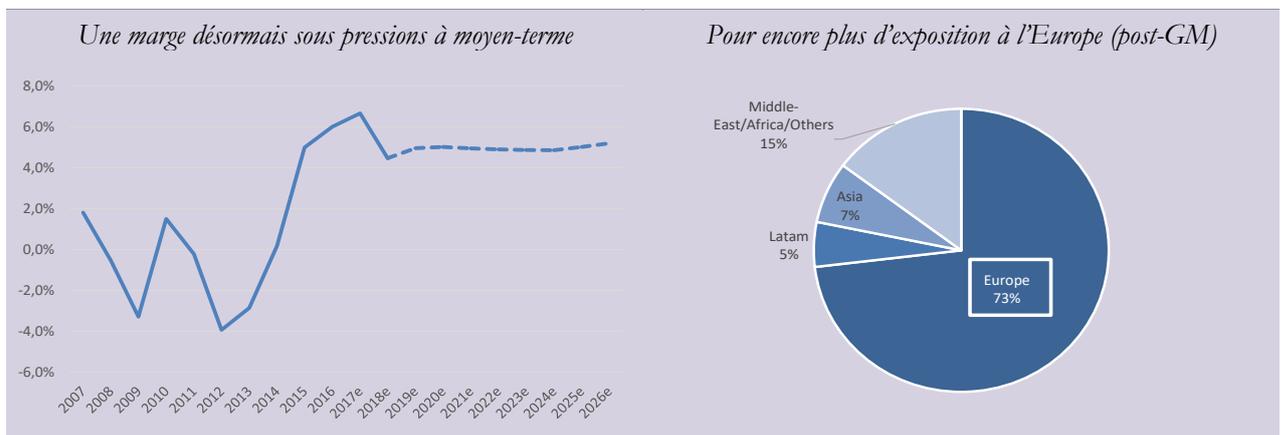
Source: PSA; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: Mais qui a retrouvé du « pricing power » et de la flexibilité industrielle



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

Fig. 3: PSA fait machine-arrière avec le rachat d'Opel ?



Source: PSA; Bryan, Garnier & Co ests.

3. Le plus dur reste à venir

Longtemps à la recherche d'un partenaire à qui s'adosser afin de grandir dans une **industrie de volumes** et **d'absorption de coûts fixes** (BMW en 2009, Mitsubishi en 2010 et GM en 2012), le constructeur français **PSA** aura dû plusieurs fois faire appel au marché et à des concurrents/partenaires pour survivre durant les creux de cycle du secteur (augmentation de capital de €1Mds en 2012 et de €3Mds en 2014), diluant par la même occasion la **famille Peugeot**, l'actionnaire historique de l'entreprise familiale.

Cependant, depuis l'arrivée en 2014 de **Carlos Tavares**, l'ancien n°2 de Renault, le groupe est entré en phase de reconstruction notamment grâce à la mise en place d'une stratégie qui privilégie désormais le « pricing power » au profit de la marge par véhicule mais au détriment des volumes et des parts de marché. Cette stratégie, digne d'un constructeur premium, a permis ces dernières années au groupe de faire partie du cercle réduit des constructeurs généralistes les plus rentables, mais a impliqué une perte de vitesses commerciale dans des marchés à fort potentiel.

Alors que le groupe venait de démontrer aux investisseurs qu'il était capable d'atteindre un niveau de rentabilité dans la moyenne haute des constructeurs généralistes grâce à la mise en place d'une stratégie cohérente et grâce au déploiement d'une gamme de modèles Peugeot adaptées aux attentes du marché, il rentre désormais, avec cette acquisition, dans une période délicate d'intégration et de restructurations. C'est en effet en mars 2017 que le groupe aura officialisé le rachat d'**Opel/Vauxhall**, la filiale européenne (non rentable) du constructeur américain, son partenaire industriel sur le segment C depuis 2012. Le groupe devient donc **numéro 2 en Europe** derrière **VW** mais devant **Renault** avec **17%** de pdm et conforte ainsi sa position dans le segment généraliste, soit l'inverse des ambitions du nouveau PDG (international et premium). **D'après nous ce rachat est plus opportuniste que stratégique** et va plonger le groupe dans une période compliquée à gérer et à appréhender pour les investisseurs (restructurations, perte de pdm, marge en baisse...).

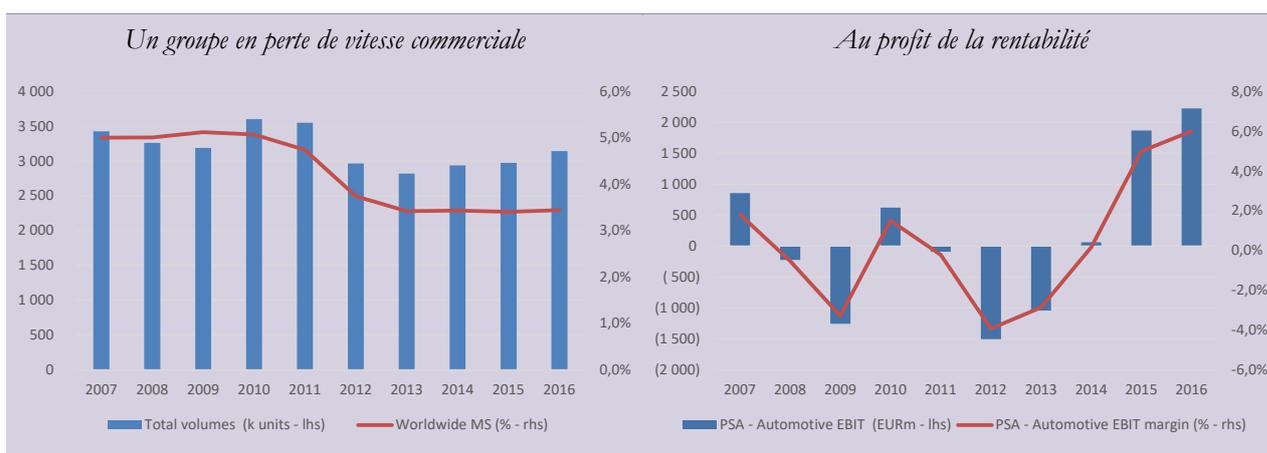
Dans notre modèle nous prévoyons une baisse de la marge opérationnelle du segment automobile à court et moyen terme d'environ **150-200pb** (avant les coûts de restructuration) par rapport au record attendu pour 2017 (6,7%). Le plan de redressement que présentera le groupe courant novembre 2017 devrait nous permettre de mieux appréhender cette acquisition et ses implications sur les comptes de la nouvelle entité.

Ce manque de visibilité à court terme, combiné à un faible potentiel sur le titre (<10%) malgré des estimations et une FV ne prenant pas entièrement en compte les potentiels coûts de restructurations liés à cette acquisition nous incitent à initier à la Vente sur ce dossier (FV à €19). Le titre se paie actuellement avec une prime de 20% sur ces multiples historiques malgré le manque de visibilité sur les futurs niveaux de rentabilité de la nouvelle entité.

4. La marge opérationnelle comme objectif, au détriment des parts de marché

Depuis l'arrivée de **Carlos Tavares**, ex-numéro 2 de Carlos Ghosn chez Renault, en 2014 à la tête de PSA, le groupe français renoue avec la croissance mais reste en reconstruction. Le redressement du deuxième constructeur français est le fruit d'une stratégie différente de ses prédécesseurs et de ses concurrents. A la différence de Renault qui mise sur la taille et donc sur les volumes, PSA cherche davantage **l'efficacité opérationnelle/industrielle**, au profit de la marge opérationnelle et du bénéfice par véhicule, plutôt que le volume. Cette stratégie, qui a notamment permis au constructeur de générer des marges record pour le groupe mais également pour un constructeur généraliste, s'est cependant faite au détriment de sa part de marché mondiale. Avant le rachat d'Opel/Vauxhall, la part de marché du groupe était de **3,4%** fin 2016 (**4,9%** avec Opel/Vauxhall) contre **5%** fin 2007. Sur la même période, la part de marché du groupe Renault est-elle restée stable à **3,6%**.

Fig. 4: Depuis 2011 le groupe PSA a perdu des parts de marché au niveau mondial, mais a fortement augmenté sa marge opérationnelle.



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

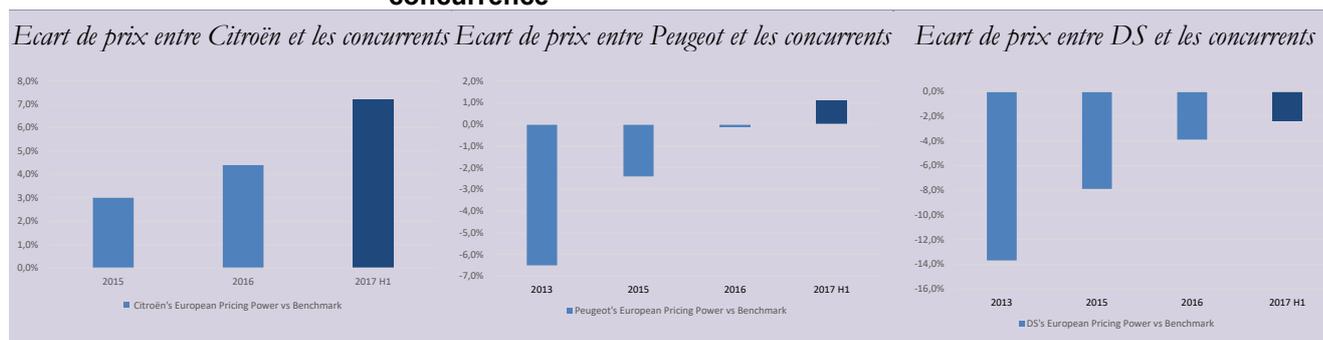
Les chiffres 2016 mais également du S1-17 publiés par le groupe en juillet, ont confirmé cette stratégie de protection de la marge. Ainsi, alors que la demande mondiale était en hausse de **3-4%** sur le S1-17, le volume des ventes PSA n'a lui augmenté que de **2,3%** et cela seulement grâce au redémarrage du marché Iranien (volumes sans les CKD destinés à ce marché en baisse de **11%** par rapport au S1-16). Or, malgré cette faible performance commerciale (principalement en Chine et en Europe), le groupe a réussi à augmenter sa marge opérationnelle de **50pb** à **7,3%** sur son segment automobile grâce principalement à un mix-produit favorable et à une optimisation de la base de coûts d'achats. Sur la même période, le groupe Renault a lui augmenté ses volumes de **10,4%** mais a maintenu sa marge sur le segment automobile à un niveau proche de **5%**.

4.1. Un « pricing power » plus strict que la concurrence

Le groupe est désormais **dans la moyenne haute des constructeurs généralistes** en terme de profitabilité avec une marge opérationnelle de **6%** en 2016, et renforcée au premier semestre 2017 à **7,3%**, supérieure de 110pb à celle publiée par son concurrent direct Renault. Contrairement à ce dernier, qui est notamment présent sur le segment low-cost avec sa marque *Dacia* nécessitant d'importants volumes pour maintenir une marge élevée, PSA fait le choix de conserver « un pricing power » élevé, en se concentrant davantage sur **des services fortement margés (tels que les options et la personnalisation des véhicules)** et **une augmentation du prix moyen de ses modèles**. Alors qu'auparavant l'objectif du groupe était de proposer à ses clients des tarifs plus bas que ceux de Renault pour des modèles comparables, grâce notamment à des offres commerciales agressives, la stratégie adoptée suite à l'arrivée de Carlos Tavares en 2014 est diamétralement opposée.

Le groupe cherche à réduire l'écart de prix avec ses concurrents, notamment Volkswagen afin de renforcer son positionnement de « généraliste haut de gamme ».

Fig. 5: L'objectif du groupe est désormais de réduire l'écart de prix avec la concurrence



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

4.2. Une réduction drastique des coûts

Dans le cadre de son plan stratégique **Push to Pass** (2016-2021), le groupe souhaite notamment réduire de **€700** le coût unitaire de production, afin de poursuivre la baisse de son point mort et d'améliorer sa rentabilité, **déjà dans la moyenne haute du secteur**. Une des solutions réside notamment dans la rationalisation de la production, par le développement de plateformes modulaires qui servent de base aux modèles Peugeot et Citroën, stratégie déjà développée par Renault et Nissan dans le cadre de l'Alliance. Pour rappel, le groupe bénéficie également de la refonte d'une partie de son outil industriel européen (fermeture du site d'Aulnay en 2014) ainsi que des différentes négociations salariales négociées avec les syndicats, au profit de la baisse du point mort et de plus de flexibilité.

4.2.1. Une optimisation de l'outil industriel au profit du taux d'utilisation

Face aux difficultés financières et aux problèmes de surcapacité en Europe, le constructeur français a décidé en 2012 de restructurer son activité industrielle, principalement en France, en réduisant une partie de ses effectifs (8 000 postes supprimés en France) et en fermant un de ses sites historiques, celui d'Aulnay en 2014.

Comme le **rapport Sartorius** de 2012 le souligne, ce processus de restructuration était nécessaire afin de permettre à un rapide retour à l'équilibre même s'il s'est effectué dans des conditions critiquables.

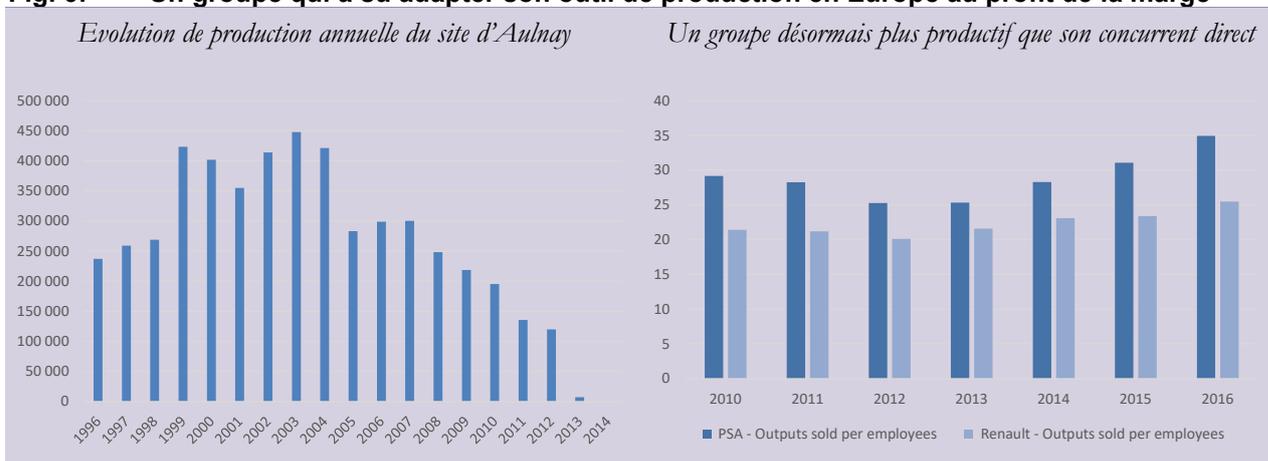
Hormis la fermeture d'Aulnay en 2014 (>3 000 employés dédiés à la production des Citroën C2 et C3), le nombre de sites de production n'a globalement pas changé. Pour produire plus de **3m** de véhicules par an, le constructeur utilise toujours **16 sites d'assemblages** (en intégrant les sites détenus en JVs) dont la majorité est située en Europe. En Europe, PSA a préféré avoir recours au chômage partiel, à la réorganisation et la restructuration de ses usines, afin de réduire les coûts fixes et de gagner en productivité. Le passage à **une seule ligne d'assemblage (mono flux)** pour l'ensemble des 5 sites de montage français a notamment permis de réduire l'espace alloué pour l'assemblage de véhicule et de faire ainsi venir les fournisseurs plus près de la ligne de production, tout en réduisant le temps de fabrication d'un véhicule. Ainsi, alors que **28,5 heures** étaient nécessaires par véhicule, ce temps a chuté à **24,4 heures** en 2015. Ce chiffre devrait d'ailleurs continuer à diminuer à court terme puisque le groupe a **modifié son organisation du travail** afin de généraliser les techniques de **full kitting** dans ses usines (2017). Cette technique consiste à trier et acheminer de manière automatique (grâce à l'utilisation de chariots filoguidés) les pièces détachées dont les ouvriers ont besoin, plutôt que de les obliger à se déplacer, ce qui entraîne des gains de productivité. Plus généralement, les mesures par le groupe ont été nécessaires et bénéfiques pour la survie et la productivité du groupe, un des faits notables étant la **réduction du point mort** : alors qu'il se situait à **2,6m de véhicules** en 2013, il passe à **1,6m** en 2015. De plus, le taux d'utilisation de ses capacités de production (taux Harbour) s'est sensiblement amélioré depuis 2014 puisqu'il atteint **98%** fin 2016 contre **79%** fin 2014 même s'il reste encore en dessous de la moyenne européenne (105%).

Cette refonte de son outil industriel s'est accompagnée **d'accords de compétitivité** signés entre la direction et les syndicats afin d'améliorer la flexibilité du groupe. Le premier plan triennal de **2013** a permis une baisse conséquente du nombre de salariés (8 000 suppressions de postes + 3 000 départs volontaires) en contrepartie du maintien de sites en activité et de garanties sur le niveau de production.

Le second, en **2016**, signé pendant la présidence de Carlos Tavares à la tête du groupe, insiste davantage sur la **flexibilité des salariés** (jusqu'à 12 jours de travail supplémentaires/an en cas de hausse d'activité notamment, seules les majorations des heures supplémentaires sont payées) en contrepartie **1/**de promesses d'embauches (1 000 CDI sur 3 ans), **2/**d'une production **d'1m de véhicules par an en France jusqu'en 2019** (niveau de 2016) et **3/**de l'engagement du groupe sur ses dépenses liées aux innovations technologiques (85% doivent être réalisées en France).

Si l'accord de 2013 était nécessaire pour la survie du groupe, celui de 2016 se rapproche davantage de celui de Renault, qui consiste à implémenter au sein du groupe plus flexibilité pour poursuivre le redressement et à limiter les risques de pertes opérationnelles en cas de retournement du marché comme en 2012/13.

Fig. 6: Un groupe qui a su adapter son outil de production en Europe au profit de la marge



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

4.2.2. De nouvelles plateformes pour plus de synergies entre les modèles

PSA a récemment remplacé ses anciennes plateformes de production par des plateformes modulaires utilisées par de nombreux modèles du groupe, mais également par certains modèles de ses partenaires.

- La plateforme **EMP2** (pour *Efficient Modular Platform*) remplace les deux anciennes plateformes **PF2** (auparavant utilisée pour les segments C, D et F) et **PF3** (segments D et E) du groupe. Sa modularité lui permet d'assembler des véhicules de taille et de carrosserie différentes, comme les **berlines, cabriolets, crossovers** ou **encore minivans**. Cette plateforme permet de flexibiliser la production du groupe et offre de nombreux avantages comparés à la précédente: **une réduction du poids du véhicule de 70 kilos** et donc une **diminution sensible des émissions de CO2** (de l'ordre de -20%, renforcée par la mise en place du système SCR). Utilisée depuis 2013 seulement pour certains véhicules **Peugeot** et **Citroën** (C4, 308 notamment), elle est destinée à équiper **>90%** des nouveaux modèles d'ici fin 2019 sur les segments C+ et D contre environ **50%** actuellement. Dès 2017 la plateforme développera également le **Grandland X** pour le compte d'Opel suite au partenariat signé entre les deux groupes en 2012 (à l'époque GM avait pris 7% du capital du groupe à travers une augmentation de capital).
- La plateforme **CMP** (pour *Common Modular Platform*) destinée à être opérationnelle en **2019**, devrait couvrir environ **50%** des nouveaux modèles à l'horizon 2021 sur les segments B et C (véhicules comme la 208, C3, 301 ou C-Elysée). Elle est développée depuis 2015 en partenariat avec le constructeur chinois **Dongfeng**, lui permettant un investissement modéré (60% de l'investissement est à la charge de PSA, soit €120m). **1/**Elle est plus légère (-40/45kg) permettant de réduire encore plus les émissions de CO2. **2/**Elle nécessite moins d'investissements en R&D puisque **40%** des €200m investis initialement sont pris en charges par Dongfeng. **3/**Son architecture est pensée pour s'adapter à des moteurs thermiques et électriques, dans une version dédiée baptisée **e-CMP** (prévue pour 2019). Ce dernier point est important dans le développement du véhicule électrique pour PSA, car elle lui permet de réaliser des économies d'échelles et de réduire son coût marginal tout en s'adossant à un constructeur local avec Dongfeng pour pénétrer le **marché chinois, le 1^{er} marché automobile mondial mais également le 1^{er} marché mondial pour les véhicules électriques.**

Fig. 7: PSA EMP2 plateforme modulaire – modèles assemblés

Launch date	Brand	Model	Plant
2013	Peugeot	308	Sochaux, Mulhouse
2013	Citroën	C4	Vigo
2014	Peugeot	408	Kulim
2016	Citroën, Peugeot, Toyota	SpaceTourer, Traveller, ProAce Verso	Valenciennes
2016	Citroën, Peugeot, Toyota	Jumpy, Expert, Toyota ProAce	Valenciennes
2016	Peugeot	3008	Sochaux
2016	Peugeot	5008	Rennes
2017	DS	DS7 Crossback	Mulhouse
2018	Citroën	C5 Aircross	Rennes
2018	Opel	Grandland X	Sochaux
2018	Citroën, Peugeot	Belingo III, Partner III	Vigo
2018	Opel	Combo E	Vigo, Mangualde

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

Les plateformes modulaires jouent un rôle clé dans l'optimisation des coûts de production. PSA suit le chemin des autres constructeurs et notamment de Renault qui développe de plus en plus de modèles en commun avec Nissan.

Au final, ce choix stratégique (de protéger la marge) mis en place par Carlos Tavares a permis au constructeur français de mieux gérer son outil de production tout en modifiant progressivement la politique de prix et le positionnement de la marque Peugeot en Europe, vers un positionnement plus « premium ». Cependant, bien qu'à court terme la stratégie de PSA semble porteuse, elle nous paraît plus risquée à moyen/long terme, et ce d'autant plus que l'intégration d'Opel/Vauxhall aura un impact dilutif sur les comptes de la division automobile jusqu'en 2026.

Nous estimons que pour chaque 2,5p de surperformance de Renault par rapport à PSA au niveau de la croissance des volumes, cela nécessite une croissance de la marge 20bp de la part de ce dernier afin de générer la même augmentation du résultat opérationnel en valeur (en partant du principe que la marge de Renault reste inchangée en %).

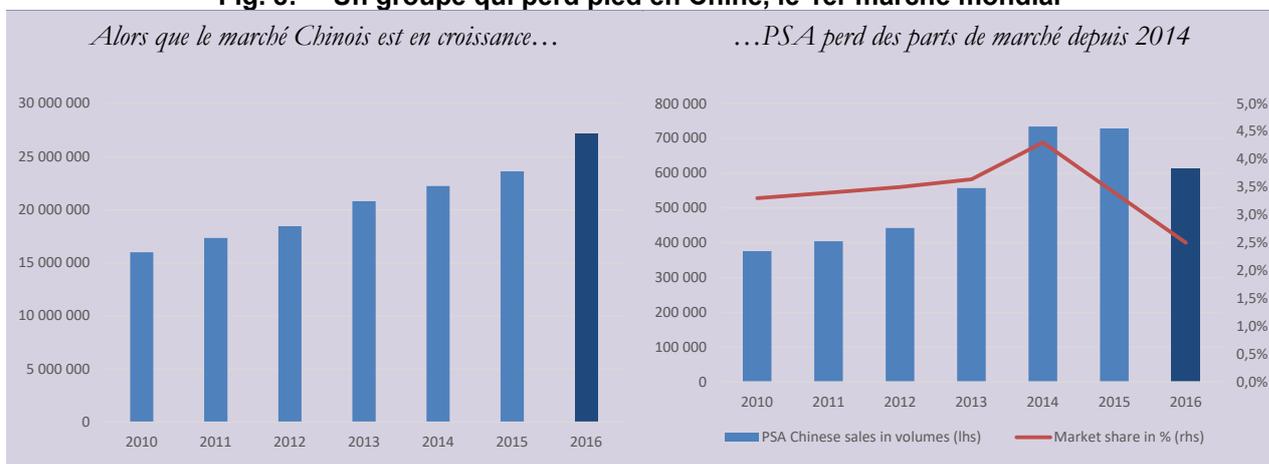
4.3. Des difficultés encore à régler

4.3.1. Un réel problème en Chine

Après une première implantation infructueuse en 1985, PSA revient en 1992 en signant un partenariat avec le constructeur Chinois **Dongfeng** à travers une JV 50-50 nommée **Dongfeng Peugeot-Citroën Automobiles (DPCA)**. Le deuxième constructeur chinois est par ailleurs désormais actionnaire du groupe PSA à hauteur de 12,23% du capital suite à une augmentation de capital en 2014. Désormais, la joint-venture possède 5 usines (pour une capacité totale d'environ 1,05m de véhicules) dont la dernière inaugurée à **Chengdu** est spécialement dédiée au segment des monospaces et des SUV urbains comme le Peugeot 4008.

Les ventes du groupe ne sont néanmoins pas en adéquation avec la production et restent décevantes : alors que le marché chinois est en pleine croissance, PSA est le seul constructeur du top 15 dont les ventes sont en baisse. En **2016**, le groupe a vendu 618 000 voitures en Chine et en Asie du Sud-Est, soit une diminution de 16% par rapport à 2015, avec une détérioration encore plus importante pour sa marque premium DS (-25%). La Chine et l'Asie du Sud-Est représentent **20%** de ses volumes alors que le groupe n'a qu'une part de marché de **1,4%** qui s'effrite significativement (elle était de 4% en 2015) Cela s'explique principalement par deux raisons : **une offre inadaptée à la clientèle et une mauvaise gestion de son réseau de distribution.**

Fig. 8: Un groupe qui perd pied en Chine, le 1er marché mondial



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

- Le groupe n'a pas su s'adapter au changement de comportement des consommateurs chinois qui ont délaissé la berline au profit du SUV à partir de 2015. Désormais, le segment du SUV représente **45%** des ventes totales en Chine alors qu'il ne représentait que **21%** en 2014. De ce fait, à la différence de Renault qui est arrivé plus tard sur ce marché et a ainsi pu plus aisément adapter son offre à ce marché exigeant, PSA ne disposait pas sur ces dernières années d'une gamme suffisamment large sur ce segment pour pouvoir pénétrer le marché. Les **8 lancements prévus dans les 3 prochaines années** devraient avoir un effet bénéfique sur les ventes du groupe, même si l'on peut s'interroger sur la pertinence d'une telle abondance de véhicules compte tenu des risques de cannibalisation.

Fig. 9: Tableau planning des futurs lancements de SUV en Chine

Launch date	Last version	Brand	Model	Details
2013	H2 2017	Peugeot	3008	Restyled version, ≠ from European 3008 2nd generation
2014		Peugeot	2008	
November 2016	-	Peugeot	4008	Extended version of the European 3008 only for Chinese market
June 2017	-	Peugeot	5008	
October 2017	-	Citroën	C5 Aircross	
H2 2018	-	Citroën	C3 Aircross	
2018	-	DS	DS7 Crossback	A DS vehicle/year is scheduled

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

Non seulement PSA accusait un déficit de SUV dans sa gamme, mais ses berlines rencontrent également peu de succès car elles ne sont pas en phase avec le goût des consommateurs, qui préfèrent les versions spacieuses et donc rallongées. Le groupe doit ainsi continuer à essayer de s'adapter au marché local, à la manière des autres constructeurs tels que VW ou BMW qui proposent des modèles spécifiquement dédiés au marché chinois.

Dans une tentative de faire « renaître » la marque premium DS en Chine, le groupe a recapitalisé la marque à hauteur de **500m€** en juin dernier, partagé à 50/50 avec le quatrième constructeur Chinois, **Changan** grâce à la JV commune (*CAPSA*). Il prévoit notamment un plan ambitieux de sortie d'un nouveau véhicule par an afin de résoudre les problèmes de surcapacité dans les usines. Pour rappel, en 2016 la JV n'a vendu que 15 000 modèles contre >25 000 en 2014. La marque DS souffre en Chine des mêmes problèmes stratégiques qu'en Europe, à savoir une gamme de produits limitée et un positionnement compliqué face aux marques premium allemandes.

Enfin, le ralentissement du marché en 2015, qui s'est combiné avec un déplacement de la demande des villes Tiers 1-3 vers des villes Tiers 4-6 plus petites et plus pauvres, a conduit à une guerre des prix favorables aux constructeurs locaux. Dans sa stratégie de conservation des marges au détriment des volumes, PSA ne s'est pas globalement pas livré à ce nivellement des prix par le bas, ce qui explique également l'effondrement de ses volumes et donc de sa part de marché locale.

- Les ventes du groupe ont été également pénalisées par son **réseau de distribution** en Chine, peu adapté à la nouvelle croissance du marché. Le réseau de distribution, composé d'environ **1 000 concessionnaires** (495 concessionnaires Peugeot, 431 Citroën et 94 DS), a un réel

problème de rentabilité : la moitié ne dégage pas de profits, et seuls **37%** d'entre eux réalisent les objectifs mensuels fixés par la maison mère. La gamme inadaptée de PSA évoquée précédemment, combinée avec la stratégie de se refuser à une baisse des prix, rend l'écoulement difficile et les stocks élevés (l'équivalent de 2,7 mois de ventes au Q1 2017, avec certains concessionnaires avoisinant un stock allant jusqu'à 180 jours, à comparer à 60-65 jours chez PSA groupe). Cependant, le problème est également **structurel**, puisque certains concessionnaires souffrent d'une relative inexpérience et vendent volontairement à perte, à l'opposé de la stratégie de redressement de marge imposée par Carlos Tavares.

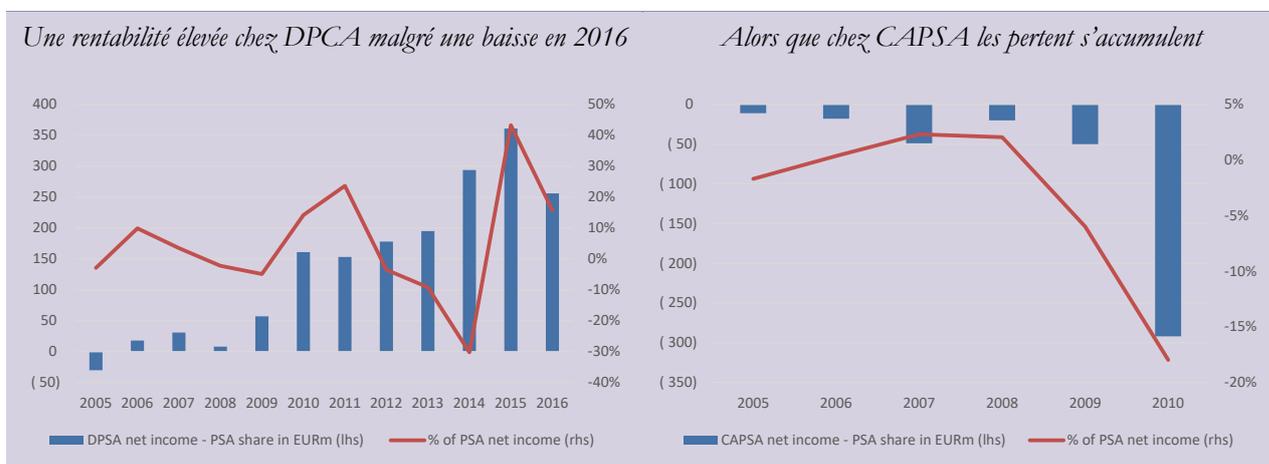
La majorité des concessionnaires de *DPCA* ont été choisis par **Dongfeng** pendant la période 2010-2014, c'est-à-dire lorsque le marché et le groupe étaient en croissance, et la demande forte. Le constructeur chinois a été peu regardant sur les structures organisationnelles et financières des concessionnaires, et la JV en paye aujourd'hui le prix.

La restructuration opérée par le groupe est d'autant plus compliquée à mettre en place étant donné les relations désormais très étroites entre PSA et **Dongfeng**. Dongfeng est un allié historique du groupe en Chine et est désormais le premier actionnaire du groupe (12,23% du capital) devant l'état français et la famille Peugeot. D'après le directeur général de la marque Peugeot, **Jean-Philippe Imperato**, seul **10%** des concessionnaires sont « bons », les **90%** restant n'étant pas assez expérimentés.

La **restructuration** actuelle mise en place par Carlos Tavares devrait également s'accompagner d'une stratégie de **professionnalisation** de ses concessionnaires pour s'adapter aux nouvelles tendances de ventes (*leasing, véhicules d'occasion*) encore peu répandues et qui sont sources de **marges plus élevées**.

Elle devrait être bénéfique pour la rentabilité du groupe en Chine, même si les négociations entre DPCA et **Dongfeng** retardent leurs applications et ne devraient intervenir qu'à partir de 2018. La restructuration de la JV avec Chang'An (CAPSA, pour la marque DS) devrait également prendre du temps, les deux groupes venant **1/**de recapitaliser à part égale (€500m) l'entité et **2/**de signer un nouveau partenariat pour produire de nouveaux modèles dans l'usine de Shenzhen afin d'en augmenter le taux d'utilisation (véhicule Chang'An en plus des DS, et production d'un pick-up et de véhicules utilitaires). Pour rappel ce site peut produire à lui seul environ 200 000 véhicules par an alors que DS a commercialisé moins de 5 000 véhicules en Chine depuis le début d'année.

Fig. 10: La contribution des JVs chinoises sous pression depuis 2015



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

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

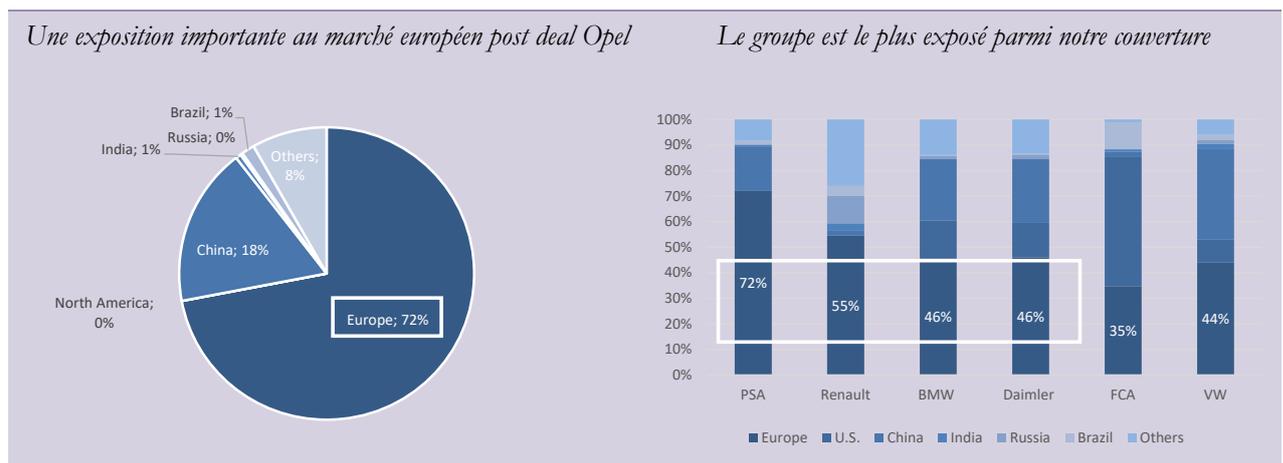
Dans notre modèle Peugeot nous ne prévoyons pas de reprise des volumes en Chine chez DPCA et Chang'An avant fin 2018 grâce à l'arrivée des nouveaux modèles.

4.3.2. Un groupe peu présent dans les pays émergents

Le revirement stratégique du groupe pour protéger sa marge, n'explique pas à lui seul la baisse de part de marché au niveau mondial observé ces dernières années. Son positionnement géographique est également à l'origine de cette sous-performance, le constructeur étant peu présent en dehors d'Europe alors que la croissance du marché sur le dernier cycle 2008-16 fut principalement tirée par les pays émergents et par les Etats-Unis. L'acquisition récente d'Opel/Vauxhall devrait d'autant plus exposer le groupe au marché européen, étant donné que cette ancienne marque de GM n'est présente qu'en Europe (GM avait justement racheté en 1929 ce constructeur afin de prendre position en Allemagne, et donc en Europe), GM n'ayant pas réellement soutenu le déploiement de la marque allemande en dehors d'Europe, préférant concentrer ses investissements sur ses marques **Buick, Holden** et **Chevrolet**, déjà installées à l'étranger.

Dans notre couverture de constructeurs automobiles chez Bryan Garnier, PSA est **1/le plus exposé** en % de volumes et en % de ventes au **marché européen**, **2/le moins exposé au marché Russe**, et le **3/l'un des moins exposé au marché brésilien**. Bien que facialement le groupe semble très exposé au marché chinois, malgré la perte de vitesse depuis 2014, (18% des volumes, post intégration d'Opel/Vauxhall), la faible rentabilité de ses JV avec **Dongfeng** et **ChangAn** limite l'exposition économique du groupe à ce marché. Malgré un démarrage tardif sur ce marché, Renault offre une exposition plus importante que PSA à ce débouché, à travers Nissan (consolidation de 43,7% du RNPG du constructeur japonais). Nous estimons que le marché chinois représente moins de **2-3%** du RNPG de PSA et moins de **5%** du RNPG du groupe Renault. Pour rappel, ce marché représente **8-9%** du résultat net de BMW, **9-10%** pour Audi et à **5-6%** pour le groupe Daimler.

Fig. 11: PSA est LE constructeur le plus exposé au marché européen (volumes)



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

Nous n'envisageons pas de revirement stratégique de la part du constructeur vers l'international à court terme. Alors qu'à l'origine l'un des objectifs de Carlos Tavares était de réduire l'exposition du groupe au marché européen, le rachat d'Opel/Vauxhall devrait décaler de quelques années cette ambition. Seul un rebond important des ventes en Chine et en Iran pourrait avoir un impact favorable sur le mix géographique du groupe. Pour rappel, PSA est, depuis 2017, de nouveau

présent sur le marché iranien, après avoir été obligé d'interrompre ses relations avec le pays en 2012, sous l'injonction de GM alors actionnaire à 7% du groupe.

PSA ambitionne, grâce notamment à la signature d'un nouveau partenariat en juin 2016 avec le groupe d'Etat **Iran Khodro** pour produire trois nouveaux modèles Peugeot (Peugeot 2008, 301, 208), de renouer avec la croissance et d'atteindre à terme **40%** du marché en 2019-20. Avec >400 000 véhicules vendus en 2016, le groupe revendique déjà la première place avec **>30%** de part de marché sur un marché d'environ **1,3/1,4m de voitures**. Bien que le potentiel de croissance à moyen terme de ce marché reste considérable (200 voitures pour 1 000 habitants), les circuits financiers restent complexes (notamment à cause des pressions américaines) et la concurrence devient de plus en plus rude. Renault, qui ne s'est pas retiré du marché durant la période des sanctions internationales, a ainsi récemment signé (septembre 2016) un accord-cadre avec la holding d'Etat IDRO pour établir une co-entreprise, dans laquelle Renault sera majoritaire. Les capacités de **150 000 unités** par an s'ajouteront aux **200 000** dont il dispose déjà dans le pays, tandis que plusieurs nouveaux modèles de sa gamme « entry-range » seront prochainement commercialisés (Renault Symbol, Dacia Duster et Renault Kwid).

Le rachat de l'indonésien **Proton** (ancien constructeur national malaisien propriétaire notamment de la marque anglaise de sport/de compétition Lotus) courant 2017 aurait permis au constructeur français d'accroître assez rapidement sa présence sur le marché asiatique et plus précisément à la zone Asie du Sud-Est, un marché encore peu adressé par les constructeurs européens et américains. Bien que le succès commercial du constructeur malaysien restait encore à démontrer (73 000 ventes en 2016), ce rachat aurait permis à PSA d'accéder à un actif industriel de qualité et bien localiser dans la région (2 usines permettant de produire >400 000 voitures par an). C'est finalement le constructeur chinois **Geely** (qui détient Volvo) qui a remporté le deal en devenant actionnaire à **49,9%** de Proton.

Dans notre modèle PSA les volumes Européens devraient représenter >70% des volumes vendus par le groupe d'ici 2020 contre >45% dans notre modèle Renault.

4.4. Et si la croissance venait des nouveaux services ?

Afin de mieux saisir les futures opportunités liées aux nouvelles formes de mobilité et de rendre plus efficace son mode d'action dans ce domaine, PSA a spécialement créé en 2016 une marque dédiée à cette transformation de marché : **Free2Move**. Elle a pour but d'englober toutes les activités liées aux nouvelles mobilités, telles que la **gestion de flottes**, l'**auto-partage** mais aussi les **services connectés** et les **nouveaux modes de financement**, qui sont destinés à représenter un relais de croissance significatif dans les prochaines années. Elle s'accompagne par la création d'un fonds d'investissement de **€100m** qui effectue des partenariats stratégiques et des prises de participation dans des start-ups majoritairement positionnées sur le co-voiturage et la location de véhicules.

Fig. 12: Les différentes prises de participation importantes de PSA dans les startups dédiées aux nouvelles mobilités

Company	Activity	Nature	Investment (in m€)	Date
Koolicar	Car-sharing	Minority stake	18	2016
Travelcar	Car-sharing	Minority stake	7,5	2016
Communauto	Car-sharing	Minority stake	Undisclosed	2016
Blue Alliance	Electric car-sharing	24% stake	Undisclosed	2015 & 2016

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

4.4.1. Revenir sur le marché américain grâce à Travelcar ?

La création de **Free2move** devrait également permettre au groupe de revenir progressivement sur le **marché américain** (2^{ème} plus grand marché automobile mondial) d'ici une dizaine d'année, après s'être retiré en **1991** suite aux échecs des marques **Peugeot** et **Citroën**. Dans son second plan stratégique « Push to Pass » dévoilés aux investisseurs en 2016 (plan 2016-21), Carlos Tavares, longtemps patron de Nissan aux Etats-Unis, a clairement indiqué vouloir revenir sur ce marché, mais d'une manière progressive et surtout très innovante.

En effet, le groupe souhaite adopter une stratégie innovante pour adresser ce marché très compétitif : contrairement à une implantation classique, qui demande d'importants investissements pour se constituer un réseau de concessionnaires et proposer une gamme complète, PSA souhaite d'abord faire connaître sa marque en offrant, à travers Travelcar notamment, des services/solutions de mobilité. Ce n'est que dans un deuxième temps qu'il envisagera de rebâtir progressivement une présence « traditionnelle » de ventes de véhicules. Le groupe réfléchit même à supprimer le système de concessionnaires, à la manière de Tesla afin de réduire les investissements et de mieux gérer les stocks.

En ce sens, les partenariats effectués entre **Free2Move** et **Bolloré** (à travers Blue Alliance) ainsi que **Travelcar** devraient lui permettre de progressivement revenir sur ce marché, tout en minimisant les risques/besoins en capitaux à court terme. Le groupe est en effet désormais indirectement présent sur ce marché grâce à ces deux entités :

Travelcar - la start-up dont PSA mais également l'assureur Maif sont actionnaires -, vient de s'implanter dans les aéroports de **Los Angeles** et **San Francisco** (avril 2017) et propose une place de parking à chaque propriétaire de véhicule qui le mettrait en location tout en lui permettant de toucher de l'argent si son véhicule est effectivement loué. Pour réaliser ce déploiement, Travelcar dispose des **€15m**, apportés par **PSA** et la **Maif**. La société, qui possède plus de 200 agences dans 10 pays en Europe, revendique déjà 300 000 utilisateurs de son service.

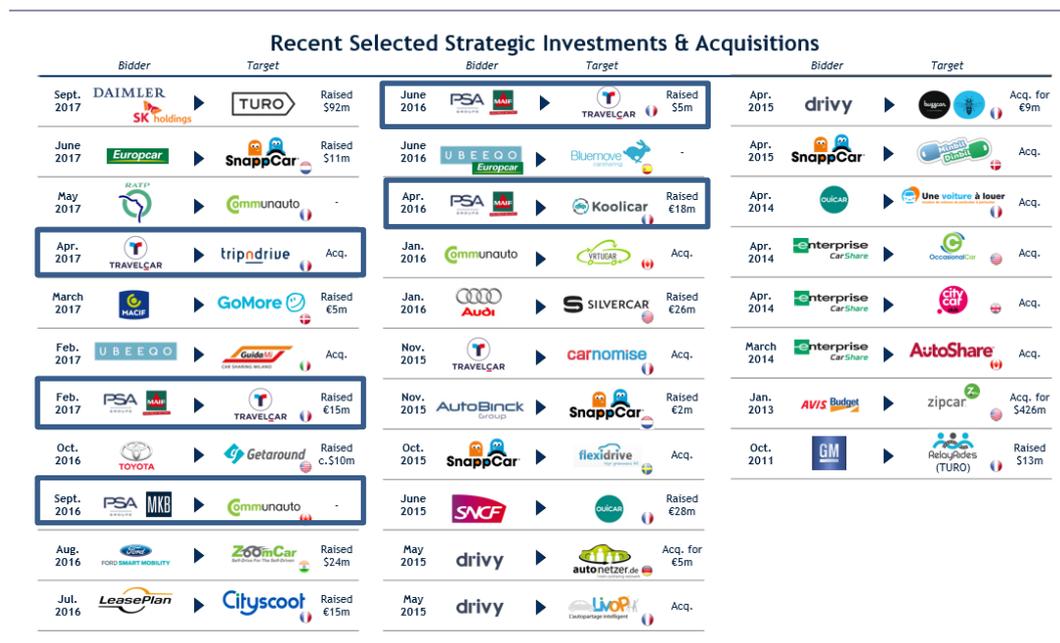
Blue Alliance: Détenu à **24%** par PSA (depuis juin 2015), **25%** par Renault et **51%** par le groupe Bolloré, **Blue Alliance** est spécialisé dans le développement de solutions d’auto partage électrique et est propriétaire des solutions d’auto partage à Lyon et Bordeaux (respectivement Bluely et Bluecub). Des véhicules PSA font désormais partis des flottes de Blue Alliance en France et devraient potentiellement à terme rejoindre les flottes des solutions installées aux Etats-Unis par Blue Alliance.

4.4.2. En avance par rapport à ses concurrents ?

Plus généralement, nous pensons que PSA a compris les problématiques liées aux nouvelles générations (millennials) et cherche à s’adapter à un consommateur qui bouleverse l’approche traditionnelle de l’industrie automobile. Le recours à une **distribution multicanale**, par la possibilité d’acheter son véhicule sur internet (e-commerce) illustre d’après nous parfaitement cette stratégie.

Depuis la création de cette nouvelle franchise, le groupe est très actif dans les tours de table pour financer des nouvelles start-ups dédiées à la mobilité. Sur les dernières plus importantes transactions du secteur le groupe ressort clairement du lot par rapport à ces concurrents.

Fig. 13: PSA, un groupe actif dans le domaine



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 14: Et en avance par rapport à ses concurrents directs

Company	Investments & Initiatives in Car Sharing
	<ul style="list-style-type: none"> Communauto (FR, CH) - Round-trip Airport / Railways car sharing solution TRAVELCAR (FR) - Peer-to-peer car sharing solution Koolicar (FR) - Peer-to-peer car sharing solution FREE2MOVE (FR) - PSA brand for new mobility solutions: car sharing, fleet management, digital services, etc. Free2Move launched eMove in Spain in 2016 eMove (ES) - PSA free-floating car sharing solution in Madrid PEUGEOTRENT (FR) - Short-term leasing services proposed by the brand dealers (regular short-term leasing, extended test drives of new vehicles or replacement vehicles during maintenance services) multicity (DE) - Urban public car sharing services launched in Berlin in 2013
	<ul style="list-style-type: none"> MOBILITIZ (FR) - Round-trip Renault round trip car sharing solution GG (FR) - Nissan Shared Car Ownership service. Users can share a Nissan Micra with up to 4 people. An algorithm match users with complementary driving requirements. The service launched in April, starting with Paris Choiimobi Yokohama (JP) - One-way car-sharing service launched in March 2017 in the City of Yokohama, after the successful completion of a 2-year trial. The new service allows users to pickup and return Nissan's ultra compact electric vehicles at 14 different locations centered around Yokohama Station (c.100 vehicles) Collaboration with TOTEM (FR) - Renault Mobiliz partners with Totem Mobi, electrical vehicles rental company Collaboration with drivy (FR) - Dacia encourages vehicle owners to share their cars on Drivy (Peer-to-Peer car sharing platform)
	<ul style="list-style-type: none"> Zoombcar (IN) - Parking-to-parking car sharing solution Partnership with Getaround (US) - Ford Credit encourages Ford vehicle owners to share their cars on Getaround (Peer-to-Peer car sharing platform) and thus help them directly pay their loan or lease, the service was launched in 2015 link (US) - Ford Credit Link allows up to six people to share a single vehicle using an app to manage payments and availability
	<ul style="list-style-type: none"> enjoy (IT) - ENI free-floating car sharing solution Launched in partnership with Fiat & Trenitalia in 2013
	<ul style="list-style-type: none"> MAVEN (US) - GM round-trip car sharing solution MAVEN GIG (US) - GM car sharing solution designed for gig economy workers
	<ul style="list-style-type: none"> Partnership with WaiveCar (US) - Hyundai partnered with WaiveCar (ad-supported car sharing company) Way of promoting Hyundai electric vehicle IONIQ. The service was launched in 2017
	<ul style="list-style-type: none"> BELKA (CZ) - Car sharing service offering smart city free from polluting ICE cars
<ul style="list-style-type: none"> tamyca (DE) - Peer-to-peer car sharing solution 	
<ul style="list-style-type: none"> Getaround (US) - Toyota encourages Toyota vehicle owners to share their cars on Getaround (Peer-to-Peer car sharing platform) and thus help them directly pay their loan or lease. The service was launched in 2017 	
<ul style="list-style-type: none"> GREEN WHEELS (DE) - VW round-trip car sharing solution SKODA Omni Service (PL) - New car sharing service using Skoda vehicles in Warsaw (Poland) launched in June 2017. Powered by Ridecell ridesharing platform provider 	
<ul style="list-style-type: none"> sunfleet (SE) - Volvo round-trip car sharing solution 	

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Selon nous, les investissements et les solutions de mobilité apportés par le groupe vont dans le bon sens. Ils permettent une bonne diversification de son activité tout en lui permettant de se positionner face à des concurrents sérieux dans un marché qui devrait croître dans les grandes villes à moyen terme. Le groupe est d'après nous en avance par rapport à son concurrent direct Renault. Le groupe investit dans un grand nombre de start-ups afin de se positionner sur une multitude de marchés potentiels. L'objectif du groupe étant d'après nous d'éviter de passer à côté d'un marché porteur.

L'impact de cette nouvelle franchise sur les comptes du groupe reste bien évidemment, à ce stade, très limité.

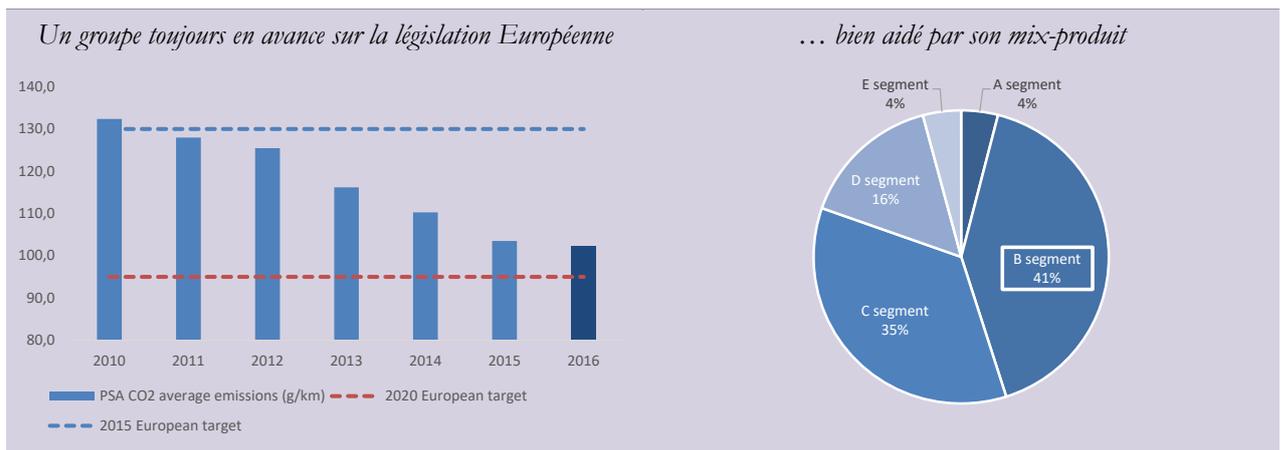
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

5. La transition vers les motorisations alternatives est difficile

5.1. Un groupe pionnier dans l'optimisation des moteurs thermiques...

Face au renforcement des normes antipollution américaines (**Tier 3 Standards**) et européennes (**Euro 6**) concernant les rejets de CO₂, de NO_x et de particules, les constructeurs sont dans l'obligation d'avoir recours à des systèmes de dépollution sur leurs motorisations, sous peine de fortes amendes (€90/g). Longtemps leader sur la motorisation diesel, le groupe PSA est régulièrement en tête des constructeurs émettant le moins d'émissions de CO₂, juste derrière Toyota. Cela s'explique par un mix-produit davantage tourné vers les petits segments, peu volumineux et peu émetteurs (segments B et C), mais aussi grâce à un savoir-faire certain dans le diesel.

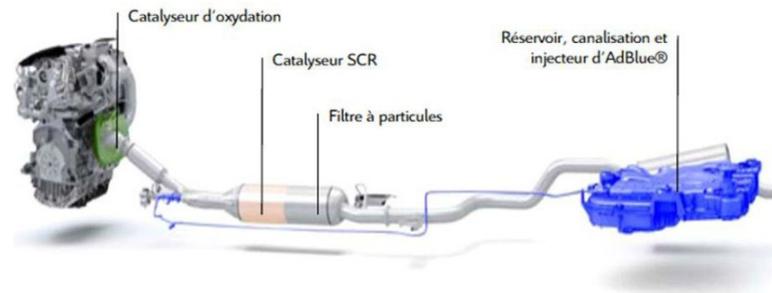
Fig. 15: Grâce au diesel, PSA est un des constructeurs qui émet le moins d'émissions de CO₂



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

Un savoir-faire : le système Blue HDi

Sur l'ensemble de ses moteurs diesel, le groupe intègre depuis fin 2013 la technologie **Blue HDi**, technologie destinée à réduire significativement les émissions de NO_x. L'avantage de cette technologie réside dans son efficacité, puisque la ligne d'échappement est constituée de trois systèmes de dépollution : un catalyseur d'oxydation, un catalyseur SCR (*Selective Catalytic Reduction*) et un filtre à particules additivé.

Fig. 16: Blue HDi, une technologie constituée de trois systèmes de dépollution


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

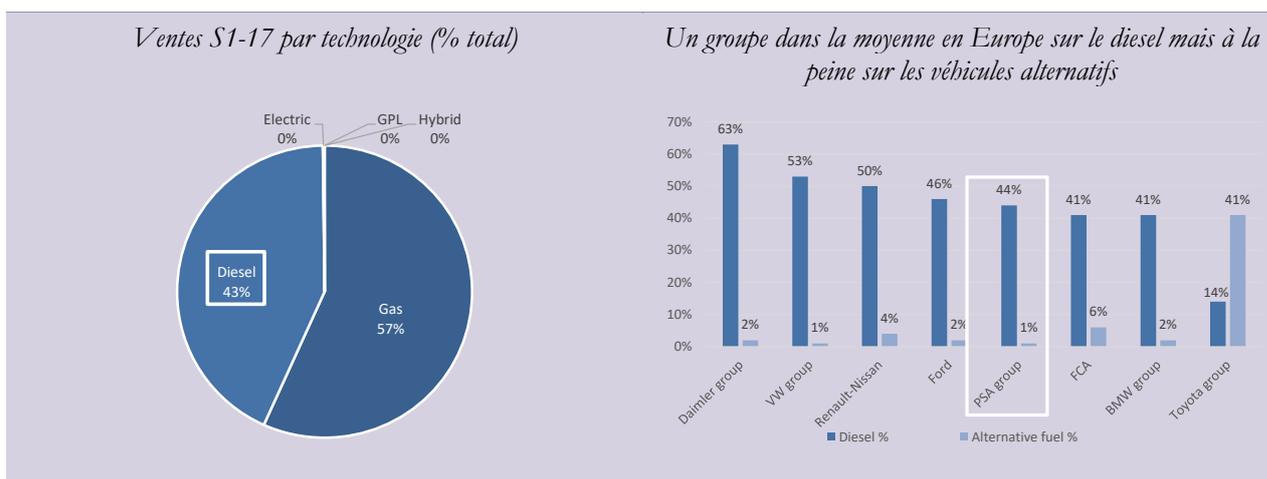
Le choix de généraliser le système SCR à l'ensemble de ses moteurs diesel est une première pour un constructeur généraliste mais s'avère plus coûteux (la mise en place d'un SCR entraîne un surcoût estimé entre 200 et 500 euros par véhicule selon le groupe). Les autres constructeurs préfèrent opter pour un système de **NOx Trap**, moins cher (comme Renault), ou peuvent combiner les deux et sélectionner un ou l'autre selon le positionnement/segment du véhicule (un véhicule entry sera davantage équipé d'un NOx Trap alors qu'un véhicule premium sera équipé d'un système SCR). Avec ce choix, PSA peut néanmoins profiter de conditions de *sourcing* plus favorables et une meilleure efficacité. Il faut rappeler que le système SCR, qui transforme le NOx en eau et en azote grâce à une réaction chimique provoquée par l'ajout **AdBlue**, se révèle plus efficace que le NOx Trap. L'avantage majeur de l'utilisation d'un catalyseur SCR est une optimisation du rendement et de la consommation du moteur puisqu'il rend inutile la mise en place d'un circuit EGR de basse pression, permettant une **réduction des NOx (jusqu'à 90%)** tout en **réduisant la consommation de carburant (de 2 à 4% selon le groupe)**.

Le réel avantage comparatif de PSA réside davantage dans la **position** du catalyseur SCR, situé **en amont** du filtre à particules (FAP), qui permet de **réduire son temps de montée en température et de rendre la combustion plus efficace**. Cette disposition particulière n'est possible que par la présence d'un **additif dans le FAP**, breveté par le groupe, qui permet d'abaisser la température de régénération (600°C contre 750°C pour un FAP classique) et ainsi lui assurer un fonctionnement normal.

5.2. ... mais à la traîne dans les motorisations alternatives

Les moteurs essences et diesels ne pouvant être indéfiniment optimisés, les constructeurs doivent avoir recours à **d'autres motorisations moins polluantes, comme les hybrides ou les électriques**, sous peine de fortes amendes. Longtemps un des leaders mondiaux dans le diesel, le groupe n'a pas su anticiper la récente tendance de délaissement du diesel au profit de l'essence mais surtout aux motorisations alternatives telles que l'hybride et l'électrique. Ce rejet, renforcé par le scandale VW, ainsi que par la fin progressive des subventions gouvernementales, met le groupe en difficulté car il reste encore trop dépendant de cette technologie (43% ventes diesel en 2016 et au premier semestre 2017). De plus, ses difficultés financières ces dernières années l'ont conduit à prendre du retard par rapport à ses concurrents. Faute d'une stratégie claire (*développement de trois technologies hybrides différentes*) ses tentatives se sont souvent soldées par des échecs, si bien qu'il se retrouve désormais en position de suiveur.

Fig. 17: Un groupe encore fortement exposé aux motorisations diesel et peu exposé à l'électrique/hybride



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

5.2.1. Les échecs successifs de l'HYbride4 et de l'Hybrid Air

- En 2012, soit près de 15 ans après Toyota, le groupe se lance dans la motorisation hybride avec la sortie de l'**HYbride4**, une combinaison d'un moteur diesel et un moteur électrique. PSA se démarque des autres constructeurs puisqu'il est le seul à faire le pari d'une hybridation **diesel**. Il se solde néanmoins par un échec pour deux raisons majeures: 1/Son **absence de rentabilité** et 2/son **incompatibilité avec le marché chinois**.

1/Afin d'éviter un écart de prix trop important entre les différentes motorisations proposées et ne pas avoir d'effet de substitution entre les véhicules diesel et hybrides, seuls les véhicules de taille imposante ont été dotés de cette technologie, c'est-à-dire uniquement les Peugeot 3008 et 508 RXH ainsi que les DS5. Les ventes décevantes de ces modèles étant insuffisantes pour assurer un retour sur investissement, PSA a décidé de ne pas poursuivre le développement de cette technologie, et de se focaliser sur l'hybride essence.

2/La technologie ne permet pas de pénétrer le marché chinois, puisque le diesel occupe une place ultra-minoritaire (<5%) dans les immatriculations, obligeant le groupe à développer également l'hybride essence. Dans une logique d'optimisation des coûts et d'une rationalisation de la production, PSA a dû privilégier cette dernière.

- En 2014, il se lance dans le développement de la technologie hybride à air comprimée, dotée d'un moteur thermique et d'un moteur hydraulique, baptisée **Hybrid Air**. Pour les mêmes raisons que l'HYbride 4, le pari de PSA n'a pas fonctionné : Aucun autre constructeur n'a voulu participer au financement de cette technologie, estimée à **500m€**. Ainsi, le groupe PSA, en pleine politique de maîtrise de ses coûts, ne pouvait pas assurer seul ce projet compte tenu d'un retour sur investissement incertain et de la lenteur nécessaire pour faire adopter une nouvelle technologie à une clientèle peu enclin à tester des nouveautés technologiques vu l'importance de l'achat pour un foyer. Rappelons que la **Toyota Prius** n'a été rentable qu'à partir de la troisième génération, soit dix ans après son lancement.

Les hésitations du groupe (développement de l'hybride diesel, fuel-cell puis essence) n'ont pas été favorables à sa pénétration sur le marché des motorisations alternatives. Désormais, il développe la technologie hybride rechargeable (PHEV) comme la majorité des constructeurs, et prévoit de commercialiser **7 modèles hybrides à l'horizon 2021**.

5.2.2. L'électrique, le grand absent

Si le groupe fut l'un des précurseurs à proposer cette technologie dès les années 1990 à travers ses modèles 100% électriques Peugeot 106 et Citroën Saxo, il accuse désormais un retard significatif en raison d'un manque d'investissement en R&D. Afin de ne pas être totalement absent du segment électrique, il a effectué des partenariats avec des constructeurs pour se servir de leur technologie et l'adapter afin de proposer à sa propre clientèle une gamme de véhicules 100% électriques. Dans le cadre d'un partenariat avec Mitsubishi, il commercialise ainsi en 2010 la **Peugeot iOn** et la **Citroën C-Zero**, qui sont en réalité des Mitsubishi i MiEV rebadgées, afin de se positionner sur le segment des citadines. Au printemps 2016, Citroën a également sorti la **E-MEHARI**, un cabriolet 4 places électrique et propre doté d'une autonomie de 200 kilomètres. Néanmoins, les ventes sont décevantes pour le groupe, les 2 800 véhicules électriques vendus sur le S1-17 ne représentant que 0,2% des volumes totaux du groupe, bien loin des objectifs du groupe et surtout de son rival Renault dont les ventes de la **Zoé** dépassent les **22 000 unités par an (0,7% du total des volumes)**.

Peugeot Ion



Citroën C-Zero



Mitsubishi MiEV



Quel futur pour le groupe dans ce domaine?

Malgré ces différents partenariats, le groupe se retrouve en position de faiblesse puisqu'il ne possède pas de véritable savoir-faire dans l'électrique. Compte tenu du temps nécessaire pour développer un nouveau véhicule (environ 5 ans) et du temps nécessaire pour développer une nouvelle technologie, PSA ne devrait pas sortir de nouveaux modèles **avant 2020**, ce qui le place dans une situation délicate vis-à-vis de ses concurrents. De plus, la mise en place de quotas en Chine de véhicules à motorisations alternatives, essentiellement électriques (8% des ventes totales en 2018, 10% en 2019 et 12% en 2020) oblige le groupe à accélérer dans ce domaine pour ne pas subir encore plus de difficultés dans ce marché, mais également afin de limiter l'achat de quotas.

PSA souhaite accélérer la cadence sur le véhicule électrique, en proposant **4 nouveaux véhicules d'ici 2021**, et avec un objectif à terme d'avoir **80%** de sa gamme proposant la motorisation électrique en 2023. Contrairement à la stratégie audacieuse à l'époque de Renault de créer un véhicule « à partir

d'une feuille blanche », PSA suit un cheminement plus classique : il souhaite étendre l'électrification à l'ensemble de sa gamme. Pour ce faire, il travaille sur la plateforme e-CMP en collaboration avec Dongfeng et pourra proposer des véhicules électriques sur les segments B/C dès 2019. En excluant le segment des utilitaires, nous pensons qu'il est judicieux que PSA se concentre sur le segment B des citadines puisqu'elles concernent la majorité des immatriculations électriques. En effet, l'utilisation actuelle demeure essentiellement urbaine en raison de la faible autonomie du véhicule (par rapport aux modèles actuels thermiques) et d'un développement des infrastructures qui freinent encore son utilisation pour les longs trajets. Il est probable qu'il souhaite concurrencer directement la Renault Zoé et la Nissan Leaf, ce que n'arrive pas à faire pour l'instant avec la iOn et la C-Zero en raison de son autonomie très faible (150km en NEDC, ~120km réels) et de son prix élevé.

Le rachat d'Opel et de Vauxhall permettra au groupe d'accéder à certaines technologies développées par GM telles que la pile à combustible (issue de la JV entre GM et Honda) et continuer à vendre l'**Opel Ampera-e**, un modèle électrique calquée sur la Chevrolet Bolt, populaire aux Etats-Unis. Cependant, nous pensons que les avantages ne sont que minimes : la technologie de la pile à combustion ne semble pas être la technologie appuyée par les constructeurs, les pouvoirs publics et les consommateurs (échec de la **Toyota Mirai**). Quant à l'Ampera-e, il ne pourra la commercialiser uniquement que jusqu'en 2019, et reste interdit de la vendre en Amérique du Nord, en Chine et en Russie (soit >50% du marché mondial). **De plus, les brevets ne devraient pas être cédés par GM gratuitement (royalties), limitant d'autant plus les avantages de ce véhicule dans le portefeuille produit du groupe.**

Fig. 18: L'Opel Ampera-e pourra être commercialisé en Europe par PSA que jusqu'en 2019



Source: Opel; Bryan, Garnier & Co ests.

6. L'acquisition d'Opel/Vauxhall, réelle stratégie ou simple opportunisme ?

En mars 2017, PSA annonce vouloir acquérir pour **€1,3Mdr** (multiple de 8% du CA 2016) les marques allemande et anglaise **Opel** et **Vauxhall**, appartenant depuis 1929 à la division européenne du groupe General Motors. Le groupe décide également de prendre conjointement avec la banque **BNP Paribas** (50/50) le contrôle des activités de financement d'Opel (*GM Financial*) pour un montant total de **€900m** (multiple de 0,8x la Book Value). La sortie de cash pour le groupe se limitera à **€1,13Mdr**, le reliquat (**€650m**) se fera à travers la souscription par GM de warrants donnant droit à **4,2%** du capital de PSA (maturité de 9 ans – exerçable à partir du 5^{ème} anniversaire).

Pour rappel, des discussions de rapprochement entre PSA et GM avait déjà vu le jour en février 2012, discussions qui à l'époque n'avaient pas abouti sur une fusion mais sur une **prise de participation de GM de 7% dans PSA** (augmentation de capital de €1Mdr à l'époque dont €300m à la charge de GM faisant du constructeur américain à l'époque le deuxième actionnaire de PSA derrière la famille Peugeot), afin d'officialiser la création d'une alliance entre les deux groupes, alliance comparable à celle mise en place par Renault et Nissan. Sur le plan industriel, la coopération visait exclusivement à améliorer la **rentabilité et la compétitivité** des deux constructeurs (création d'une coentreprise dans les achats, partage de plates-formes, modules et composants) afin de ramener à l'équilibre la filiale européenne du constructeur américain, tout en améliorant la rentabilité des activités automobiles de PSA. L'accord initialement présenté comme planétaire va cependant progressivement tourner court, les ambitions étant rapidement revues à la baisse dès le mois d'octobre 2012 : PSA n'aura plus accès au marché américain, le projet d'une plate-forme brésilienne ne verra pas le jour tandis que le développement de PSA en Chine passera par Dongfeng et non plus par GM. Au final, en décembre 2013 le constructeur américain annonce son retrait du capital du constructeur français, alors en négociation avec **DongFeng** et l'Etat français pour une nouvelle levée de fond de **>€3,5Mds**. Les synergies ont été revu à la baisse (€1,2Mds contre €2Mds) étant donné que seuls 700 000 véhicules par an bénéficieront des économies d'échelle contre > 1m prévu initialement.

Ce rachat annoncé courant 2017 ne correspond donc pas à un saut dans l'inconnu pour le constructeur français, les deux groupes ayant déjà des relations très proches depuis 2012. Cette opération est cependant très surprenante étant donné qu'elle est à l'opposé des ambitions stratégiques de Carlos Tavares (plus de premium et moins d'Europe).

6.1. A la recherche de la « taille critique »

La réduction des coûts unitaires de production demeure une des éléments clés dans l'industrie automobile car elle permet d'augmenter les marges opérationnelles qui sont rognées par les investissements importants nécessaires en R&D dans les nouveaux segments de croissance (véhicule autonome, motorisations alternatives) mais également par une guerre des prix dans la plupart des pays matures. PSA voit dans cette acquisition la possibilité de grossir en taille et de se rapprocher de la « taille critique » permettant une meilleure rationalisation de la production et donc des coûts. En intégrant les **1,3m** de véhicules vendus par Opel et Vauxhall en 2016, cela place PSA au rang de deuxième constructeur européen (17,1%) derrière le groupe Volkswagen et ses **4m** de véhicules (22,5% pdm) alors que le constructeur français était auparavant **3ème derrière Renault**. Au niveau mondial le changement de place au classement général est inexistant.

Le groupe stagne toujours à la **9^{ème} place** derrière **Toyota, Renault-Nissan, VW, GM, Hyundai, Ford, FCA et Honda**, et reste très loin avec ses **4,3m** d'unités des **>10m** de véhicules vendus chaque année par le Top 3.

Fig. 19: Classement mondial des constructeurs, post opération (2016)



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

6.2. Des marques en difficulté fortement exposées au marché européen

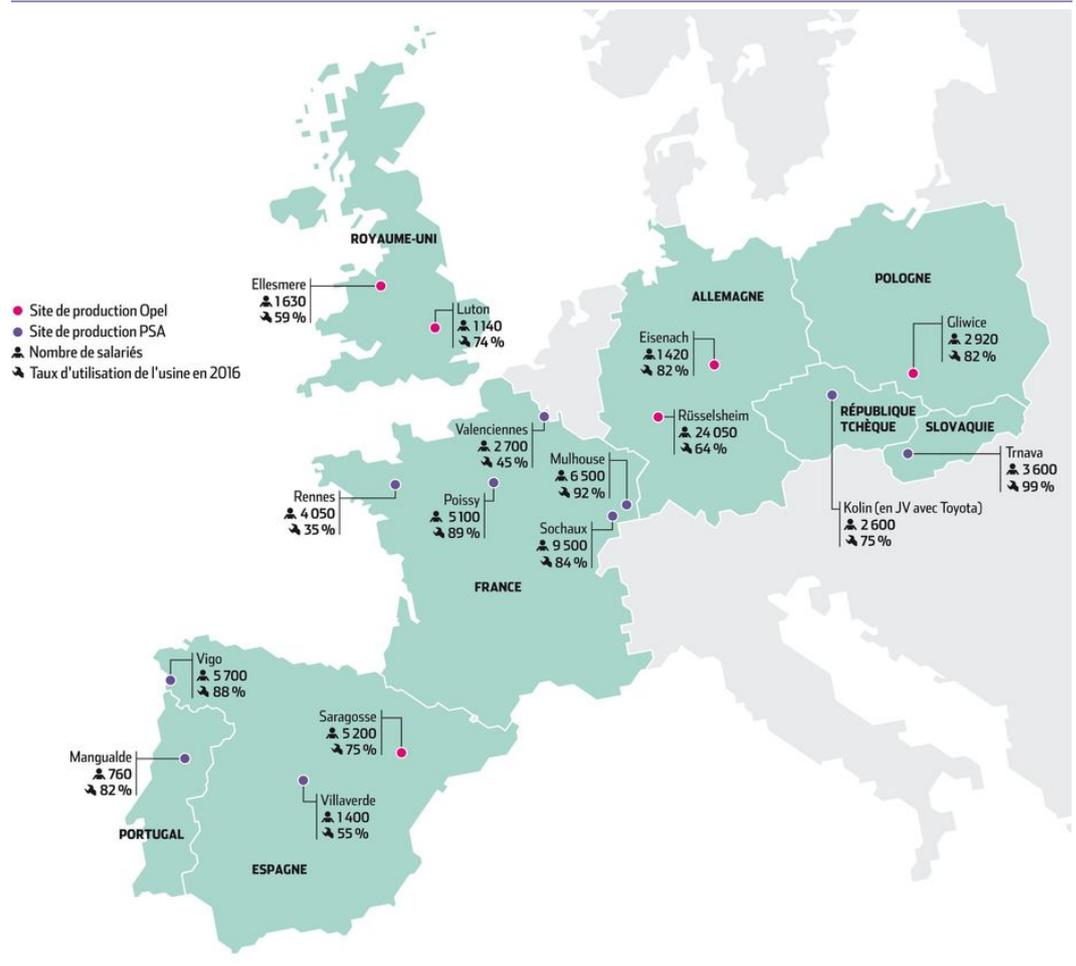
Cette position de **deuxième constructeur européen** post-acquisition semble flatteuse pour le groupe. Cependant cela implique que désormais ce marché représente une partie plus importante de ses ventes qu'auparavant, alors qu'il est mature et très concurrentiel. Alors qu'il représentait déjà **>60%** des volumes du constructeur français, avec cette acquisition, le marché européen compte désormais pour plus de **70%** des volumes du nouveau groupe car les marques **Opel/Vauxhall** (1,2m de véhicules) sont uniquement commercialisées en Europe. Historiquement, GM n'a pas réellement souhaité développer Opel à l'international pour ne pas concurrencer ses autres marques sur les marchés clés, comme **Buick** en Chine. Certes, ce rachat va permettre au groupe français de pénétrer les marchés allemands et britanniques, respectivement les **1^{er} et 2^{ème} marchés européens en volume**, mais va augmenter significativement les risques de pertes en cas de récession économique, comme ce fût le cas lors des crises de 2008 et de 2010. De plus, cette stratégie peut sembler contradictoire avec la volonté d'internationalisation de ses marques souhaitée initialement par Carlos Tavares.

Le faible montant de la transaction reflète aussi la mauvaise santé financière d'Opel/Vauxhall, en perte de vitesse et non-rentables depuis une dizaine d'années, incitant General Motors à essayer de s'en séparer plusieurs fois. Si en 2007, Opel était la deuxième marque en parts de marché en Europe avec **12,5%**, elle ne représente aujourd'hui plus que **6,3%** du marché et se positionne à la **8^{ème} place**. Ce décrochage s'explique par ses difficultés financières récurrentes, limitant les investissements, ainsi que par la faible attractivité de sa gamme vis-à-vis des clientèles allemandes et anglaises.

L'entreprise connaît de grandes difficultés, surtout depuis la crise de 2008, à écouler sa production en Europe dans ce marché hautement concurrentiel.

Elle doit faire face des coûts importants liés à des problèmes récurrents de surcapacité : ses usines ne fonctionnent qu'à **65%** de ses capacités alors que le point mort se situe autour des **80%**, obligeant le constructeur à baisser ses prix afin d'attirer encore plus les clients. Sur 2016 par exemple, environ **40%** des modèles vendus sont destinés à des véhicules de démonstration ou à des loueurs de courte durée, où les marges sont très faibles voire nulles. De ce fait, Opel n'est plus rentable depuis 1999.

Fig. 20: Un outil industriel en Europe sous exploité par Opel/Vauxhall, au contraire de PSA

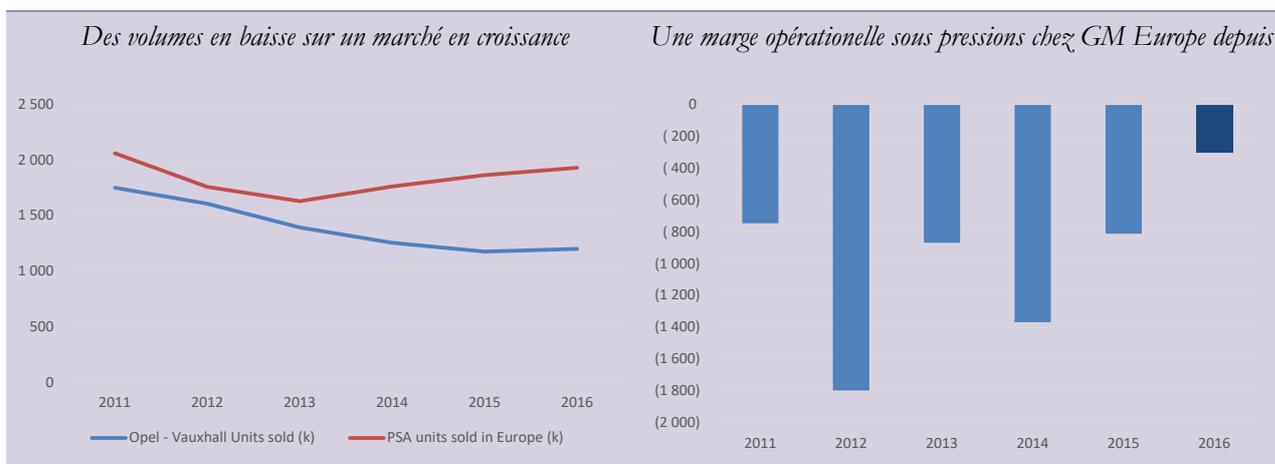


Source: Inovev; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

La division européenne de General Motors n'a jamais vraiment obtenu une politique stratégique globale et soutenue de la part du siège. En conséquence, elle souffre d'un positionnement peu clair : elle cherche à la fois à concurrencer les constructeurs généralistes tout en voulant séduire les clients premium. **En voulant faire les deux, Opel ne parvient à faire ni l'un ni l'autre.** Elle ne peut pas rivaliser avec les autres acteurs généralistes de grande taille (VW, Toyota, Renault-Nissan) qui bénéficient d'économies d'échelles importantes et qui peuvent donc proposer des véhicules de bonne qualité à des prix adaptés à un public de masse (Skoda par exemple). Sa gamme de véhicules premium limitée à son modèle *Insigna*, ne parvient pas à attirer les clients premium, surtout en Allemagne, qui leur préfèrent les marques premium historiques et plus prestigieuses (Audi, BMW, Mercedes). De plus, les coupes budgétaires opérées par GM dans les années 90 et les réductions d'investissements en R&D ont fortement affecté la qualité des modèles Opel et donc son image de marque.

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

Fig. 21: Les marques Opel & Vauxhall s'effondrent sur le marché Européen au détriment de la rentabilité de la filiale européenne de GM



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

6.3. Vers une probable restructuration des marques

Le constructeur se retrouve désormais à la tête d'un portefeuille de cinq marques (Peugeot, Citroën, DS, Opel et Vauxhall), dont certaines avec des positionnements identiques, renforçant d'après nous le risque de cannibalisation. Par conséquent, il nous semble fort probable que le groupe décide à moyen-long terme (*après le plan Push to Pass >2021 ?*) d'opérer une transformation de son portefeuille par le biais d'une restructuration de ses marques, afin clarifier leurs positionnements. **Selon nous, deux scénarios se distinguent.**

■ **Scénario n°1: Abandon de la marque Vauxhall et remplacement de DS par Opel sur le segment premium**

La marque Vauxhall n'étant qu'une adaptation des modèles Opel pour le marché britannique (ajusté pour une conduite à gauche), sa suppression permettrait de gagner en visibilité tout en restant cohérent avec un objectif de simplification pour resserrer son offre produit autour de quatre marques. La nécessité de relancer la marque Opel moribonde, qui a des conséquences négatives directes sur la marge opérationnelle de PSA, est un défi qui s'avère cependant plus complexe. Même si les synergies annoncées semblent significatives (estimées à 1,7Mds d'euros par an d'ici 2026 grâce à une rationalisation des achats, de la production et de la R&D) elles ne suffiront pas à atteindre seules **l'objectif d'une marge opérationnelle de 2% d'ici 2020 et de 6% d'ici 2026 pour la marque allemande.** Nous pensons qu'une montée en gamme de la marque Opel et un repositionnement sur le segment premium serait une stratégie cohérente car elle permettrait une augmentation de ses marges grâce à l'augmentation de la valeur ajoutée dans ses véhicules. PSA peut s'inspirer de l'exemple de Volkswagen avec le rachat d'Audi en 1964, qui l'a transformé en une marque haut de gamme qui contribue désormais à **19%** des volumes du groupe et **>45%** de son résultat opérationnel.

Cette stratégie ne pourrait cependant s'établir que sur le moyen-long terme (> 2021) pour plusieurs raisons majeures : **1/Cela implique de forts investissements en R&D, ce qui n'est pas la priorité du groupe pour le moment compte tenu de sa taille (motorisations hybrides et électriques, dépollution, véhicule autonome...).**

2/ Cela prend du temps pour faire installer une marque dans le premium (cf. Volkswagen/Audi, les difficultés actuelles de DS) ; 3/ Cela constituerait un aveu d'échec pour Tavares qui a porté la création de la marque DS en 2014 lorsqu'il était directeur de la branche automobile.

■ **Scénario n°2 : Suppression de la marque Citroën et remplacée par Opel**

Ces dernières années, les ventes du groupe ont été essentiellement portées par la marque Peugeot, qui demeure la seule marque du portefeuille à progresser en volume. Le positionnement de Citroën, davantage axé sur des modèles moins « sophistiqués » et plus abordables, reste encore incompris. La marque est pénalisée par un réel phénomène de cannibalisation avec Peugeot au profit de ce dernier, Citroën souffrant actuellement d'une faible exposition au segment SUV très porteur en Europe depuis quelques années.

L'intégration d'Opel pourrait faire changer la stratégie du groupe à moyen-long terme (> 2021), en supprimant la marque Citroën et en la remplaçant par l'ex-marque de General Motors. De ce fait, PSA pourrait compter sur Peugeot pour pénétrer les pays d'Europe du Sud, alors qu'Opel, marque allemande, serait davantage concentrée sur les marchés d'Europe du Nord. De plus, elle pourrait permettre de résoudre le problème actuel rencontré par les marques Peugeot/Citroën en Chine, puisqu'elle réduirait le risque de cannibalisation en s'adressant à une clientèle différente.

Plus opportuniste que stratégique, cette acquisition d'Opel/Vauxhall par PSA ne devrait pas être facile à digérer. L'accroissement de l'exposition au marché européen devrait d'après nous pénaliser la croissance du nouveau groupe à moyen terme et contribuer de nouveau à une perte de part de marché au niveau mondial, contradictoire avec cette volonté de grossir en taille. La cannibalisation entre les différentes marques du nouvel ensemble se fera forcément au détriment d'une marque, Citroën d'après nous, sauf si le groupe dévoile une stratégie avec des positionnements plus clairs pour ses clients.

Alors que le groupe vient de démontrer aux investisseurs qu'il était capable d'atteindre un niveau de rentabilité dans la moyenne haute des constructeurs généralistes grâce à la mise en place d'une stratégie cohérente et grâce au déploiement d'une gamme de modèles Peugeot adaptées aux attentes du marché, il rentre désormais, avec cette acquisition, dans une période délicate d'intégration et de restructurations.

Dans notre modèle nous prévoyons une baisse de la marge opérationnelle du segment automobile à court et moyen terme d'environ 150-200pb (avant les coûts de restructuration) par rapport au record attendu pour 2017 (6,7%). Le plan de redressement que présentera prochainement le groupe (9 Novembre 2017 max) devrait nous permettre de mieux appréhender cette acquisition et ses implications sur les comptes de la nouvelle entité.

Fig. 22: Analyse opération de rachat d'Opel/Vauxhall pour PSA

Points positifs	Points négatifs
<ul style="list-style-type: none"> • Le groupe est désormais 2^{ème} constructeur européen en volume derrière VW avec 17% de pdm. • Un prix d'acquisition relativement réduit (8% du CA contre 20% actuellement pour PSA) impliquant une sortie de cash limitée et un TRI potentiellement élevé. • Des synergies industrielles intéressantes sur les segments A/B et au profit de la marge des deux groupes alors qu'actuellement avec GM le groupe ne partageait des plateformes que sur le segment C. • Un CA Automobile qui augmente de >40% grâce à 1,2m de véhicules supplémentaires. 	<ul style="list-style-type: none"> • Augmentation de l'exposition du groupe aux marchés européen et anglais, alors même que les risques de ralentissement sur ces marchés semblent s'accroître. • Un impact dilutif sur les marges à court terme mais également à moyen terme (marge opérationnelle du segment automobile qui repasserait en dessous de 5% jusqu'en 2025 contre 6,7% attendu en 2017). • L'Ampera-e ne pourra être commercialisée par PSA que jusqu'en 2019 alors que l'expertise et le positionnement d'Opel dans l'électrique aurait été utile à PSA, en retard dans ce domaine. • PSA récupère un outil industriel sous utilisé et difficilement restructurable (promesses vis-à-vis des gouvernements anglais et allemand) • Des coûts de restructurations compliqués à appréhender à ce jour, rendant difficile l'analyse de la rentabilité du nouveau groupe.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

7. Peugeot – Nos estimations

Comme indiqué précédemment, nous intégrons dans notre modèle Peugeot l'acquisition d'Opel/Vauxhall auprès de GM dès le 1^{er} janvier 2018. Nous intégrons également nos estimations Faurecia étant donné que nous couvrons également la valeur depuis septembre 2016.

Fig. 23: Peugeot – Tableau de résultat - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	54 090	53 607	54 676	54 030	55 984	74 951	77 500	79 905
Change (%)	-2,4%	-0,9%	2,0%	-1,2%	3,6%	33,9%	3,4%	3,1%
EBITDA	2 955	3 119	5 555	5 673	6 084	7 033	7 630	7 926
% of sales	5,5%	5,8%	10,2%	10,5%	10,9%	9,4%	9,8%	9,9%
Operating margin with restructuring	(4 699)	(1 346)	223	1 911	2 505	3 161	3 313	3 803
% of sales	-8,7%	-2,5%	0,4%	3,5%	4,5%	4,2%	4,3%	4,8%
Change (%)	-591,6%	-71,4%	-116,6%	755,7%	31,1%	26,2%	4,8%	14,8%
Operating margin* with ass. Excl. rest.	(417)	(1)	1 483	3 078	3 329	4 139	4 353	5 160
% of sales	-0,8%	0,0%	2,7%	5,7%	5,9%	5,5%	5,6%	6,5%
Financial results	(658)	(763)	(642)	(268)	(253)	(336)	(328)	(322)
Tax	(387)	(313)	(706)	(517)	(885)	(948)	(1 105)	(1 082)
Tax rate	-21,2%	-121,5%	41,4%	21,9%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Profits from associates	176	282	437	128	254	408	470	487
Minority interests	99	(151)	(303)	(419)	(386)	(471)	(528)	(569)
Net profit	(2 119)	(973)	834	1 624	1 890	1 966	2 312	2 213

Source: Peugeot; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 24: Peugeot – Tableau de flux - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating cash flows	272	4 642	6 328	5 931	4 804	3 825	5 423	5 539
Change in working capital	364	1 747	942	471	942	(622)	258	222
Capex, net	(2 406)	(2 428)	(2 968)	(3 574)	(3 695)	(4 947)	(5 037)	(5 194)
Financial investments, net	181	135	(107)	243	(1 130)	0	0	0
Dividends	(48)	173	3	(14)	(413)	(477)	(496)	(605)
Other	1 596	842	(1 498)	(1 653)	386	471	528	569
Net debt	4 148	(548)	(4 560)	(6 813)	(6 766)	(5 638)	(6 056)	(6 365)
Free Cash flow	(2 243)	2 141	2 811	2 058	1 109	(1 122)	385	345

Source: Peugeot; Bryan, Garnier & Co ests.

Peugeot

Fig. 25: Peugeot – Bilan - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Tangible fixed assets	10 915	10 831	10 894	11 293	11 947	11 311	10 575	9 816
Intangibles assets	4 032	4 348	4 769	5 454	7 477	9 919	12 311	14 641
Cash & equivalents	7 755	9 959	10 896	12 208	12 161	11 033	11 451	11 760
current assets	39 650	22 031	19 424	21 188	20 707	20 919	21 628	22 234
Other assets	5 067	24 002	14 023	7 218	7 185	7 375	7 400	7 424
Total assets	59 664	61 212	49 110	45 153	47 316	49 523	51 914	54 115
L & ST Debt	11 077	2 814	7 482	6 187	6 187	6 187	6 187	6 187
Others liabilities	41 705	40 874	17 140	26 309	27 124	28 231	29 239	30 261
Shareholders' funds	6 882	17 524	14 487	12 657	14 005	15 105	16 488	17 667
Total Liabilities	59 664	61 212	39 109	45 153	47 316	49 523	51 914	54 115
Capital employed	11 306	10 169	9 452	10 172	11 858	14 110	15 443	16 732

Source: Peugeot; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 26: Peugeot – Ratios - %

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating margin	-2,5%	0,4%	3,5%	4,6%	5,6%	4,4%	4,9%	4,6%
Tax rate	-21,2%	-121,5%	41,4%	21,9%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Net margin	-3,9%	-1,8%	1,5%	2,6%	3,4%	2,6%	3,0%	2,8%
ROE (after tax)	-27,2%	-5,2%	5,2%	11,1%	11,6%	11,0%	11,7%	10,3%
ROCE (after tax)	-1,9%	19,7%	16,9%	24,9%	22,7%	19,8%	20,4%	19,7%
Gearing	42,6%	-3,7%	-21,1%	-41,2%	-36,5%	-27,0%	-26,5%	-25,8%
Pay-out ratio	0,0%	0,0%	0,0%	25,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Number of shares, diluted	378	806	832	860	900	900	900	900

Source: Peugeot; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 27: Peugeot – Données par action - €

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS	(5,97)	(1,24)	1,03	1,89	2,12	2,20	2,69	2,57
Restated EPS	(5,56)	(1,19)	1,02	1,91	2,12	2,20	2,69	2,57
% change	-61,7%	-78,7%	ns	86,6%	11,1%	4,0%	22,0%	-4,3%
EPS bef. GDW	(5,97)	(1,24)	1,03	1,89	2,12	2,20	2,69	2,57
BVPS	19,39	22,38	17,92	14,72	16,29	17,57	19,17	20,54
Operating cash flows	0,72	5,76	7,61	6,90	5,34	4,25	6,03	6,16
FCF	(5,94)	2,66	3,38	2,39	1,23	(1,25)	0,43	0,38
Net dividend	0,00	0,00	0,00	0,48	0,53	0,55	0,67	0,64

Source: Peugeot; Bryan, Garnier & Co ests.

8. Peugeot – Valorisation

Comme pour les autres constructeurs automobiles initiés dans notre note sectorielle, nous valorisons Peugeot également à travers un SOTP en plus d'un DCF et des multiples, afin de mieux appréhender la valeur des différentes activités du constructeur français (production automobile, équipementier, banque). **Nous valorisons Peugeot à €19. Pour rappel, nous intégrons dans notre modèle Peugeot l'acquisition d'Opel/Vauxhall dès le 1^{er} janvier 2018.**

Fig. 28: Résumé des méthodes de valorisation (€/action)

	FV
SOTP	24.4
EV/Sales	17.0
EV/EBIT	14.9
P/E	13.4
DCF	25.2
Implied FV	19.0
Latest share price	19.3
Upside	-1%

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

8.1. Valorisation par SOTP (€24)

Dans ce SOTP nous valorisons **Peugeot** avec des multiples tandis que nous valorisons **Faurecia** (détenu à 46,3% par Peugeot) au dernier cours (**€57,6**). Contrairement à Renault nous valorisons le segment « automobile » et le segment « financement » de Peugeot séparément, car Peugeot n'est présent sur ce dernier métier désormais qu'à travers des JVs avec **Santander** et avec **BNP Paribas**. Le groupe consolide donc par mise en équivalence les résultats nets des deux entités. Nous prenons bien en compte dans notre valorisation le coût de l'acquisition d'Opel/Vauxhall (impact cash et warrants) et valorisons donc le groupe post-acquisition à travers des multiples 2018 et non 2017 comme pour les autres constructeurs/équipementiers actuellement couverts par Bryan Garnier.

Fig. 29: Peugeot SOTP

Sum-of-the-part method - 2018	Multiple/price	Stake	Method	2018	Value	Value per share
Core business (Automotive only including Opel/Vauxhall)						
Revenues	15,0%	100%	EV/Sales	56 493	8 474	9,4
EBIT	4,00x	100%	EV/EBIT	2 541	10 165	11,3
P/E calculated on EPS with associates & without Faurecia	10,00x	100%	P/E	1,4	13,6	13,6
Core business value (average)	-	-	-	-	10 284	11,4
Other activities						
Gefco (excluding business with PSA)	8,00x	25%	EV/EBIT	46	92	0,1
Faurecia (@ BG FV)	57,6	47%	Share price	7 946	3 705	4,1
PSA Bank (@ latest Book value)	1,00x	50%	Book value	2 092	1 046	1,2
GM Europe Financial Services (@ latest Book value)	1,00x	50%	Book value	1 200	600	0,7
Other activities	-	-	-	-	5 442	6,0
						0
Sum of the parts	-	-	-	-	15 726	17,5
						0
- Net industrial debt/cash (excluding net debt of Faurecia) - 2018e					5 782	6,4
- Pensions provisions					(1 235)	(1,4)
+ Financial assets (Book value reported on JV with DPCA, Chang'An & Toyota, net of Gefco)					1 683	1,9
Total liabilities					6 230	6,9
						0,0
PSA implied FV					21 956	24,4
Shares outstanding (including new shares from warrants)					900	0,0
Last price						19,2
Upside/Downside						27%

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

8.2. Valorisation par les multiples (€15)

Comme pour les autres valeurs du secteur automobiles initiées chez Bryan Garnier nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Peugeot**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2017-2026 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€17**, **€15** et **€13,4** de FV. Nous valorisons Peugeot avec un multiple de **30% le CA**, **5x l'EBIT** et à **8x le P/E** en ligne avec les comparables européens, américain et asiatiques, généralistes comme Peugeot et Renault.

8.3. Valorisation par DCF (€25)

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

- un **WACC à 12%** qui correspond à un coût du capital, le groupe ayant une dette nette négative. Nous prenons un **beta à 1,4**, une **prime de risque de 7%** et un **taux sans risque à 1,6%**.
- Un **taux de croissance à l'infini de 2%**, impliquant une performance de **Peugeot** en ligne par rapport au marché automobile (+1,9%) malgré la forte exposition du groupe à l'Europe.
- Une **marge d'EBIT (avec restructurations et sans les JVs)** moyenne de **5,2%** et une marge à l'infini de **5,5%**. Nous sommes plus prudents que le groupe en ce qui concerne la rentabilité à LT des marques PSA et des marques Opel/Vauxhall.

Fig. 30: Peugeot – Estimations DCF - €m

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Revenues - Core business	55 984	74 951	77 500	79 905	81 980	84 151	86 424	88 806	91 307	93 934
Revenue growth rate	-	33,9%	3,4%	3,1%	2,6%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%
Operating margin	5,6%	4,4%	4,9%	4,6%	4,7%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,7%
EBIT (excluding JVs & Associates, with restr. Charges)	3 161	3 313	3 803	3 698	3 890	4 500	4 629	4 779	5 055	5 361
Adjustment for provisions	(80)	(81)	(70)	(65)	(61)	(57)	(53)	(50)	(47)	(44)
(-) Taxes on EBIT	(885)	(928)	(1 065)	(1 035)	(1 089)	(1 260)	(1 296)	(1 338)	(1 415)	(1 501)
(+/-) Movements in working capital	942	(622)	258	222	185	195	205	216	237	250
(+) Depreciation and amortisation	2 147	3 142	3 381	3 623	3 856	4 102	4 360	4 631	4 917	5 218
(-) Capital expenditure	(2 127)	(2 848)	(2 867)	(2 956)	(3 033)	(3 114)	(3 198)	(3 286)	(3 378)	(3 476)
(-) Intangibles	(1 568)	(2 099)	(2 170)	(2 237)	(2 295)	(2 356)	(2 420)	(2 487)	(2 557)	(2 630)
Free cash flow	1 591	(123)	1 270	1 248	1 453	2 010	2 227	2 466	2 812	3 179
Present value of free cash flow	1 472	(102)	937	822	853	1 054	1 042	1 030	1 048	1 058

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 31: Peugeot – DCF @ €25

PV of free cash flow	9 215
PV of terminal value	9 724
EV implied - EURm	18 939
- Net industrial debt/cash - 2016	6 813
- Minority interest value (N) - EURm	(4 175)
+ Financial assets (Book value reported on JV with DPCA, Chang'An & Toyota, Gefco)	1 775
+ PSA Bank & GM Europe FS (@ 1,0x BV)	1 646
- Pensions provisions	(1 235)
- Cash-out linked to GM Financial Services acquisition (for 50%)	(460)
- Cash-out linked to Opel/Vauxhall acquisition (for cash part only)	(670)
PSA implied equity value	22 633
Shares outstanding (including new shares from warrants)	900

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

Peugeot

Implied Target Price - EUR

25,2

Nous initions donc la couverture sur Peugeot avec une FV à €19 ce qui implique 0% de potentiel. Nous initions ce dossier à la Vente.

9. Peugeot – SWOT

Fig. 32: Peugeot – analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Le groupe est le 1^{er} constructeur français devant Renault et 2^{ème} constructeur européen en volume derrière VW. Un leader dans la réduction des émissions de CO₂ grâce à un savoir-faire évident dans le diesel. Consolidation bénéfique de Faurecia, qui lui assure des <i>metrics</i> positifs même si à ce stade Faurecia génère encore des marges inférieures à PSA. Dès 2018 Faurecia sera relatif sur la marge du groupe. 	<ul style="list-style-type: none"> Faible exposition aux marchés émergents (Chine, Brésil, Russie) contrairement à son concurrent Renault & très forte exposition au marché européen Sa marque « premium » DS a du mal à pénétrer le marché et son positionnement reste encore peu clair pour les consommateurs. Seul Peugeot tire vers le haut les ventes du groupe, les marques Citroën et DS souffrent d'un renouvellement de gamme. Peu présent sur les motorisations alternatives telles que l'hybride et l'électrique.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Synergies potentielles sur l'appareil de production suite au rachat d'Opel et de Vauxhall > que prévues initialement 	<ul style="list-style-type: none"> Renforcement de son exposition au marché européen suite à l'intégration d'Opel et Vauxhall (<i>qui représente déjà 61% des ventes en 2016</i>) qui peut s'avérer problématique en cas de ralentissement. Cannibalisation possible des marques Peugeot et Citroën avec Opel Un groupe dont le 1^{er} actionnaire est désormais DongFeng.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

10. PSA en bref

Fondé en **1810**, le groupe Peugeot ne se lance dans l'industrie qu'à partir de 1891 grâce à Armand Peugeot. Le groupe est désormais un constructeur automobile important : il est le numéro 2 français derrière Renault groupe et le numéro 2 sur la scène européenne derrière le groupe Volkswagen en volume.

Il est présent sur **3** types de segments dans plus de **de 160 pays** grâce à **378 entités**.

- **Le segment automobile**, par la conception, la fabrication et vente de véhicules.
Le groupe distribue trois marques (*Peugeot, Citroën et DS*) de voitures particulières et véhicules utilitaires grâce à son réseau de concessions (> 10,000). Il est également présent sur le marché des pièces de rechange (*l'Aftermarket*)
- **Le segment de l'équipement automobile**, essentiellement par sa participation de 46% dans l'équipementier français Faurecia.
- **Les services financiers** par sa filiale Banque PSA Finance qui propose des activités de financement, d'assurance et de contrats de location.

En **2016**, le groupe était en progression pour la troisième année consécutive avec un résultat opérationnel à **€2,61Mdr** (+32%), un résultat net de **€2,15Mdr** (+79%) même si son chiffre d'affaires était en légère baisse de 1,1% à **€54,03Mdr** en raison d'une parité de taux de change défavorable.

10.1. Division Automobile – 63% du CA – 52 % de l'EBIT

Il s'agit de la division historique et principale du groupe qui s'articule aujourd'hui autour de trois marques majeures : **Peugeot, Citroën et DS**.

Peugeot et Citroën sont les marques historiques du groupe qui s'adressent à une clientèle généraliste.



- **Peugeot** est la marque historique du groupe, qui représente encore 61% des volumes totaux du groupe. La marque bénéficie d'une croissance de ses ventes depuis 2013 grâce à une stratégie payante de lancement de nouveaux produits surfant sur les tendances de marché tels que le segment des SUV avec la sortie du **modèle 3008**. De plus, elle poursuit son internationalisation par la conquête de nouveaux marchés tels que le Moyen Orient et vise l'objectif de >45% de ses ventes hors du marché Européen en 2017.



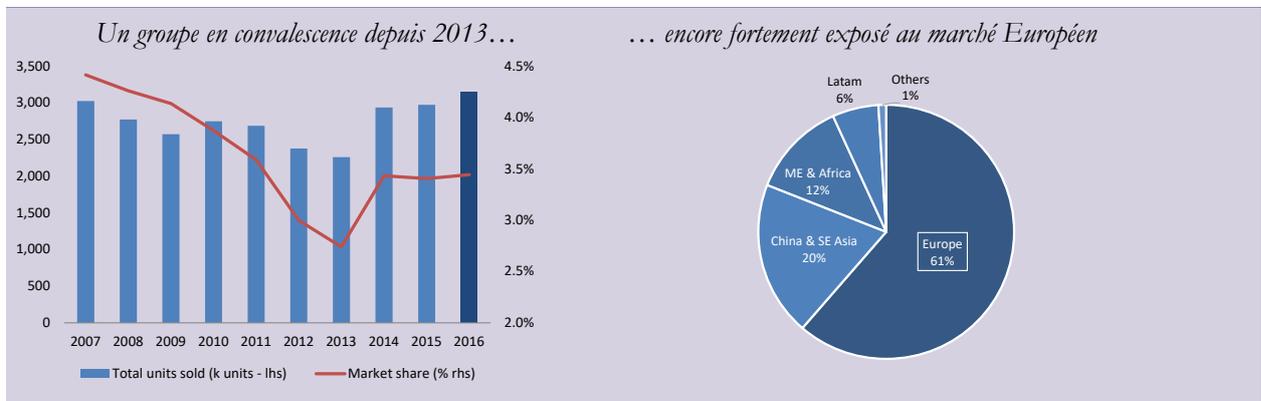
- Depuis son rachat forcé en **1974**, **Citroën** est la seconde marque généraliste du groupe et contribue à hauteur de 36% des volumes. La marque est en profonde transformation afin de se conformer au plan **Push to Pass** du groupe annoncé en 2016 et afin de stopper l'hémorragie de ses baisses de ventes et de ses parts de marché. Elle a longtemps souffert d'un manque de modèle SUV sur le marché européen et d'une certaine cannibalisation de ses modèles avec Peugeot.



DS AUTOMOBILES

- Auparavant une ligne haut de gamme au sein de la marque Citroën, PSA décide de faire de **DS** une marque distincte en **2014** afin de mieux la différencier au sein du groupe et de lui accorder un positionnement premium. Elle n'a désormais plus aucune référence à Citroën, mais peine encore à se faire une identité réelle malgré les dernières tentatives du groupe (points de ventes spécifiques, *DS Stores* ou des espaces dédiées dans les concessions, *DS Salons*). Les ventes de la marque sont décevantes en Europe – environ 3% du groupe, en baisse de 15% en 2016 – en raison d'une faible profondeur de gamme et des véhicules ayant un positionnement qui n'est pas clairement établi : seul la DS3 est clairement défini comme une citadine, le DS4 se situe entre une compacte et un SUV, et la DS6 est réservée au marché Chinois. Le nombre d'immatriculations en Chine reste faible (<250,000) mais représentent 25% des ventes totales de la marque, et les modèles exclusifs au marché Chinois (*DS4S*, *DS5LS* et *DS6*) permettent un potentiel de croissance.

Fig. 33: Un groupe encore trop exposé à l'Europe



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

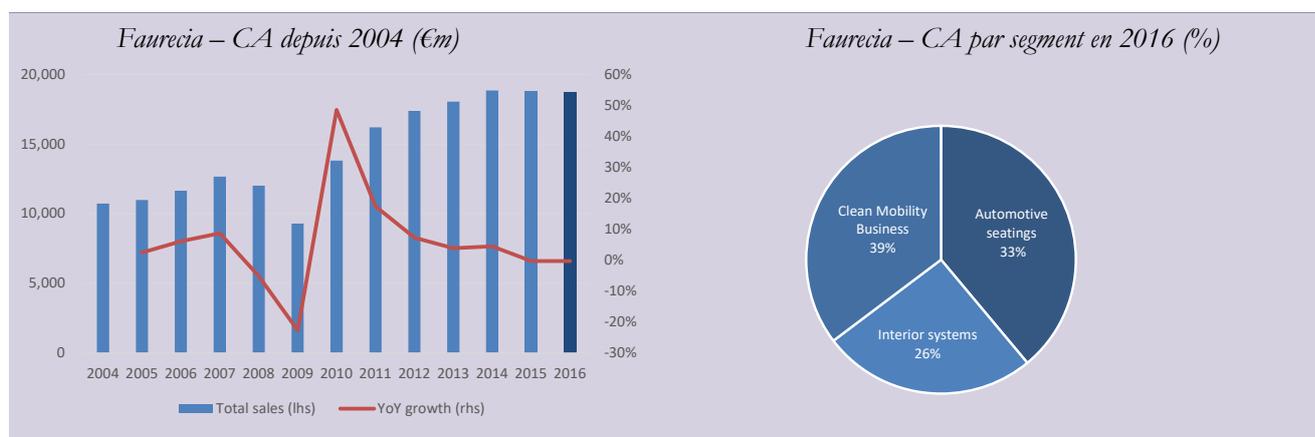
Le groupe reste fortement exposé au marché européen (>69% des volumes du groupe en 2007 contre >60% aujourd'hui) grâce à une forte implémentation de son outil de production avec **22 usines de production (voitures, moteurs et autres pièces) détenues ou codétenues dont 16 en France** même si cette exposition tend à diminuer ces dernières années compte tenu de l'ouverture du groupe sur la Chine et à l'international. Cependant, elle devrait progresser en 2017 après la finalisation du rachat des marques **Opel** et **Vauxhall** renforçant son exposition aux marchés Allemand et Britannique.

En **2016**, le groupe PSA a vendu environ **3,15 millions de véhicules (+6%)** lui permettant de revendiquer le **troisième rang Européen** avec une part de marché de **9.7%** et c. **3.5%** au niveau mondial. En intégrant pleinement les marques Opel et Vauxhall cédées par General Motors pour €2,2Mdr, le groupe devrait devenir le deuxième constructeur Européen derrière VW avec une part de marché c. **17%**.

10.2. Faurecia – 35% du CA – 30% de l'EBIT

Faurecia est créé en 1997 par la fusion des entreprises Bertrand Faure et ECIA, la filiale de Peugeot fabricant des sièges, des blocs avant et des aménagements intérieurs de véhicules. L'entreprise est un équipementier automobile actif autour de 3 activités principales : le design et l'assemblage de sièges (Automotive Seating), les cockpits et carrosseries intérieur (Interior Systems) ainsi que le traitement des émissions CO₂/NOx (Clean Mobility). Il opérait également dans **les modules extérieurs** jusqu'en 2015 lors de la vente de sa division *Automotive Exteriors* à **Plastic Omnium** pour €665m.

Fig. 34: Faurecia en chiffres



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

Aujourd'hui, **PSA** détient **46,33%** de Faurecia et le consolide à 100% dans ses états financiers. En **2016**, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de €18,7Mdr (-1%), un résultat opérationnel courant de €970 (+17%) et une marge opérationnelle de 5.2% (+80bps) représentant respectivement 35% du CA et 30% du RNAI de PSA. Récemment, Faurecia a relevé ses perspectives de croissance pour l'année 2017. Il vise désormais une augmentation *like-for-like* de 7% vs. 6% de ses ventes et une amélioration de sa marge opérationnelle (6,6/7% vs. 6.4/6.8%). De plus, le groupe espère une forte croissance à long-terme grâce au développement de son segment Clean Mobility – qui contribue actuellement à 39% de son CA – en profitant des réglementations accrues en matière de réduction des émissions de CO₂ et NOx. En **2030**, il table sur une marge opérationnelle de 15%, et une CAGR de 7% sur les 15 prochaines années.

La bonne santé financière de Faurecia est positive pour **PSA** car elle contribue au tiers du chiffre d'affaires et au résultat opérationnel avant impôts. Elle ne devrait pas entraîner de changements stratégiques majeurs de la part du groupe.

10.3. Banque PSA Finance

Créée en **1919**, la banque PSA Finance (BPF) est une filiale détenue à 100% par PSA qui assure des fonctions de distribution d'offres de financement et de services destinées à afin de développer les ventes de véhicules des trois marques du groupe et permet une fidélisation de sa clientèle. Elle est présente dans **18 pays** depuis la mise en place de partenariats avec le groupe **Santander** en **2015** qui a notamment permis son implantation dans 11 pays d'Europe et au Brésil.

Sa principale activité reste son activité de financement de la clientèle finale – particuliers et professionnels – qui représente la majorité de ses encours totaux (68,3% soit €15,6m fin 2016 en norme IFRS 8).

Elle y réalise trois types de prestations : **1/**des crédits pour l'acquisition des véhicules neufs et d'occasion du groupe ; **2/**du leasing opérationnel ou financier (LLD) ; **3/**des services associés tels que l'assurance, l'entretien ou l'extension de garantie. Même si cela ne concerne qu'une partie réduite de ses encours, la Banque PSA Finance a également un rôle utile dans le financement des stocks de véhicules neufs ou de démonstrations du groupe.

Alors qu'autrefois cette activité était détenue à 100% par le constructeur français, celui-ci à signer un accord en juillet 2014 avec **Santander Consumer Finance** (Santander CF), la division de **Banco Santander** spécialisée dans le crédit à la consommation, afin de sécuriser l'accès à son refinancement, d'améliorer le coût de son financement et donc d'améliorer la compétitivité de son offre pour augmenter son taux de pénétration sur le marché du financement automobile. Cet accord donnera naissance à un partenariat (JV détenue à 50/50 par les deux groupes) européen (11 pays) et en Amérique latine.

Les anciennes activités bancaires du groupe sont donc désormais consolidées par mise en équivalence dans les comptes de Peugeot.

Depuis la création de ce partenariat, le nombre de véhicules financés par le groupe (768 000 véhicules) a fortement augmenté (+9,5% entre 2014 et 2016) ainsi que le montant des encours (+8,5% à €22,8Mds).

Dans le cadre du rachat **d'Opel/Vauxhall**, le constructeur français récupère également, conjointement avec **BNP Paribas**, les sociétés captives de financement de l'ancienne entité européenne de GM. Banque PSA Finance et BNP Paribas vont donc acquérir chacun 50% des captives pour un prix total de **€900m** (0,8x la BV), BNP Paribas consolidant entièrement l'actif tandis que PSA consolidera la nouvelle entité par mise en équivalence. Pour rappel, les activités de financement d'Opel / Vauxhall répondent aux besoins de financement de près de 1 800 concessionnaires dans 11 pays européens, et représentent un encours d'environ **€9,6Mds** fin 2016, dont environ **€5,8Mds** sont financés par dépôts ou titrisations.

25 septembre 2017

Industrie Automobile

Bloomberg	RNO FP
Reuters	RENA.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	90 / 71
Capitalisation Boursière (MEUR)	24 090
Valeur d'Entreprise	3 631
Volume moyen 6 mois (000 actions)	938,6
Flottant	59,0%
TMVA BPA (3 ans)	11,4%
Gearing (12/16)	-13%
Rendement (12/17e)	4,03%

Fin Décembre	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
C. d'affaires (MEUR)	51 243	58 712	61 082	63 861
EBIT (MEUR)	3 282	3 955	4 137	4 403
BPA Publié (EUR)	12,54	15,42	16,10	17,34
BPA dilué (EUR)	12,54	15,42	16,10	17,34
EV/CA	0,12x	0,06x	0,04x	0,02x
EV/EBITDA	1,0x	0,6x	0,4x	0,2x
EV/EBIT	1,8x	0,9x	0,6x	0,3x
P/E	6,5x	5,3x	5,1x	4,7x
ROCE	10,4	14,8	14,5	14,6



Renault

Le meilleur reste à venir

Fair Value 99EUR (cours 81,46EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

Alors que Renault sort d'un cycle complet de renouvellement de sa gamme produit, il entre désormais dans une phase de redémarrage de ses principaux marchés émergents, la Russie et l'Amérique du Sud, au profit de la croissance du CA et de la marge. Le rachat de Mitsubishi par Nissan devrait également permettre à l'Alliance de passer la vitesse supérieure en termes de synergies. Achat, €99.

■ **Un redémarrage du marché russe au profit de la croissance:** La forte exposition du groupe (>10% des volumes) au marché russe suite au rachat d'AvtoVAZ est bénéfique dès 2017 même si l'amélioration de la marge sera progressive. Avec Nissan, Renault dispose d'une position dominante en Russie faisant de lui un des acteurs les plus exposés en Europe.

■ **Dans la cours des grands avec Mitsubishi:** Grâce au rachat opportun de Mitsubishi par Nissan, l'Alliance fait désormais parti du Top 3 des constructeurs mondiaux, en compétition directe avec VW et Toyota. La diversification géographique (plus d'Asie du sud) et produits (plus de SUVs), combinées aux synergies potentielles grâce au partage des modules CMF avec Mitsubishi devrait être bénéfique à Renault à moyen terme.

■ **A la conquête de la Chine, enfin:** Après un faux départ en 1993, Renault vient finalement de s'implanter industriellement en Chine avec l'inauguration en 2016 de sa première usine avec Dongfeng. Alors que tout reste à développer (réseau, extension de la gamme produit...), il pourrait potentiellement bénéficier à moyen terme de son expertise sur le véhicule électrique et de la position dominante de l'Alliance dans le domaine pour faire face aux nouvelles contraintes gouvernementales. Nous voyons d'un très bon œil la sortie potentielle de la Kwid en version électrique.

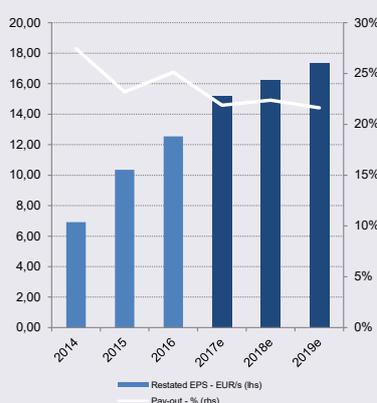
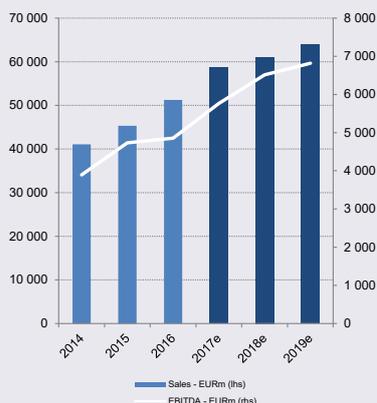
■ **Encore sous-valorisé malgré son fort potentiel de croissance:** Les ambitions du groupe d'atteindre d'ici 2022 un CA de >€70Mds et de générer une marge opérationnelle de 7% au minimum semblent laisser les investisseurs indifférents malgré la valorisation toujours attractive du dossier (P/E 17^e et 18^e respectivement à 5,3x et à 5,0x contre une moyenne sous-sectorielle à 7,9x et 7,3x). Dans notre modèle, nous anticipons une surperformance de la part du groupe à minima sur les deux prochaines années. Nous initions la couverture du titre à l'Achat, avec une **FV à €99**.



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

Research Assistant:
Anthony Aimar

Renault



Activités

Le groupe Renault conçoit, produit et vend des véhicules particuliers ainsi que des véhicules commerciaux sous les marques Renault, Samsung, Dacia et Lada. Le groupe propose également à ses clients des services financiers pour financer l'achat des véhicules grâce à sa captive RCI. A travers l'Alliance (collaboration avec Nissan et maintenant Mitsubishi) le groupe est très proche de devenir le numéro un mondial sur le secteur avec >12% de pdm.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	41 055	45 327	51 243	58 712	61 082	63 861	66 571
Change (%)	0,3%	10,4%	13,1%	14,6%	4,0%	4,5%	4,2%
Adjusted EBITDA	4 656	4 855	5 764	6 468	6 727	7 196	7 708
EBIT	1 609	2 320	3 282	3 955	4 137	4 403	4 661
Change (%)	29,5%	44,2%	41,5%	20,5%	4,6%	6,4%	5,9%
Financial results	-333	-221	-323	-372	-364	-355	-343
Pre-Tax profits	2 134	3 271	4 598	5 186	5 415	5 824	6 211
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	-136	-311	-1 055	-855	-893	-962	-1 030
Profits from associates	1 362	1 371	1 638	1 766	1 842	1 977	2 093
Minority interests	-108	-137	-124	-128	-132	-135	-140
Net profit	1 890	2 823	3 419	4 203	4 390	4 727	5 042
Restated net profit	1 890	2 823	3 419	4 203	4 390	4 727	5 042
Change (%)	223%	49,4%	21,1%	22,9%	4,5%	7,7%	6,7%

Cash Flow Statement (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating cash flows	3 972	6 017	4 389	6 662	5 762	6 213	6 706
Change in working capital	771	457	-239	766	-40,6	-39,5	-38,5
Capex, net	-2 511	-2 801	-3 097	-3 640	-3 787	-3 959	-4 127
Financial investments, net	-274	-248	1 190	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividends	-585	-722	-911	-932	-970	-1 059	-1 112
Other	389	-64,0	-3 124	128	132	135	140
Net debt	-2 104	-2 661	-2 720	-4 654	-5 505	-6 817	-8 381
Free Cash flow	1 461	3 216	1 292	3 022	1 975	2 253	2 579

Balance Sheet (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Tangible fixed assets	10 801	11 171	12 988	12 941	12 916	12 805	12 554
Intangibles assets	3 443	3 570	4 899	6 073	7 295	8 572	9 904
Cash & equivalents	12 497	14 133	13 853	16 071	17 207	18 537	20 144
current assets	47 038	53 018	61 510	64 367	65 986	67 873	70 023
Other assets	34 513	37 587	40 593	41 385	42 606	43 799	44 907
Total assets	81 551	90 605	102 103	105 753	108 591	111 672	114 930
L & ST Debt	33 365	36 447	40 680	40 680	40 680	40 680	40 680
Others liabilities	23 288	25 684	30 528	31 818	32 144	32 561	32 973
Shareholders' funds	24 476	27 992	30 743	32 975	35 357	37 884	40 591
Total Liabilities	81 551	90 605	102 103	105 753	108 591	111 672	114 930
Capital employed	14 428	14 966	19 745	20 106	21 344	22 549	23 668

Ratios	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating margin	3,92	5,12	6,40	6,74	6,77	6,89	7,00
Tax rate	17,62	17,64	37,20	25,00	25,00	25,00	25,00
Net margin	4,60	6,23	6,67	7,16	7,19	7,40	7,57
ROE (after tax)	318	338	60,11	138	139	143	147
ROCE (after tax)	9,19	12,77	10,44	14,75	14,54	14,64	14,77
Gearing	-7,00	-15,04	-12,84	-18,60	-20,47	-22,51	-24,85
Pay out ratio	27,44	23,18	25,12	21,28	22,23	21,68	21,29
Number of shares, diluted	273	273	273	273	273	273	273

Data per Share (EUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS	6,92	10,35	12,54	15,42	16,10	17,34	18,49
Restated EPS	6,92	10,35	12,54	15,42	16,10	17,34	18,49
% change	222%	49,6%	21,1%	22,9%	4,5%	7,7%	6,7%
EPS bef. GDW	6,92	10,35	12,54	15,42	16,10	17,34	18,49
BVPS	82,77	94,66	104	112	120	128	137
Operating cash flows	14,55	22,07	16,10	24,43	21,13	22,79	24,59
FCF	5,35	11,80	4,74	11,08	7,24	8,26	9,46
Net dividend	1,90	2,40	3,15	3,28	3,58	3,76	3,94

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

Sommaire

1. Investment Case.....	158
2. Renault en six graphiques.....	159
3. Le meilleur reste à venir.....	160
4. D'un groupe franco-français à un futur leader mondial il n'y a qu'un pas !.....	161
4.1. Des acquisitions stratégiques transformantes.....	161
4.1.1. 1999 : Renault-Nissan.....	162
4.1.2. 2010 : Renault-Nissan + Daimler.....	164
4.1.3. 2012 : Renault-Nissan + Avtovaz.....	166
4.2. Dans la cours des grands suite au rachat de Mitsubishi par Nissan.....	167
4.3. Une stratégie qui présente des avantages évidents.....	169
4.3.1. Enfin des synergies !.....	169
4.3.2. Une position géographique ET technologique complète et diversifiée.....	170
4.3.3. Une position désormais de leader.....	171
4.4. ...même si elle complexifie l'analyse du groupe.....	172
4.4.1. Une analyse de la performance pas toujours évidente.....	172
4.4.2. Qui se reflète également au niveau de la valorisation.....	172
4.4.3. Une gouvernance compliquée.....	174
4.4.4. Un nouveau plan stratégique au niveau de l'Alliance, première étape vers une relation encore plus étroite entre les trois groupes ?.....	176
5. Bien positionné pour bénéficier du redémarrage des pays émergents.....	177
5.1. Bon baisers de Russie.....	177
5.1.1. Un faux départ en 2005.....	177
5.1.2. Un nouveau départ en 2017 ?.....	178
5.2. A la conquête de la Chine : rien ne sert de courir, il faut partir à point.....	181
5.2.1. Un bon positionnement produit pour démarrer.....	181
5.2.2. Mais il y a encore du travail !.....	182
6. Une avance certaine dans l'électricité.....	183
6.1. Une nouvelle batterie sur la Zoé pour plus d'autonomie.....	183
6.2. Et ensuite ?.....	184
7. Renault – Nos estimations.....	185
8. Renault – Valorisation.....	187
8.1. Valorisation par SOTP (€126).....	187
8.2. Valorisation par les multiples (€84).....	188
8.3. Valorisation par DCF (€114).....	188
9. Renault – SWOT.....	189
10. Renault en bref.....	190
10.1. Renault Auto – 95% du CA – 73% de l'EBIT.....	190
10.2. Banque RCI – 5% du CA – 27% de l'EBIT.....	192
Bryan Garnier stock rating system.....	193

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Dans le cadre d'une note sur les constructeurs automobiles, nous initions la couverture du constructeur français **Renault**, proche de devenir le 1^{er} constructeur mondial avec Nissan (*l'Alliance Renault-Nissan*) suite au rachat de Mitsubishi par ce dernier. Le groupe devrait bénéficier dès 2017 du redémarrage des pays émergents (*Brésil et Russie notamment*) ainsi que de la montée en puissance de sa première usine en Chine créée en partenariat avec le chinois **DongFeng**. Le groupe devrait surperformer le marché en 2017 et 2018.

Attractif ou non?



Valorisation

La complexité des relations capitalistiques entre le groupe et ses différents partenaires de l'Alliance nous obligent à valoriser le groupe à travers un **SOTP** en plus d'un DCF et de multiples. Dans ce SOTP nous valorisons Renault avec des multiples tandis que nous valorisons Nissan à travers un DDM afin de mieux appréhender le cash distribué par Nissan au groupe français, cash que Renault s'engage à distribuer à **100%** à ses propres actionnaires.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Le 6 Octobre le groupe devrait présenter aux investisseurs un **plan stratégique** pour 2017-22, en remplacement au plan actuel « Drive the Change » dévoilé par Renault en 2011. Ce plan nous permettra notamment de mieux appréhender les futurs échanges possibles entre les trois constructeurs et devrait être précédé de l'annonce d'un grand programme technologique commun aux trois groupes. Les objectifs **2022** de générer **€70Mds de CA** et une **marge de 7%** devraient être confirmés.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Nous sommes actuellement en ligne avec le consensus au niveau du CA sur 2017-18 mais 4% au-dessus du consensus au niveau de résultat opérationnel. Nous sommes en ligne avec le consensus sur les BPA. Notre modèle est basé sur un taux **EUR/JPY de 129**.

Quels risques?

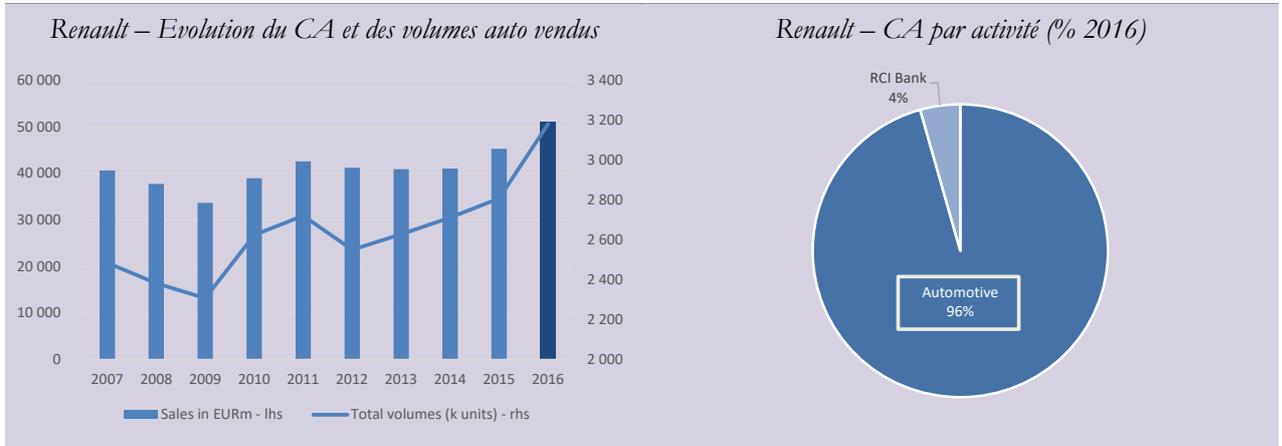


Risques

Tout ralentissement du **marché russe** pourrait pénaliser Renault notamment suite à son récent rachat d'Avtovaz. Un fort ralentissement du marché européen impacterait également négativement le résultat du groupe ainsi qu'une **montée en puissance de l'hybride, au détriment du diesel**.

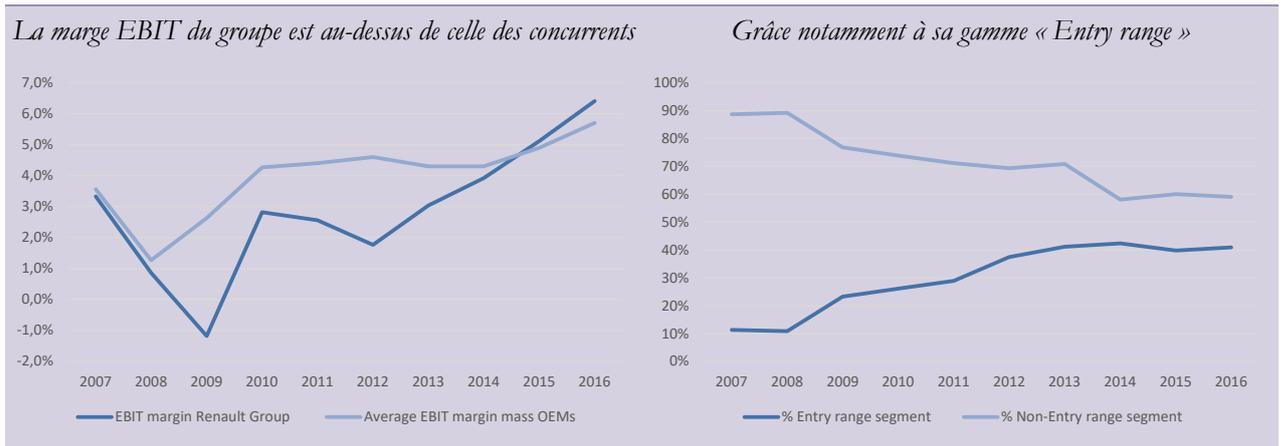
2. Renault en six graphiques

Fig. 1: Une forte croissance du CA depuis 2009 grâce à de nouveaux modèles



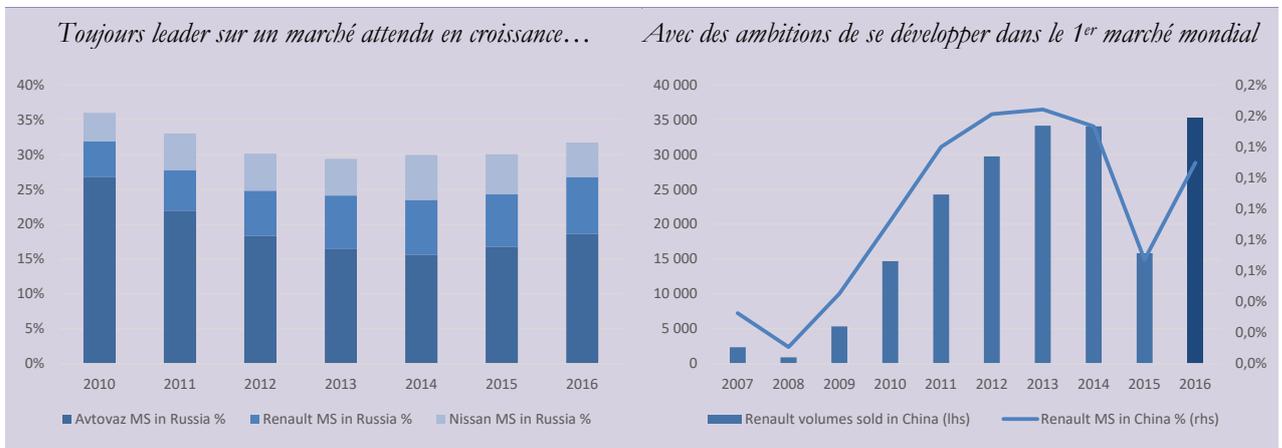
Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: Une rentabilité en hausse grâce à la gamme « Entry-range »



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 3: Un groupe à la reconquête de la Russie et à la conquête de la Chine



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

3. Le meilleur reste à venir

Dans une industrie de coûts fixes, où il est primordial pour tout constructeur mondial de réduire le plus possible ses coûts de production unitaires soit par **croissance organique** soit par **croissance externe** à travers le **rachat de concurrents directs** (*Fiat-Chrysler et PSA-Opel*) ou le **rachat de marques complémentaires** (*BMW-Mini, VW-Lamborghini-Bentley*), **Renault** est l'un des rares constructeurs automobiles à avoir adopté une stratégie qui combine ces deux leviers de croissance: **1/nouer des partenariats industriels** avec un autre acteur en échange de participations minoritaires (*Renault-Daimler*) et **2/racheter opportunément des concurrents** sans pour autant prendre une participation majoritaire, afin de créer des synergies opérationnelles tout en optimisant sa présence commerciale sur des marchés non adressés (*Renault-Nissan et Nissan-Mitsubishi*). A travers la création de l'**Alliance** en **1999**, le groupe français est passé d'une position de constructeur français à un l'un des plus grands constructeurs automobiles mondiaux, position qui devrait être confortée suite au récent rachat de Mitsubishi par Nissan en 2016.

La forte exposition du groupe aux pays émergents (>30% des volumes) et plus particulièrement à la Russie (>10% des volumes) suite au rachat du leader russe **Avtovaz** en 2016, devrait permettre au groupe de continuer à surperformer la demande mondiale sur le court terme (TCAM de 7,6% entre 2016/19 contre 1,9% attendu pour le marché auto, BGe), au profit de la marge opérationnelle. Pour rappel le groupe ambitionne de générer au **minimum 7% de marge** groupe d'ici **2022** contre **6,4%** en 2016. Grâce aux synergies et à l'enrichissement de l'offre produit en dehors d'Europe nous prévoyons une marge de **7,3%** dans notre modèle, au-dessus de la moyenne des concurrents directs du groupe. La récente implantation du groupe en Chine avec l'inauguration en 2016 de sa première usine avec **Dongfeng** devrait peser sur les résultats à court terme mais redonner du dynamisme commercial à moyen terme. Alors que tout reste à développer (réseau, extension de la gamme produit...), Renault pourrait potentiellement bénéficier à moyen terme de son expertise sur le véhicule électrique et de la position dominante de l'Alliance dans le domaine pour faire face aux nouvelles contraintes gouvernementales. Dans ce cadre, nous voyons d'un très bon œil la sortie potentielle de la **Kwid** en version électrique.

Bien que la structure de l'**Alliance** complexifie l'analyse commerciale et opérationnelle du groupe tout en pesant sur sa valorisation, Renault reste d'après nous l'un des rares constructeurs « milieu de gamme » à offrir autant de potentiel de croissance à court et moyen termes grâce notamment à une exposition grandissante vis-à-vis des pays émergents. L'intégration de Mitsubishi à l'Alliance devrait, à court terme, être également bénéfique aux actionnaires de Renault à travers Nissan, tandis que le montant des synergies existantes entre les deux groupes devrait continuer à croître notamment grâce à un plus grand partage des modules CMF entre les marques (>€6,3Mds en 2018e contre €5Mds en 2016).

D'après nous Renault traite avec décote historique importante (>40%) vis-à-vis des multiples historiques mais également avec une décote de >30% vis-à-vis des concurrents directs sur ses BPA 2017e-19e malgré une croissance du résultat sur la **période 4-5x supérieure** à celle du marché automobile.

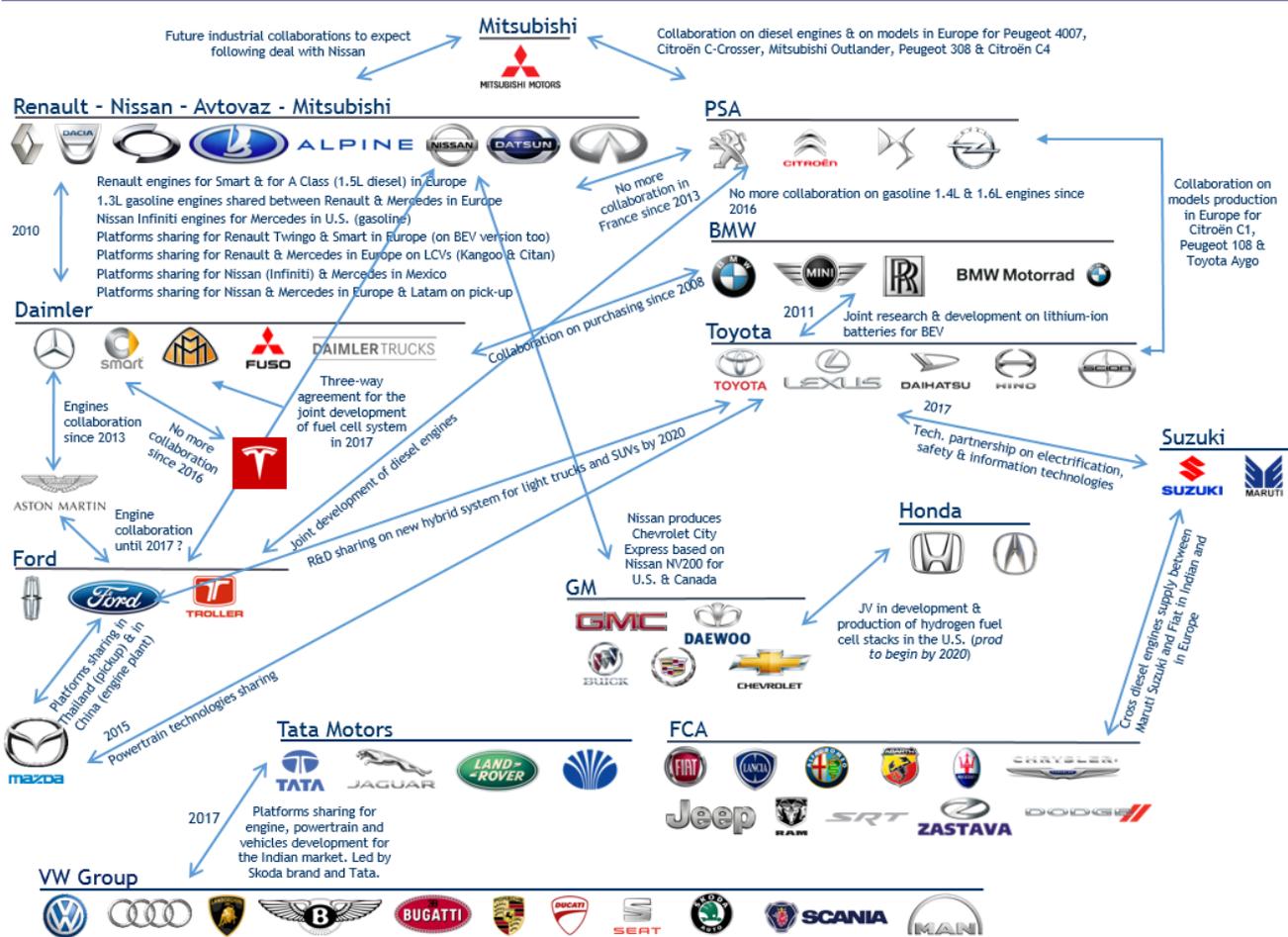
Nous initions la couverture sur le titre à **l'Achat**, avec une **FV à €99**.

4. D'un groupe franco-français à un futur leader mondial il n'y a qu'un pas !

4.1. Des acquisitions stratégiques transformantes

L'industrie automobile étant une industrie de coûts fixes, il est primordial pour tout constructeur mondial de réduire ses coûts de production unitaires soit par **croissance organique** soit par **croissance externe** à travers le **rachat de concurrents directs** (*Fiat-Chrysler et PSA-Opel*) ou le **rachat de marques complémentaires** (*BMW-Mini, VW-Lamborghini-Bentley*). Le partage de plateformes et/ou de modèles entre les constructeurs reste également une solution très répandue dans le secteur, permettant ainsi une augmentation significative du taux d'utilisation d'usines moteurs ou d'usines d'assemblages au profit d'une **meilleure absorption des coûts fixes et donc de l'amélioration des marges**.

Fig. 4: Exemples de partenaires industriels entre les principaux constructeurs automobiles



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

Contrairement aux autres constructeurs globaux, **Renault** est le seul à avoir adopté une stratégie qui combine ces différents leviers de croissance consistant à : **1/nouer** des partenariats industriels avec un autre acteur en échange de participations minoritaires (*Renault-Daimler*) et **2/racheter opportunément des concurrents** sans pour autant prendre une participation majoritaire, afin de créer des synergies opérationnelles tout en optimisant sa présence commerciale sur des marchés non adressés (*Renault-Nissan et Nissan-Mitsubishi*).

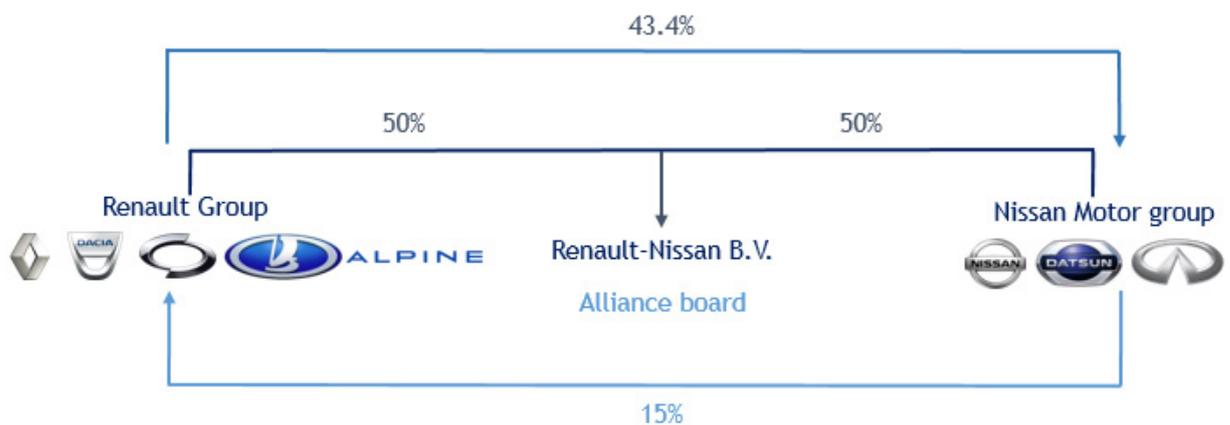
Cette stratégie a permis aux groupes Renault et Nissan d'enrichir leur portefeuille de marques :

- **Renault** possède **100%** de **Dacia**, **100%** d'**Alpine**, **80,1%** de **Renault Samsung Motors**, et **47%** de **Lada**.
- **Nissan** possède **100%** d'**Infiniti**, **100%** de **Datsun**, **34%** de **Mitsubishi** et **50%** de **Venucia**.

4.1.1. 1999 : Renault-Nissan

C'est en mars **1999** qu'est née l'alliance **Renault-Nissan** à la suite d'une période de difficultés financières pour **Nissan**, qui a donné l'occasion au constructeur français de racheter une partie du groupe japonais et d'y placer à sa tête **Carlos Ghosn** afin de le restructurer (Ghosn est alors numéro deux de Louis Schweitzer, le PDG de Renault à l'époque). Ce rachat s'est fait en deux étapes, avec tout d'abord Renault qui a pris une participation de **36,4%** dans Nissan tout en investissant **€5Mds** afin de restructurer le groupe, tandis que plusieurs années plus tard Nissan a pris **15%** dans Renault alors que Renault a augmenté sa part dans le constructeur japonais jusqu'à **43.4%**. A ce jour la participation de Renault dans Nissan vaut **€17,3Mds** tandis que celle de Nissan dans Renault vaut un peu plus de **€3.6Mds**.

Fig. 5: Une structure capitalistique complexe mais à l'origine d'importantes synergies depuis 1999



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

Grace à cette opération, le groupe français a ainsi pu doubler sa taille en termes d'immatriculations tout en adressant des nouveaux marchés (Japon, Chine et Etats-Unis) et a également **réalisé des synergies importantes** lui permettant de générer des marges opérationnelles plus importantes que la plupart de ses concurrents directs, notamment à partir de 2014. Pour rappel c'est en 2001 que la première coentreprise, pour réaliser les achats en commun, a été créée.

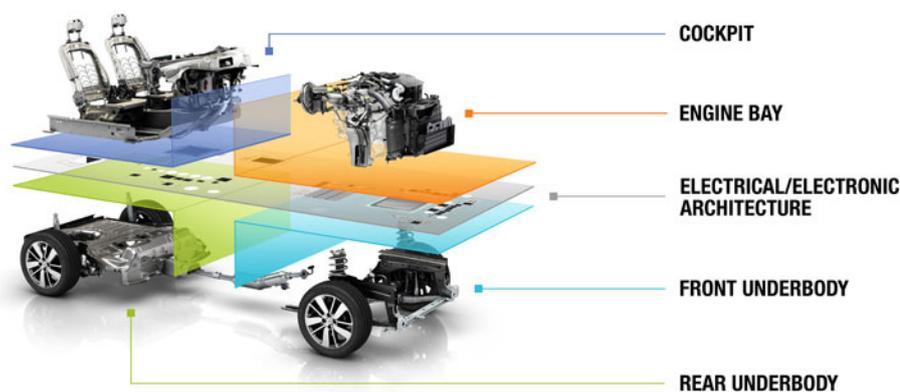
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

L'Alliance Renault-Nissan en tant que telle (Renault-Nissan BV, une société néerlandais) a été créée en 2002 en parallèle pour élaborer une stratégie commune et surtout pour développer des synergies entre les deux groupes. L'entité est détenue à parité par Renault et par Nissan.

Depuis 2012 l'Alliance bénéficie des synergies produites par une nouvelle approche, dite **CMF** (Common Module Family), qui permet, grâce à la standardisation de pièces et de modules non visibles par le client, d'atteindre un niveau important d'économies d'échelle. Cette approche sera progressivement déployée sur les modèles Renault et Nissan entre 2013 et 2020 ce qui devrait se traduire, d'après le groupe, par une réduction moyenne du coût de production de **30 à 40% par modèle**.

Fig. 6: Le partage de plates-formes techniques permet de réduire les coûts au sein de l'Alliance

COMMON MODULE FAMILY (CMF) : 4+1 BIG MODULES



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

- **CMF C/D** : C'est le premier partage de modules entre les deux groupes à avoir vu le jour. Elle inclut les modèles de segments C et D des deux marques : **Nissan X-Trail**, **Nissan Rogue** et **Nissan Qasqhai** et **Renault Espage**, **Kadjar**, la nouvelle **Mégane**, le **Renault Talisman** et le **Renault Koleos**. Le **Dacia Duster** devrait également profiter de ce module dès 2017.
- **CMF-A** : pour les véhicules de catégories A dédiés aux marchés à forte croissance, principalement dans les pays émergents. Ce partage de modules a vu le jour en 2015 avec la **Renault Kwid**, un modèle « low-cost » dédié spécifiquement au marché indien. Nissan a produit la **Datsun redi-GO** sur cette plateforme dès Avril 2016 (Datsun est la marque « low-cost » de Nissan créée en 1913 et relancée en 2013)
- **CMF-B** : Le premier modèle venant de cette méthode de partage transversal sera le **Nissan Juke (seconde génération)** qui est rentré en production courant 2017. Il sera ensuite rejoint par la **Nissan Micra** et par la **Renault Clío** en 2019.

A terme, le groupe ambitionne d'avoir **70%** de ses futurs modèles sous le scope CMF d'ici 2020, grâce au déploiement de ses trois catégories de CMF.

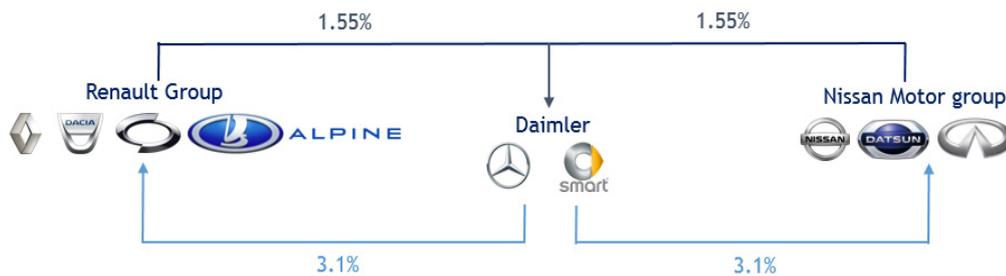
Ce partage de modules combiné aux développements conjoints de pièces moteurs et de groupes motopropulseur (85% des groupes motopropulseur Renault-Nissan sont co-développés et/ou partagés entre les deux groupes) et aux synergies/économies d'échelle sur les achats/IT/les ventes ont permis aux deux groupes de réaliser plus de **€23Mds** de synergies depuis 1999 (d'après Renault), date de la création de l'Alliance.

Les gains de synergies devraient s'accroître dans les années à venir du fait de l'augmentation du taux de partages entre les modèles des différents groupes mais également grâce à l'arrivée de Mitsubishi dans l'Alliance suite à son rachat par Nissan en 2016 (voir section sur les synergies).

4.1.2. 2010 : Renault-Nissan + Daimler

C'est en **Avril 2010** que l'Alliance Renault-Nissan et Daimler ont annoncé la création d'un partenariat basé à l'époque sur **trois projets/piliers**, principalement en Europe. Un lien capitalistique entre les trois groupes a été mis en place : l'Alliance Renault-Nissan est entrée au capital de Daimler à hauteur de **3,1%** (1,55% chacun) tandis que Daimler a pris **3,1%** de Renault et **3,1%** de Nissan. Aujourd'hui entre les trois groupes il existe une **dizaine de projets sur trois continents différents**.

Fig. 7: Une prise de participations croisées avec Daimler



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

Le partenariat entre **Renault** et **Daimler** se focalise principalement sur **quatre projets**:



- **Le développement d'une architecture commune** à la nouvelle génération de Smart de Daimler et à la Renault Twingo (versions en vente depuis S2-14). Les versions 4 places des deux véhicules sont fabriquées à l'usine Renault de Novo Mesto en Slovénie.
- **Le développement du Citan**, un véhicule utilitaire basé sur la technologie Renault et produit pour la marque Mercedes-Benz dans l'usine Renault de Maubeuge depuis fin 2012.
- **L'utilisation de moteurs Renault par Daimler :**
 - **le moteur diesel de 1,5L** produit par Renault en Espagne équipe ainsi les modèles **Classe A, Classe B, CLA et GLA** pour les motorisations entrées de gamme de la marque allemande (*adapté par Mercedes-Benz*).
 - **le moteur diesel de 1,6L** produit par Renault en France équipe ainsi les versions entrées de gamme pour la **Classe C**. Une variante de ce moteur combinée à une transmission Renault équipe le **Vito** en traction avant de Mercedes-Benz.
- **L'utilisation du moteur électrique de la nouvelle Renault Zoé** pour les versions électriques des **Smart ForTwo** et **Smart ForFour**, modèles qui sont rentrés en production fin 2016.

Ce partenariat permet donc à Renault d'amortir plus rapidement ses investissements/compétences en motorisation diesel de petite-taille tout en partageant avec Daimler une partie des coûts d'assemblages de son usine slovène. Avec ce partenariat entre les deux groupes nous estimons que l'usine Novo Mesto du groupe Renault gagne **>20pp** de taux d'utilisation grâce à la production de la **Smart ForFour** pour le compte de Daimler.

Tandis que celui entre **Nissan** et **Daimler** se focalise sur **cinq projets** basés principalement sur le partage d'usines moteurs mais également de plateformes d'assemblages :

- **Production et fourniture du moteur Daimler 4 cylindres essence** dans l'usine américaine Nissan de Decherd afin d'équiper les modèles Infiniti et Mercedes.
- **Production et fourniture de la boîte 9 vitesses automatique de Daimler** pour des véhicules Nissan et Infiniti à partir de 2018.
- **Production et fourniture du moteur Daimler 2.2L turbo diesel** couplé avec une boîte 7 vitesses automatique et/ou une boîte 6 vitesses manuelle pour le modèle Infiniti Q50.
- **Partage d'architecture (MFA) entre Daimler et Infiniti** sur les modèles **Q30** et **QX30** qui sont produits par le constructeur japonais en Angleterre dans l'usine de Sunderland.
- **Partage de pièces pour la production des camionnettes Mercedes Canter** et du Nissan Atlas au Japon.



Quant au co-développement et à la production conjointe de véhicules Daimler et Nissan de gamme compacte au Mexique (plateforme MFA2 pour le modèle Infiniti Q40) prévu initialement pour 2017/18, il a été récemment suspendu (Q1-17) par le groupe japonais car les ventes et les tarifs d'Infiniti n'avaient pas atteint un niveau compatible avec les coûts des composants de la nouvelle plate-forme.

A travers ce partenariat, Nissan bénéficie ainsi de l'expertise de Daimler dans les grosses motorisations et dans le segment « premium », segment que le constructeur japonais continu à adresser avec sa marque **Infiniti**, malgré le succès relatif de celle-ci face aux constructeurs allemands et surtout face à **Lexus**, la marque « premium » de Toyota. Le partenariat permet à Daimler d'amortir plus vite ses coûts de développement sur ces moteurs et boîtes de vitesses.

Les trois groupes partagent également une plateforme dédiée aux **4X4/pick-up** en Espagne (usine Nissan de Barcelone) et en Argentine (usine Renault de Cordoba) qui sert notamment à la production du nouveau **Nissan NP300** (a.k.a Navara). Cette plateforme servira notamment à produire le pickup **Mercedes Classe X** ainsi que le **Renault Alaskan** fin d'année 2017.

4.1.3. 2012 : Renault-Nissan + Avtovaz

Alors que le groupe décide en 2008 de se développer sur le marché russe en signant un partenariat stratégique avec **Avtovaz**, le premier constructeur automobile du pays, ce n'est qu'en 2012 qu'il devient officiellement plus présent stratégiquement suite à sa prise de participation majoritaire dans la **JV Alliance Rostec Auto BV**, créée avec la société d'Etat russe Rostec. Les différents déboires du constructeur russe suite au ralentissement économique qui a touché le pays du fait de la baisse des prix des matières premières et des sanctions consécutives à l'annexion de la Crimée en 2015-2016, ont obligé le groupe français à recapitalisé l'entité russe, portant sa participation à **>70%** du capital de la JV. Le groupe est désormais propriétaire d'Avtovaz, portant sa part de marché sur le marché russe de **9% à 29%**, la Russie représentant désormais **>10%** des volumes du groupe Renault.



Depuis le 1^{er} Janvier 2017 Renault consolide désormais les ventes et les résultats du groupe Avtovaz, **la marque Lada devenant ainsi une marque à part entière du groupe Renault.**

A l'origine, cette acquisition avait pour objectif d'étendre la présence commerciale du groupe sur ce marché à fort potentiel tout en **partageant composants et sites industriels entre les trois groupes.**

La création dès 2015 d'une entité chargée de gérer et d'optimiser les achats des partenaires de l'Alliance en Russie (*ARNPO*) allait dans ce sens bien que son impact réel sur la rentabilité d'Avtovaz fut très limité.

Suite à la prise de contrôle totale en 2016 du constructeur russe par Renault, les synergies potentielles entre les différentes marques devraient s'accélérer, d'autant plus que le plan de redressement annoncé par Avtovaz implique une **augmentation des collaborations** au sein de l'Alliance au niveau des achats et au niveau des partages de pièces.

La marge du groupe Renault devrait cependant être pénalisée à court terme avant que la rentabilité opérationnelle d'Avtovaz ne redevienne positive après 2019.

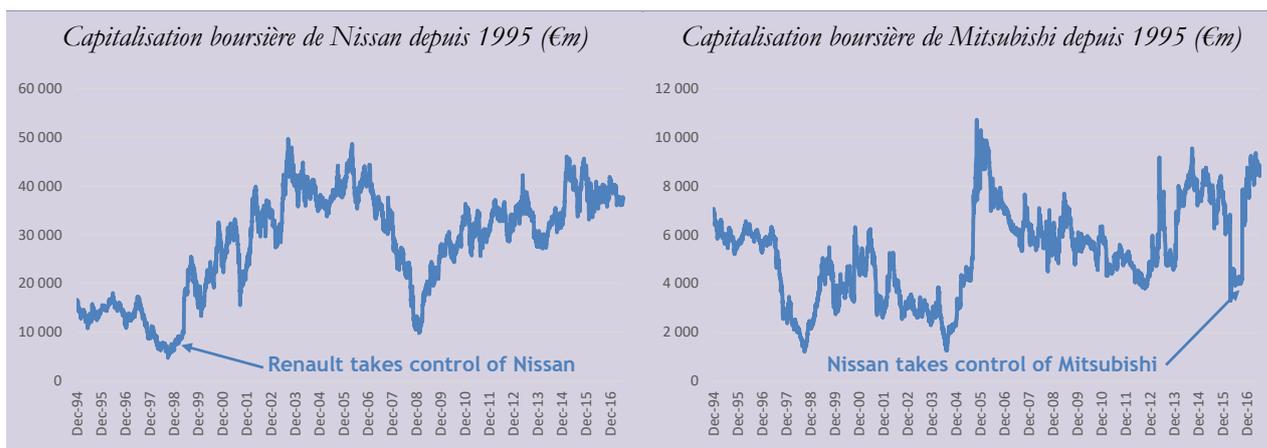
4.2. Dans la cours des grands suite au rachat de Mitsubishi par Nissan

Alors que des partenariats industriels existaient déjà entre **Nissan** et **Mitsubishi** notamment sur le segment des *keijidoshas*, ces petits véhicules dédiés au marché japonais dont la longueur doit être inférieure à 3,40 m et la cylindrée ne pas dépasser 700 cm³, le rapprochement entre les deux groupes s'en accéléré en octobre 2016 lorsque Nissan a acheté une partie de ce dernier. Annoncées en mai 2016 lorsque les discussions ont été rendues publiques, l'opération s'est clôturée en fin d'année avec la prise de participation de **34%** dans Mitsubishi à travers une augmentation de capital de **€2Mds**.

Comme pour Nissan, cette acquisition s'est effectuée alors que la cible était empêtrée dans une crise sans précédent, rendant les actionnaires existants vulnérables et favorables à une reprise. Pour rappel, après avoir été au bord du gouffre au début des années 2000 à cause de rappels non effectués en violation de la législation nipponne, **Mitsubishi** s'était allié à **Daimler-Chrysler** (avant la fin de la fusion entre les deux groupes en 2007) lequel avait pris une participation de contrôle afin de le laisser finalement tombé. Le constructeur japonais s'était alors associé industriellement à **PSA** en 2011 (pas de liens capitalistiques entre les deux groupes) à qui il a longtemps fourni des modèles électriques (Peugeot Ion et Citroën C-Zéro) et des SUVs. Bien qu'un rapprochement entre les deux groupes fût envisagé, Mitsubishi resta finalement seul, comme PSA, avec moins de **1.5%** de part de marché mondiale.

Alors que lors des discussions entre les deux groupes Mitsubishi valait à l'époque (*mars 2010*) encore plus de **€6Mds** de capitalisation boursière, soit **>25%** de plus que le groupe français PSA, suite à une série de révélations sur des fraudes effectuées depuis 25 ans par le groupe au niveau de la consommation de ses véhicules, l'action à chuter de plus de **50%** en quelques jours à la bourse de Tokyo (avril 2016) incitant le groupe à être à l'écoute du marché afin de trouver un potentiel repreneur/sauveur.

Fig. 8: Des achats opportunistes à l'origine de la création de l'Alliance



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Alors que lors des précédentes crises les autres sociétés de la galaxie Mitsubishi étaient venues à la rescousse du constructeur automobile, cette fois ci les dirigeants du « keiritsu » ont refusé, le conseil d'administration a fini par accepter la main tendue par Nissan, un partenaire industriel du groupe depuis 5 ans.

Il faut retenir **quatre points** de cette opération :

- **Nissan devient l'actionnaire de référence de Mitsubishi avec 34% du capital**, devant l'ex-maison mère du constructeur, **Mitsubishi Heavy Industries (MHI)** qui désormais, ne détient plus que 20%.
- **Le groupe japonais est désormais présidé par Carlos Ghosn** qui a pu nommer 4 représentants au conseil sur les 14 membres. Ghosn ayant récemment renoncé à son poste de PDG de Nissan et confier les rênes à l'actuel co-PDG, celui-ci va pouvoir consacrer plus de temps pour redresser Mitsubishi, comme il l'a déjà fait avec Nissan.
- **Nissan a payé €2Mds pour prendre 34% de Mitsubishi** impliquant une prime de **38%** sur le point bas atteint sur les marchés courant avril suite aux accusations de tricherie.
- **A court terme les synergies se feront seulement au niveau des achats**, puis Mitsubishi sera amené à intégrer des véhicules dans le partage de modules CMF A/B/C-D. Mitsubishi estime des synergies potentielles jusqu' à **€200m** pour la première année fiscale (fin Mars 2018) tandis que Nissan table sur **€480m**.
- **Cette opération permet à Nissan d'accroître sa présence sur le segment des petits véhicules et des 4X4 en Asie du Sud-Est.**

Pour l'instant le rapprochement opérationnel entre les deux groupes japonais reste limité, bien que des synergies sur les achats doivent rapidement être visibles pour les deux groupes dès 2017/18. Suite à cette acquisition Nissan consolide désormais par mise en équivalence **34%** du résultat net de Mitsubishi soit environ **€180m** en année pleine pour 2017 (exercice en décalé de Avril à Mars).

4.3. Une stratégie qui présente des avantages évidents...

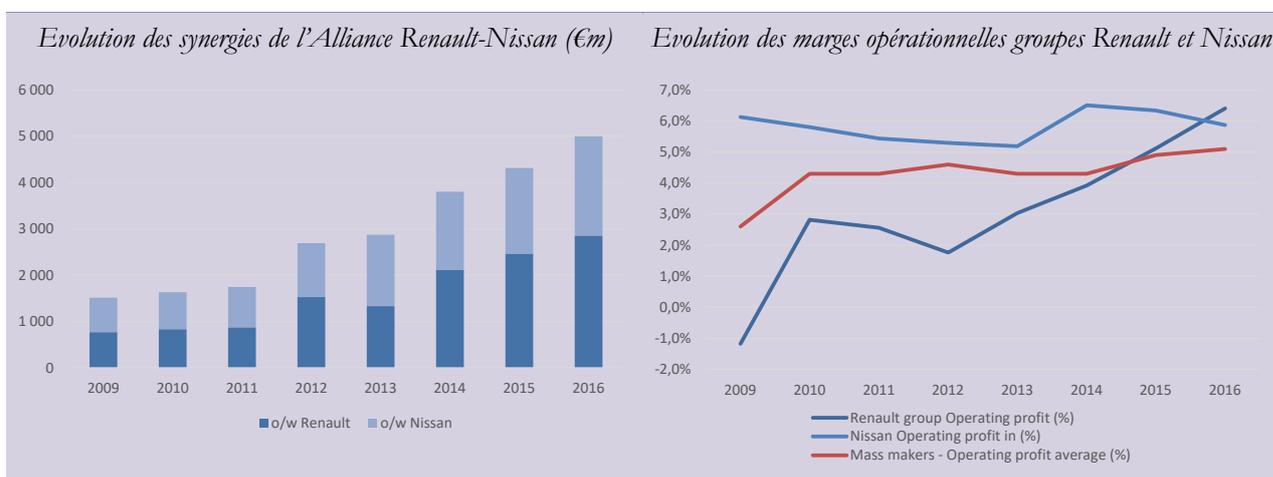
4.3.1. Enfin des synergies !

Comme indiqué précédemment, l'industrie automobile étant une industrie de coûts fixes, il est primordial pour tout acteur global de réduire le plus possible ses coûts de production unitaires soit en augmentant le nombre de véhicules produits par ligne d'assemblage suite à une opération de croissance externe, soit en partageant une partie importantes des composants avec des partenaires industriels.

Contrairement aux autres constructeurs globaux, **Renault** est le seul à avoir adopté une stratégie qui combine ces différents leviers car contrairement à VW qui s'est développé à travers le rachat de marques, le groupe français n'a jamais fusionné avec Nissan malgré sa participation majoritaire. Les groupes français et japonais continuent d'avoir **une identité et stratégie propre tout en partageant dépenses R&D, coûts de développement et coûts de production**.

Alors que les synergies ont mis du temps à prendre forme au sein de l'Alliance depuis sa création en 1999, les deux groupes semblent enfin en bénéficier notamment grâce au déploiement progressif des plateformes techniques CMF. Au cumul sur les huit dernières années les synergies cumulées ont atteint plus de **€23Mds** soit en moyenne près de **€3Mds** de gain annuel, avec une amélioration progressive des gains puisque sur 2016 seulement, les synergies ont atteint **€5Mds** soit une hausse de **16%** par rapport à 2015.

Fig. 9: Renault profite clairement de l'Alliance depuis 2009



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

Le groupe Renault étant plus petit que Nissan (le groupe français vend presque deux fois moins de voitures que Nissan), il a été celui qui a le plus bénéficié de ces synergies au détriment de Nissan qui a vu sa marge groupe se stabiliser sur les 7 derniers années à **6%** environ alors que celle de Renault est passée de **-1% à 6,4%** sur la même période. Sur cette même période le groupe français a même dépassé la moyenne de ses concurrents (concurrents généralistes) malgré son absence sur deux des marchés qui ont le plus augmenté sur cette période, à savoir les Etats-Unis et la Chine.

Le groupe fait cependant moins bien que son concurrent direct français PSA sur la même période, notamment car celui-ci a pu bénéficier de renégociations salariales avec les syndicats au profit de plus de compétitivité ainsi que d'un effet mix-produit favorable suite au lancement de nouveaux modèles Peugeot. Ces synergies devraient continuer à croître principalement du fait de la montée en puissance du partage de modules d'assemblages mais également du fait de l'intégration progressive de Mitsubishi à l'Alliance. Carlos Ghosn a plusieurs fois indiqué avoir pour ambition d'atteindre **€5,5Mds de synergies pour 2018** (avant le rapprochement avec Mitsubishi) sans indiquer d'objectif pour 2017 (BGe : €5,6Mds post opération avec Mitsubishi), impliquant une croissance annuelle de **>10%** par rapport à 2016. La marge du groupe Renault devrait ainsi continuer à croître sur les deux prochaines années grâce également aux restructurations mises en place en Russie mais également grâce aux gains de part de marché attendu grâce au déploiement des derniers modèles de la marque Renault (Espace, Scénic et Mégane) en dehors d'Europe. D'ici 2022, l'Alliance ambitionne désormais de générer **€10Mds de synergies impliquant un doublement par rapport à 2016**.

4.3.2. Une position géographique ET technologique complète et diversifiée

Bien que très complexe à piloter et à analyser, l'Alliance permet aux différents groupes la composant de bénéficier d'une position géographique presque complète vis-à-vis des grands marchés automobiles tout en limitant le montant des investissements engagés pour accéder à ces marchés, au contraire de la concurrence.

L'Alliance permet également le partage des dépenses R&D tout en se positionnant sur différentes technologies (en terme de motorisation, de systèmes embarqués...) limitant ainsi les risques d'échec et d'impacts financiers. Nissan nous semble être le groupe de l'Alliance le mieux diversifié géographiquement même si son exposition aux pays émergents reste limité, ces marchés étant directement adressés par Renault qui lui est absent du marché américain et du marché chinois (*même si une usine vient d'ouvrir*).

Fig. 10: L'Alliance permet d'adresser différents marchés à moindre coûts

		Renault	Nissan	Mitsubishi
Geo mix	North America		★ ★	★
	China		★ ★	
	Europe	★ ★	★ ★	★
	Russia	★ ★	★ ★	
	Latam	★	★	
	Asia exc. China		★	★ ★
Motorization	Diesel	★ ★	★ ★	
	Gasoline	★	★	
	Hybrid	★	★	★
	Battery Electric Vehicle	★ ★	★ ★	★
	Fuel-Cell	★	★	
Growth	Self-driving car	★	★	
	New mobility solutions	★	★	
	SUVs	★	★	★ ★

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

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

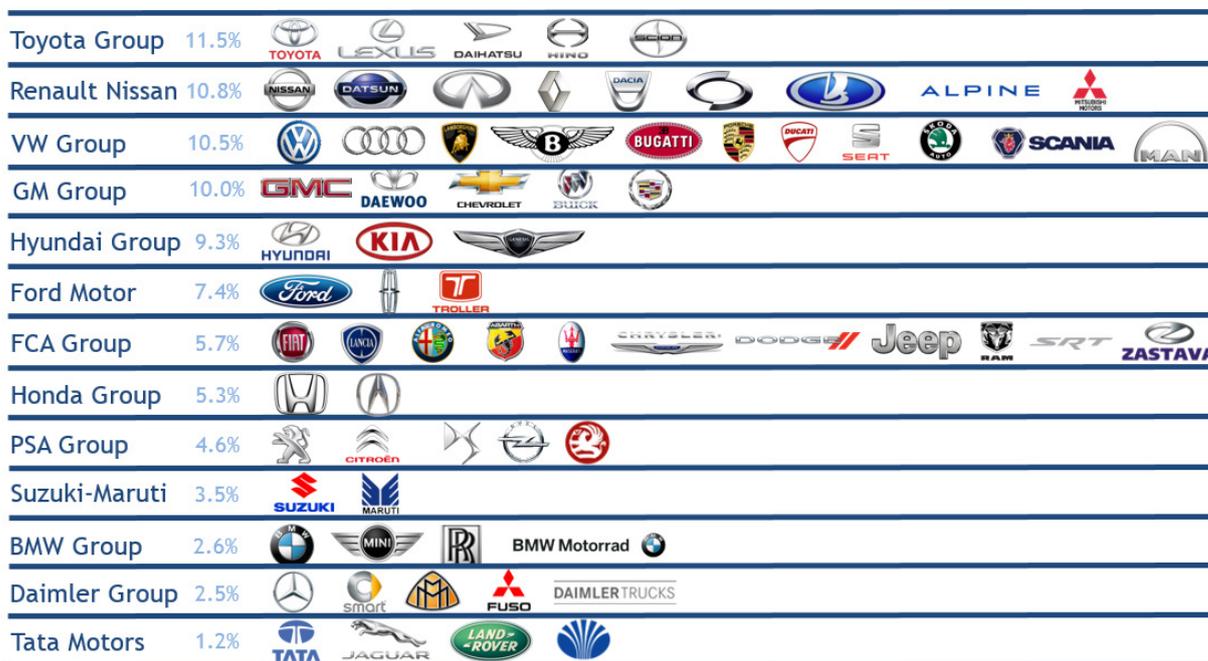
4.3.3. Une position désormais de leader

Avant la création de l'Alliance en 1999 avec Nissan et avant le rachat de Mitsubishi par Nissan, le groupe Renault, avec moins de 2m de véhicules vendus (1997) ne disposait que d'une part de marché limitée à 3,6%. Bien qu'aujourd'hui la part de marché du groupe reste identique, en intégrant les volumes Nissan et désormais les volumes Mitsubishi l'Alliance revendique une part de marché de >11,5% avec plus de 10,5m de véhicules vendus sur 2017 (BGe).

L'Alliance intègre ainsi le cercle très fermé des constructeurs automobiles commercialisant plus de 10m de véhicules par an, cercle composé seulement du constructeur allemand VW et du constructeur japonais Toyota. Suite à la vente de la marque Opel à PSA, GM est désormais en dessous de l'Alliance et ne fait désormais plus partie du Top 3 des plus grands constructeurs automobiles mondiaux. Sur le premier semestre 2017 l'Alliance revendique même la 1^{ère} place grâce à une très belle performance commerciale notamment venant du groupe Renault (les volumes de l'Alliance ont augmenté de 7% avec Renault à +10%).

Contrairement à Volkswagen qui a augmenté sa part de marché grâce à des opérations classiques mais complexes de croissances externes (Audi en 1964, Seat en 1986, Skoda en 1986, Bugatti et Lamborghini en 1998, Bentley en 1999...), Renault, à travers l'Alliance a réussi à se positionner comme un leader sans devoir acquérir 100% de Nissan ni 100% de Mitsubishi.

Fig. 11: Classement provisoire des constructeurs (estimations 2016 suite aux opérations de M&A)



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

Les nouvelles ambitions de l'Alliance sont d'atteindre 14m de ventes en 2022 impliquant un TCAM de 7% sur la période 2016-22.

4.4. ...même si elle complexifie l'analyse du groupe

Cette organisation complexifie l'analyse du groupe car il est plus difficile d'appréhender l'évolution des marges à court terme grâce aux synergies, l'exposition réelle du groupe à un marché, ou encore à une technologie.

Pour rappel en achetant une action Renault l'actionnaire est exposé au groupe Renault, qui conçoit, produit et commercialise les véhicules de marques **Renault, Dacia, Samsung, Alpine et maintenant Lada**, mais est également exposé à **43,4%** (mise en équivalence) à Nissan Motors (Nissan, Datsun, Infiniti) qui lui-même détient depuis fin 2016 plus de **34%** de Mitsubishi Motors (mise en équivalence également). Le groupe Renault détient également une participation de **1,6%** dans Daimler.

4.4.1. Une analyse de la performance pas toujours évidente

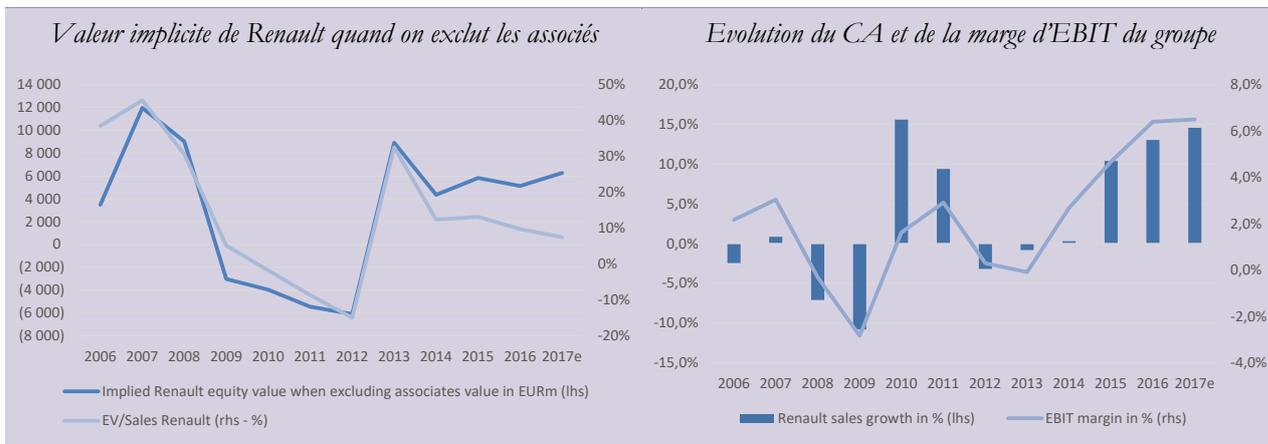
Au final cette Alliance permet donc au groupe Renault d'avoir une **exposition indirecte aux marchés automobiles américains et chinois** bien que Renault n'y soit pas industriellement présent, ce que la plupart des investisseurs oublie souvent étant donné que Renault consolide Nissan par mise en équivalence et non par intégration globale.

D'après nos estimations, le marché américain représente pour 2017 **>15% du BPA** du groupe Renault tandis que le marché japonais représente **>22%** grâce à la consolidation de **43,4%** du résultat net de Nissan qui représente **45%** du résultat net du groupe Renault. Pour rappel Renault a pris l'engagement de verser à ses actionnaires le montant des dividendes reçus des participations dans les entreprises cotées (>€700m venant de Nissan et Daimler) avec un décalage d'un an. Cette exposition aux marchés américains et japonais est donc primordiale pour l'actionnaire de Renault bien que le constructeur français ne soit pas reconnu pour sa présence sur ces marchés. Par ailleurs, alors que la plupart des acteurs cotés du secteur (français notamment) intègrent au niveau du résultat opérationnel les contributions venant des associés (le résultat net de ces entités est rajouté au résultat opérationnel du groupe afin de booster la marge), Renault ne suit logiquement pas cette règle étant donné l'importance de cet impact sur sa marge (+290pp ce qui ferait passer la marge du groupe Renault de 6,5% pour 2017e à plus de 9%).

4.4.2. Qui se reflète également au niveau de la valorisation

Cette complexité se traduit dans la valorisation du groupe Renault, qui malgré sa participation de **43,4%** dans Nissan, valorisée sur le dernier cours à **€17,3Mds** et sa participation de **1,6%** dans Daimler, valorisée sur le dernier cours à **€1,1Mds**, continue à impliquer une décote importante sur le « core business » du groupe Renault notamment par rapport à son concurrent français PSA. Il est à noter que cette décote ne fait que se réduire depuis les dernières années au profit du cours de l'action Renault. La valeur d'entreprise du groupe était même négative entre 2009 et 2012 malgré le début de phase d'amélioration de la marge et de désendettement du groupe.

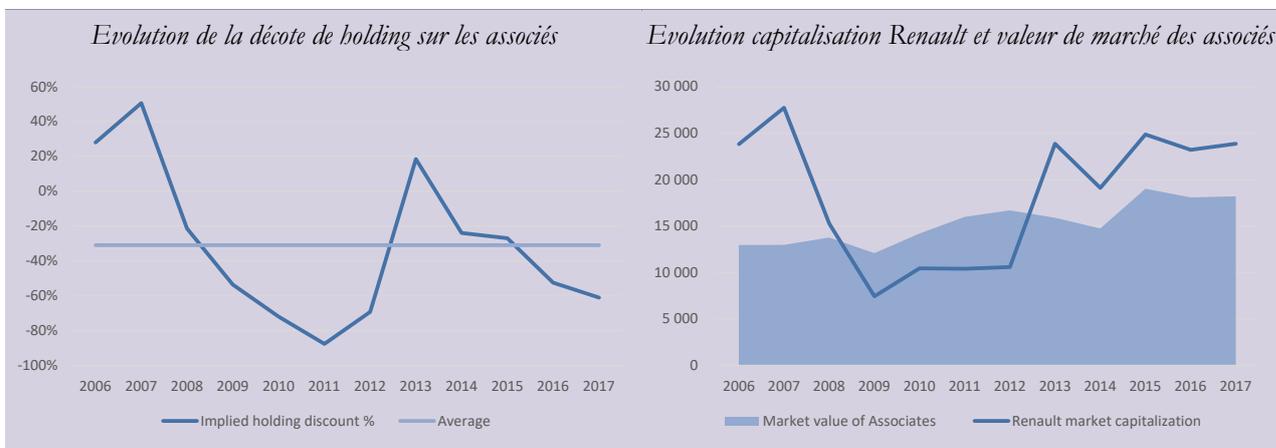
Fig. 12: Un dossier faiblement valorisé malgré l'amélioration des « metrics »



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Une autre analyse de l'évolution de la capitalisation boursière de Renault permet de déduire une décote de holding sur les participations du groupe de **30-35%** en moyenne sur les dix dernières années. Nous arrivons à cette conclusion en figeant la valorisation du « core business » du groupe Renault (division automobile et captive financière) avec des multiples **EV/sales de 25%** et **EV/EBIT de 5x** sur la période 2016-26 tout en valorisant les associés du groupe à leur valeur de marché.

Fig. 13: Une décote de holding excessive depuis maintenant 3 ans



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Actuellement la décote est proche de **60%** alors que Nissan (94% du montant des associés) se porte bien, malgré la forte progression du yen, tandis que Renault est sur le point de publier sur 2017 un chiffre d'affaire et une marge opérationnelle record. Etonnamment la capitalisation boursière de **Renault est actuellement 15% moins élevée qu'en 2007** avant la crise alors que la valeur des associés est **15% plus élevée** et le résultat opérationnel du groupe est **2x plus important (marge estimée à 6,4% contre 3%)**. Bien que l'existence de la décote nous paraisse logique au vu de la complexité de la structure/organisation de l'Alliance, nous la trouvons actuellement excessive. Dans notre SOTP, en valorisant Daimler à sa valeur de marché et Nissan à travers un DDM nous arrivons implicitement à une décote de **30%** en ligne avec notre décote historique calculée sur 2006-16.

4.4.3. Une gouvernance compliquée

La complexité de la structure de l'Alliance a toujours rendu peu transparente la gouvernance au sein de Renault et de l'Alliance. Depuis l'arrivée de Carlos Ghosn officiellement à la tête de Renault en 2005 celui-ci n'a cessé de prendre du pouvoir auprès des différents groupes et structures au grand regret du gouvernement français qui voyait d'un très mauvais œil la double rémunération de celui-ci (et bientôt la triple avec Mitsubishi).

4.4.3.1. Carlos Ghosn, de « Mr Fix it » à « l'hyper PDG »

Etant donné l'importance du rôle de Carlos Ghosn dans le redressement des groupes Renault et Nissan, ainsi que dans la transformation du constructeur français en un acteur de renommée internationale, il nous apparaît primordial de gérer au mieux la **transition post-Ghosn** dans les prochaines années afin d'éviter une crise au sein de l'Alliance. En observant l'incroyable parcours de Mr. Ghosn il nous apparaît évident que la fin de son mandat à la tête du groupe Renault ne sera pas indolore malgré les différentes critiques venant du gouvernement et de certains actionnaires concernant son salaire.

- **1996 : Ghosn**, après 18 ans chez **Michelin**, intègre **Renault** au tant que **directeur général adjoint** et prend la responsabilité des activités du groupe dans le Mercosur. Il est à l'origine de la mise en place d'un plan de baisse de coûts jouant ainsi un rôle clé dans le redressement économique du groupe.
- **1999 : Ghosn** gère la prise de participation de Renault dans Nissan pour former l'Alliance Renault-Nissan. Il rejoint le groupe japonais en tant que chef des opérations et met en place le plan de redressement de Nissan (« *Nissan Revival Plan* ») en fermant cinq usines et en réduisant jusqu'à **14%** des effectifs du groupe. Il devient également PDG de l'Alliance.
- **2000 : Ghosn** est nommé au poste de **Président de Nissan**.
- **2001 : Ghosn** est nommé **PDG de Nissan**.
- **2005 : Ghosn** succède à **Louis Schweitzer** et devient ainsi **PDG de Renault**.
- **2009 : Ghosn** est nommé **président du conseil d'administration de Renault**.
- **2013 : Ghosn** est nommé **président du conseil d'administration d'Avtovaz**, fonction qu'il conservera jusqu'en **juin 2016**.
- **2016 : Ghosn** est nommé **président du conseil d'administration de Mitsubishi** suite à la prise de contrôle de celui-ci par Nissan.

Actuellement, Carlos Ghosn est toujours PDG du groupe Renault mais n'est plus PDG de Nissan depuis Avril 2017. Il est toujours PDG de l'Alliance Renault-Nissan.

Alors que sa succession semble clairement se faire en douceur chez Nissan suite à la nomination du japonais **Hiroto Saikawa**, l'ancien co-directeur du groupe, au poste de DG en Avril, le vrai sujet de succession se porte à la fois sur Renault et sur l'Alliance. A ce jour Ghosn n'a pas de numéro deux officiel à Paris rendant plus complexe sa transition. Pour rappel l'actuel mandat chez Renault de M. Ghosn (63 ans) expire à **l'assemblée générale 2018**.

Bien qu'il soit renouvelable encore une fois, **celui-ci pourrait choisir d'abandonner ses fonctions opérationnelles chez Renault** tout en conservant la présidence du constructeur français, suivant ainsi le schéma déjà choisi pour Nissan. Deux noms que Carlos Ghosn pourrait présenter au conseil d'administration circulent actuellement : **Thierry Bolloré**, directeur délégué à la compétitivité du groupe Renault et **Jean-Christophe Kugler**, directeur de la région Europe chez Renault. La compétitivité étant un élément primordial pour Renault, d'un point de vue opérationnel, la logique voudrait que Thierry Bolloré soit privilégié.

Ce retrait progressif et calculé de Carlos Ghosn au sein de Renault (au profit de l'Alliance ?) pourrait permettre, d'après nous, d'apaiser les tensions qui existent actuellement avec le gouvernement français qui détient toujours **19,74%** du capital de Renault (et 23,2% des droits de vote) mais également avec les autres actionnaires. Longtemps incriminé de favoriser Nissan au détriment de Renault, tout en bénéficiant d'une rémunération jugée par certains comme indécentes, les tensions entre Carlos Ghosn et Emmanuel Macron, alors Ministre de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique sous la Présidence de F. Hollande, ont atteint leur paroxysme en avril 2015, lorsque celui-ci fait passer la part de l'Etat dans le capital de **15%** à **19,74%** afin d'imposer l'application de la nouvelle « loi Florange », sans avertir Carlos Ghosn. Grâce à l'application de cette loi, le gouvernement dispose désormais d'une minorité de blocage sur Renault, rendant un potentiel rapprochement entre Renault et Nissan plus complexe.

La question du salaire de Carlos Ghosn reste également un sujet délicat étant donné que l'Etat vote systématiquement contre en AG, comme une grande partie des actionnaires. Pour rappel, en 2016 Carlos Ghosn a touché **€7m** (dont €1,23m en fixe) chez Renault en baisse de **3%** par rapport à 2015, soit 0,3% du résultat net du groupe hors associés. C'est à comparer à **€5,3m** (dont 1,3m en fixe) touché par Carlos Tavares chez PSA en 2016, ce qui représente également 0,3% du résultat net du groupe hors associés. La rémunération de Ghosn monte cependant à plus de **€15m** en intégrant le salaire touché chez Nissan.

D'après nous, deux catalyseurs pourraient améliorer les problèmes de gouvernance du groupe au profit du cours de bourse:

- **Une réduction de la participation de l'Etat de 4,74% afin de revenir à 15%**. Bien que l'Etat ait promis de les revendre, le timing reste pour l'instant incertain. L'APE veut éviter une moins-value sur cette opération, hors depuis le titre Renault a perdu **7%**, notamment à cause de l'enquête de la DGCCRF sur les émissions polluantes de certains moteurs diesel du groupe. L'obligation pour l'APE de ne pas être en situation d'initié ni en période de résultats financiers pour vendre, complexifie d'autant plus, d'après nous, la revente des titres Renault.
- **La mise en place d'une gouvernance dissociée au sein de Renault** avec Carlos Ghosn comme **Président** du groupe et la nomination d'un **Directeur Général** (Thierry Bolloré ou Jean-Christophe Kugler ?) en charge de la gestion opérationnelle. Cela permettrait, comme pour Nissan, d'assurer la transmission progressive des rôles du groupe tout en réduisant le risque de conflit avec l'état actionnaire.

Pour rappel il est de notoriété publique (interview de Carlos Ghosn, commentaire durant la présentation des résultats 2016...) que la forme de l'alliance entre Renault et Nissan n'évoluerait pas tant que l'Etat français resterait au capital du constructeur français.

Il nous semble ainsi évident que le jour où l'Etat français décide de sortir entièrement du capital du constructeur français (ce qui nous semble ne pas être pour tout de suite) un rapprochement plus étroit entre les deux groupes pourrait voir le jour, via par exemple la formation d'un groupe consolidé au profit de la disparition de la décote de holding.

La formation d'un groupe consolidé nous semble être, sur le long terme, la solution la plus pertinente et la plus créatrice de valeur pour l'actionnaire. Les relations très étroites entre Renault et Nissan devraient faciliter cette potentielle transformation faisant du groupe Renault le plus important constructeur automobile mondial devant Toyota et VW.

Le CA du groupe Renault pourrait ainsi être multiplié par **>2,5x** après consolidation de Nissan (par **>2,7x** avec Mitsubishi) et le résultat opérationnel par **>2x** (et par **>2,5x** avec Mitsubishi) tandis que le résultat net part du groupe resterait relativement inchangé. Nous estimons que la décote de **32%** observée sur les multiples P/E N+2 par rapport aux autres constructeurs généralistes devrait disparaître.

Un rapide calcul nous amène à une FV entre **€120** et **€125** post consolidation de Nissan (sans augmentation des participations de Renault dans Nissan ni de Nissan dans Mitsubishi) contre un cours actuel à **€81** (>50% de potentiel). Pour arriver à ces deux FV nous valorisons Renault non plus à 5x son EPS 2018^e comme le marché actuellement, mais à 7-8x comme le marché valorise les concurrents directs du groupe.

4.4.4. Un nouveau plan stratégique au niveau de l'Alliance, première étape vers une relation encore plus étroite entre les trois groupes ?

Alors que le groupe français a allégrement dépassé ses objectifs du plan 2017 (50Mds de CA, et plus de 5% de marge opérationnelle avec un FCF positif) un an en avance, avec un CA à **€51,2Mds**, et une **marge opérationnelle à 6,4%**, le constructeur prépare le plan stratégique suivant (2017-22) qui sera présenté en octobre aux investisseurs.

Ce nouveau plan devrait redonner de la visibilité à la stratégie du groupe mais également de l'Alliance suite à l'acquisition de Mitsubishi par Nissan. Le groupe, en concomitance avec **Nissan** et **Mitsubishi**, devrait ainsi présenter aux investisseurs un **triple plan stratégique** pour 2017-22, en remplacement de son précédent plan dévoilé en 2011. Ce triple plan nous permettra de mieux appréhender les futurs échanges possibles entre les trois constructeurs et devrait être précédé de l'annonce d'un grand programme technologique commun aux trois groupes.

Bien que peu d'indications furent données par le groupe quant au contenu de cette journée, Carlos Ghosn avait déjà indiqué que les nouveaux objectifs du groupe seraient d'atteindre **€70Mds de CA** et une **marge opérationnelle minimale de 7%** en fin de plan tout en maintenant un FCF positif tous les ans (*en incluant l'intégration globale d'AvtoVAZ dès 2017*). Concrètement cela implique un TCAM au niveau du CA de **5,3%** sur la période et de **7%** au niveau du résultat opérationnel, à comparer à notre estimation de croissance annuelle du marché de **2%** à moyen terme.

Actuellement dans notre modèle Renault nous prévoyons un CA de **€71,7Mds pour 2022** et une marge opérationnelle à **7,3%** (*Renault définition*).

D'après nous, la perspective de cet événement devrait avoir un impact très positif sur le cours de l'action au T4 étant donné que c'est la première fois qu'un tel plan stratégique regroupant les trois entités devrait voir le jour. La création d'un poste de directeur délégué à la compétitivité au sein de l'Alliance, afin de mettre en œuvre ce nouveau plan stratégique, en remplacement des directeurs de la compétitivité chez Renault et Nissan respectivement, serait un signal positif envoyé aux investisseurs afin de démontrer que le renforcement des relations des deux groupes s'intensifie.

5. Bien positionné pour bénéficier du redémarrage des pays émergents

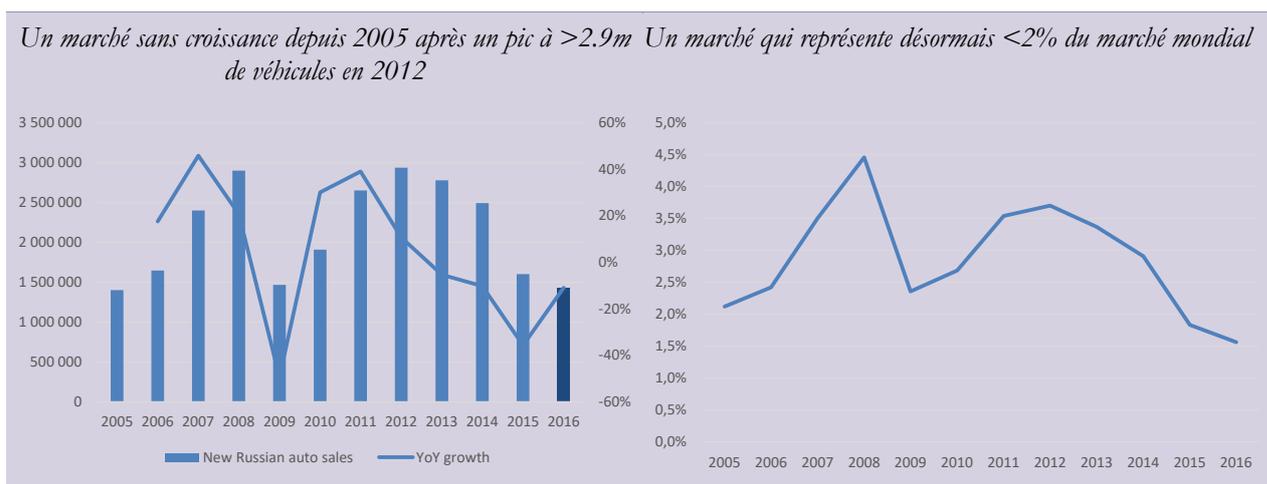
5.1. Bon baisers de Russie

5.1.1. Un faux départ en 2005

C'est en **2005** que le constructeur français met officiellement un premier pied en Russie avec le démarrage de la production de la **Dacia Logan** dans l'usine **Avtoframos** à Moscou. Le groupe est alors la première firme automobile étrangère à démarrer la production d'un véhicule sur ce marché fort de **1,4m** de véhicules vendus, représentant seulement **2%** du marché automobile mondial. Pour rappel depuis **1999**, le groupe français est présent en Europe de l'Est et plus précisément en Roumanie suite au rachat en 1999 de la société **Dacia** sous l'impulsion de **Louis Schweitzer**. Cette volonté de se développer sur ce marché russe est donc parfaitement en ligne avec la stratégie « low-cost » du groupe mise en place depuis quelques années. Trois ans plus tard en 2008 le constructeur prend, pour un montant de **€1Mds**, le contrôle partiel d'**Avtovaz** (25%), le premier constructeur automobile russe créée avec l'aide des ingénieurs de Fiat à la fin des années 60.

Alors que le marché automobile russe semblait très porteur, le pays est progressivement rentré en crise en 2008-09 comme le reste des autres grands pays, avant d'être ensuite impacté plus spécifiquement par la chute des revenus pétroliers de Moscou due à la baisse des prix des matières premières et par des sanctions consécutives à l'annexion de la Crimée, en 2015-2016. Sur la période 2005-16 le marché russe est quasiment resté stable à **1,4m** de véhicules après avoir atteint un sommet à **>2,9m** en 2012, impliquant une baisse de part de marché de **50pb** de **2,1%** fin 2014 à **1,6%** fin 2016, le marché automobile mondial ayant lui progressé de **38%**.

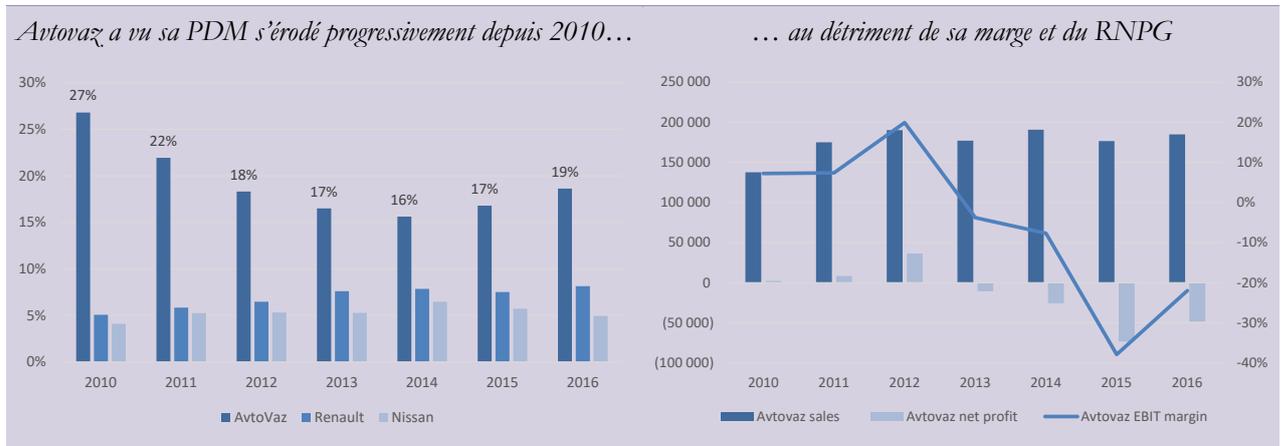
Fig. 14: Un marché automobile Russe sous pression depuis 2004...



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

Sur cette même période, le chiffre d'affaire d'Avtovaz a fortement chuté reflétant la forte chute de ses volumes, au détriment de la marge et du résultat, obligeant le groupe à procéder à une augmentation de capital en 2016, **opération de sauvetage qui sera en partie financée par Renault.**

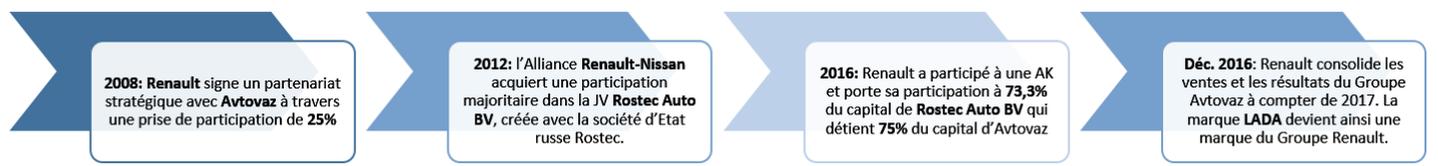
Fig. 15: ... faisant passer le numéro 1 russe dans le rouge



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

C'est donc à travers cette augmentation de capital qui a coûté au groupe Renault environ **€230m**, que l'Alliance prend contrôle du constructeur russe avec **Renault** qui détient désormais **une part majoritaire dans Avtovaz**, permettant au groupe français de consolider entièrement les comptes du russe dès 2017 alors qu'auparavant le groupe ne consolidait que **25%** de son résultat par la méthode de mise en équivalence (perte nette de €620m en 2015 et perte de €90m en 2016). **Ce changement de périmètre devrait peser d'ailleurs à court terme sur l'endettement net du constructeur français ainsi que sur sa rentabilité.**

Fig. 16: Le groupe consolide désormais les résultats d'Avtotaz et Lada devient une marque du groupe Renault



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

5.1.2. Un nouveau départ en 2017 ?

5.1.2.1. Une stratégie claire pour améliorer la rentabilité

Le marché Russe représentant désormais **11%** des volumes mondiaux du groupe suite à la consolidation d'Avtovaz contre **5%** auparavant, la stratégie du groupe dans le pays est désormais plus que primordiale. Pour rappel un retour à l'équilibre est toujours prévu pour 2018 tandis qu'une marge opérationnelle à **5%** reste l'objectif moyen-terme de 2021.

Cette amélioration progressive de la rentabilité devrait être possible grâce à différents leviers sur la base de coûts fixes :

- **Une augmentation de la productivité par employé** avec une réduction des sureffectifs grâce au transfert de salariés vers d'autres entreprises des environs (*fournisseurs, centres d'appels...*).
- **Une réduction du nombre de prestataires de conseil**

- **Le déploiement de la méthode « Monozukuri »**, déjà en place dans l'Alliance Renault-Nissan, pour accélérer la baisse des coûts tout en améliorant la qualité des véhicules.
- **Augmentation des collaborations industrielles et partages de pièces** avec l'Alliance Renault-Nissan
- **Augmentation de la production annuelle** dans les usines de **Togliatti** et **Ijevsk** à plus de **1m** de véhicules d'ici 2020 contre **400,000** en 2016 grâce notamment à l'augmentation des exportations en dehors de Russie.

Le groupe ambitionne également de maintenir une part de marché supérieure à **20%** en Russie (*19% en 2016 et 17% en 2015 contre un point haut à 27% en 2010*) grâce au lancement de **sept nouveaux modèles** d'ici à 2022 (*bors « facelift »*) impliquant un doublement de la taille de la gamme de produits proposés par la marque, à **14 modèles**. Entre 2023 et 2026 le groupe ambitionne de lancer 5 nouveaux modèles en Russie.

Fig. 17: Lada Product plan directions 2017-26



Source: Lada; Bryan, Garnier & Co ests.

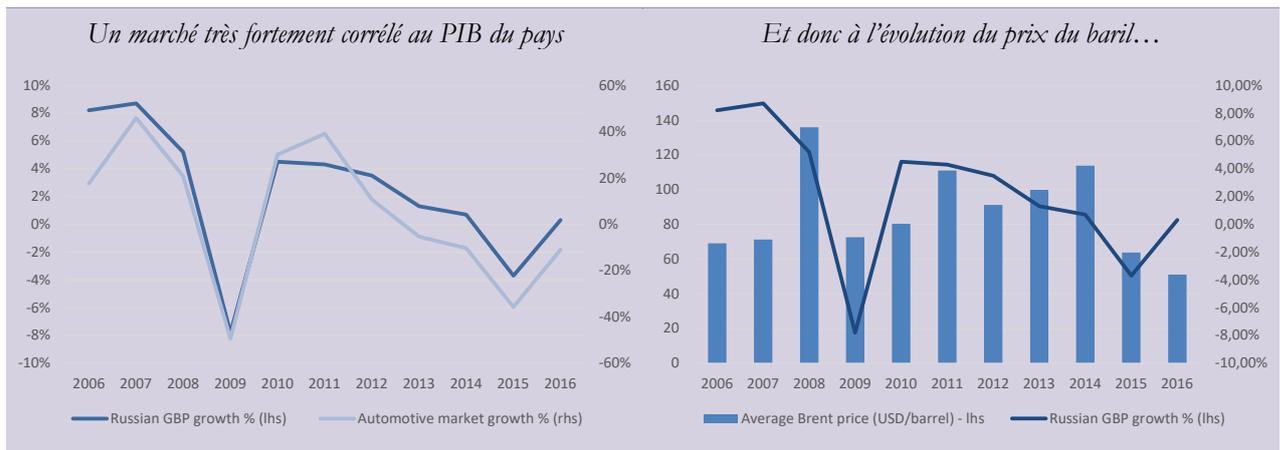
Nous prévoyons dans notre modèle une légère progression de la part de marché du groupe sur son marché local, de **20%** en 2017 à un peu plus de **22%** d'ici fin 2026 grâce notamment à l'élargissement de sa gamme. Au final le groupe Renault va disposer d'une part de marché de **>28%** avec la consolidation d'Avtovaz contre **8%** auparavant.

L'Alliance Renault-Nissan dispose désormais d'une position dominante sur ce marché avec une part de marché combinée de **35%** loin devant **Hyundai-Kia (22%)** et le groupe **VW (11%)**.

5.1.2.2. Un marché sur le point de rebondir ?

Très cyclique du fait de sa dépendance à la bonne santé économique du pays et donc au prix du baril (les hydrocarbures représentent 70% des exportations du pays) le marché automobile russe reste un marché à fort potentiel sur le moyen-long terme. Le parc est vieillissant (46% du parc est âgé de plus de 10 ans) tandis que le taux d'équipement reste très faible par rapport aux pays matures (environ 350 voitures pour 1,000 habitants contre >500 en Europe) impliquant un potentiel de croissance assez conséquent si l'économie du pays continue à s'améliorer.

Fig. 18: Un marché auto russe très cyclique mais avec beaucoup de potentiel



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

Depuis le début d'année le marché montre des signes de rebond, au profit des acteurs dominants du marché, à savoir les marques de l'Alliance (Renault, Nissan, AvtoVAZ, Infiniti et Datsun), le groupe VW et le groupe Hyundai-Kia. Le marché est désormais en hausse de **9,6%** sur les 8 premiers mois grâce notamment à bon mois de Mars et un bon mois de Mai. Cette reprise du marché est prometteuse mais reste néanmoins très sensible à l'économie du pays qui pourrait pâtir de nouveau de faible prix du baril suite à l'échec de la politique de réduction de l'offre mise en place à l'initiative de l'Opep.

Dans notre modèle nous continuons à anticiper une hausse du marché automobile russe de l'ordre de **5%** en 2017 puis de **4%** en 2018 et 2019. Les plus optimistes estiment que ce marché pourrait dépasser les **3m de véhicules d'ici 10 ans**, proche du niveau du marché anglais et supérieur au marché français.

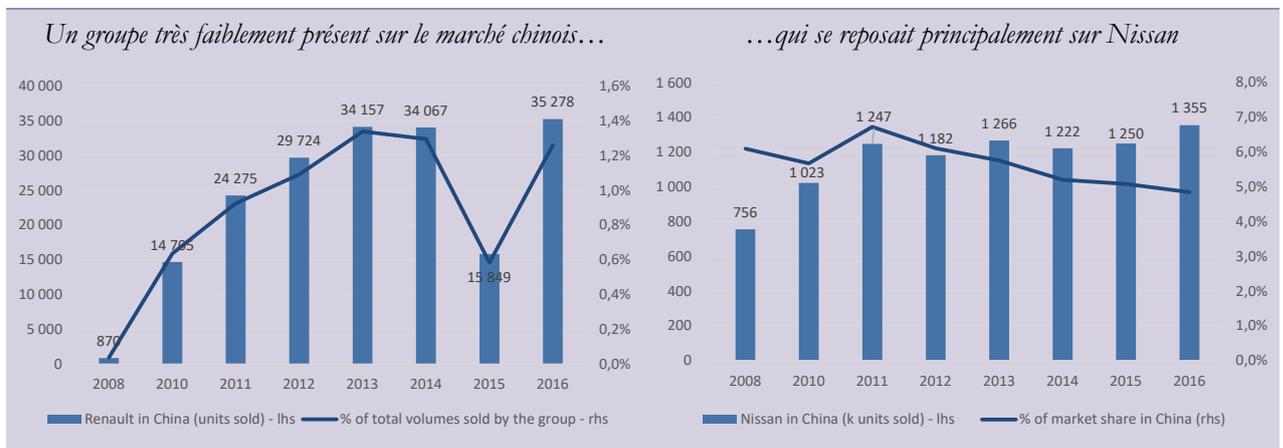
Les ambitions d'AvtoVAZ à court terme sont d'augmenter le chiffre d'affaires 2016 de **50%** en 2019 et de plus que **le doubler d'ici 2023**, ambitions que nous trouvons prudente au vu de portefeuille de nouveaux produits dévoilés par le groupe. Pour rappel sur le premier semestre 2017, le chiffre d'affaire d'AvtoVAZ a contribué aux alentours de **€1,29Mds** pour un résultat opérationnel de **€3m** dans les comptes de Renault représentant ainsi **>4%** du CA du groupe.

A terme nous estimons que l'exposition du groupe au marché russe (*exposition historique du groupe combinée à AvtoVAZ*) pourrait monter à **>12% d'ici 2-3 ans**.

5.2. A la conquête de la Chine : rien ne sert de courir, il faut partir à point

Après un faux départ en **1993**, Renault vient finalement de s'implanter industriellement en Chine avec l'inauguration début 2016 de sa première usine automobile avec son partenaire local, **Dongfeng**, le deuxième constructeur local chinois également partenaire avec **Honda**, **Nissan** et **PSA (DPCA)** chez qui il détient également depuis Janvier 2014 une participation de **14%** au capital. Le groupe français est le dernier constructeur international à s'installer dans le pays, désormais premier marché automobile mondial. Dans les années 2000, après un premier échec dans la production de véhicules utilitaires en Chine, Renault avait décidé de concentrer son développement international en Russie, au Brésil et en Inde tout en laissant son partenaire Nissan adresser directement le marché chinois (4,8% de pdm fin 2016). Seuls quelques milliers de véhicules Renault étaient exportés vers ce pays chaque année, représentant environ **1%** des volumes mondiaux du constructeur français.

Fig. 19: Un groupe fort peu présent sur le premier marché mondial automobile



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

5.2.1. Un bon positionnement produit pour démarrer

Renault Kadjar



Renault Koleos



Après avoir négocié durement avec le gouvernement chinois pendant quelques années, le groupe est désormais présent industriellement à **Wuhan** avec un premier site d'une capacité moyenne de **150,000 véhicules par an**, site sur lequel **Renault** et son partenaire **DongFeng (JV – DRAC)** pourront facilement ajouter une deuxième ligne de production d'ici 2020 afin de doubler la capacité initiale (les capacités peuvent même augmenter à 450,000 si le groupe décide de construire un nouveau bâtiment). Le groupe produit localement pour l'instant deux SUVs, le **Kadjar** et le **Koleos**, en ligne avec la demande croissance des consommateurs chinois pour ce type de véhicules (>30% des véhicules vendus en Chine sont désormais des SUVs).

Depuis le démarrage de la production du Kadjar en **Mars 2016** le groupe a fortement augmenté sa part de marché. Sur les 8 premiers mois de l'année 2017 les volumes vendus en Chine sont en croissance de **>225%** avec plus de 45,000 véhicules vendus. L'effet de base sera progressivement plus difficile sur la fin d'année 2017 mais nous anticipons tout de même une croissance de **>100%** à environ **72 000 modèles**.

5.2.2. Mais il y a encore du travail !

L'accroissement du réseau de concessions (200 fin 2017 contre 125 en Septembre 2016) devrait contribuer fortement à l'augmentation progressive de la part du marché du groupe, cependant, comparé aux réseaux des concurrents étrangers directs du groupe (VW, PSA, GM ou encore FCA), la présence du groupe reste pour l'instant encore limitée, du moins à court terme. Le groupe ambitionne d'avoir 230 concessions d'ici fin 2018.

En plus de cet accroissement du nombre de concessions, le groupe va devoir également étendre son offre commerciale à d'autres segments même si celui du SUV reste pour l'instant le segment le plus porteur du marché. Dès 2018 l'offre électrique du groupe devrait être complétée par une nouvelle version de la Fluence ZE (*qui devrait être baptisée DongFeng Fengnuo E300*), véhicule qui sera produit directement par l'entité DRAC et qui sera badgé DongFeng directement. La E300 devrait logiquement conserver les mêmes caractéristiques que la Fluence ZE et embarquera un moteur électrique de 94ch alimenté par une batterie lithium de **22kWh** ce qui devrait permettre au véhicule d'atteindre une autonomie de **185km (NDEC)**. Le modèle **Captur** (*petit SUV sur la base de la Clio*) devrait également compléter l'offre du groupe à court terme, tandis que l'introduction de la Kwid pourra permettre au groupe d'adresser le marché des petits segments à faible prix, marché entièrement capté par les marques chinoises.

D'ici 2020 Renault devrait donc avoir une offre composée de cinq modèles, ce qui en comparaison avec VW, PSA et Fiat, paraît assez limité.

Sans donner plus d'indications de date le groupe a indiqué viser **3,5%** de ce marché, soit environ 1m de véhicules, ce qui devra impliquer énormément d'investissements afin d'accroître les capacités du groupe.

Dans notre modèle Renault, pour l'instant, nous prévoyons un accroissement de la part de marché de la JV à **1%** impliquant une part de marché **>5%** pour l'Alliance Renault-Nissan sur le premier marché mondial. La présence du groupe se faisant à travers une JV, la contribution nette au résultat du groupe français devrait rester négative sur le court terme (contribution nette négative à €46m en 2016). Nous n'anticipons pas une contribution positive au résultat de Renault avant 2020 lorsque le groupe sera proche d'un niveau de ventes annuelles de **150 000 véhicules**.

En plus de cette **JV avec DongFeng**, le groupe a également annoncé la signature d'une lettre d'intention avec **Brilliance China Automotive Holdings (CBA)** pour la création d'une co-entreprise pour se développer sur le marché chinois **des utilitaires légers**.

6. Une avance certaine dans l'électrique

Au total c'est plus de **€4Mds** qui ont été engagés par l'Alliance en R&D et en outils de production pour développer le véhicule électrique, dont **€1Mds pour Renault seulement** sur les dix dernières années. Alors que la plupart des constructeurs ont préféré miser sur le véhicule hybride, car moins complexe à développer et surtout moins disruptif pour le client, Carlos Ghosn a décidé de faire le pari de l'électrique avant tout le monde, **comme Toyota avec l'hybride**. C'est d'abord Nissan qui a essuyé les plâtres avec sa **Leaf** en **2010** tandis que Renault a profité de la maturité d'une partie des technologies développées par le japonais pour sortir **sa Zoé** en **2012**.

Fort de cette avance l'Alliance dispose aujourd'hui d'une position dominante sur le marché mondial avec plus de **150 000 véhicules vendus l'année dernière**, impliquant une part de marché pour les deux groupes de **45%** sur un marché en forte croissance par rapport au marché mondial automobile.

Au niveau européen c'est Renault qui domine avec plus de **21 700 ventes** sur 2016 de son modèle **Renault Zoé** devant **BMW** et **Tesla** sur >100 000 ventes sur ce marché. Les ventes sont cependant très loin des objectifs affichés par Ghosn en 2011 lorsque celui-ci prévoyait qu'en 2015 le groupe français aller saturer les capacités de production de véhicules électriques, qui se montaient alors à plus de 250 000 unités par an. Le manque d'infrastructure combiné à un faible niveau d'autonomie de la batterie ont eu raison de la croissance du marché.

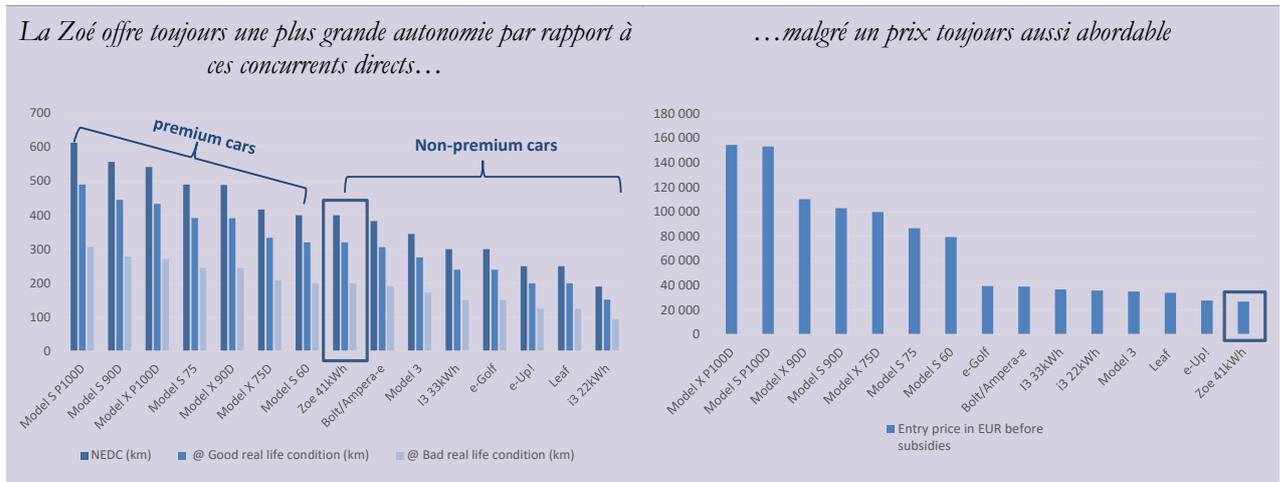
La pression du gouvernement chinois vis-à-vis des constructeurs étrangers pour développer des véhicules électriques et hybrides localement d'ici 2018-25 pourrait être l'élément déclencheur incitant les constructeurs à élargir leurs offres commerciales sur ce segment, incitant les pouvoirs publics à investir dans le développement de nouvelles infrastructures. Le coût de production de la batterie devrait également chuter du fait du nombre croissant de capacités développées par les constructeurs ces dernières années.

L'avance de l'Alliance Renault-Nissan et donc de Renault sur cette technologie devrait leur être favorable à court terme.

6.1. Une nouvelle batterie sur la Zoé pour plus d'autonomie

Courant 2016 le constructeur français a dévoilé la dernière version de sa Zoé équipée d'une nouvelle batterie permettant le doublement de l'autonomie du véhicule (**220 km en conditions réelles**), pour un prix similaire à l'ancienne version (**€16 300 après aide gouvernementale française**). Les premiers modèles ayant seulement été livrés fin d'année 2016 l'impact réel de ce nouveau véhicule sur les ventes du groupe devrait progressivement se voir sur 2017 et 2018. Sur le premier semestre 2017 les immatriculations avaient déjà augmenté de **>42%** par rapport à l'année dernière. D'après nous la nouvelle Zoé devrait conforter la position dominante du groupe en Europe étant donné le manque de concurrence crédible sur ce créneau hormis **VW** et sa **e-Up!**

Fig. 20: Renault reste très bien positionné sur le marché avec sa nouvelle Zoé



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

6.2. Et ensuite ?

A ce jour le groupe Renault n'a pas indiqué vouloir réellement étendre sa gamme de véhicule électrique au contraire d'autres marques, nouvelles sur le segment, qui désirent rapidement rattraper leur retard. L'Alliance (*Ghosh*) croit en l'électrique mais principalement pour le **segment A** qui correspond au segment des petits citadines (*Twingo, Smart, Polo...*) et pour le segment **des véhicules utilitaires** du fait des contraintes environnementales grandissantes en ville. Bien que cette stratégie adoptée par le groupe Renault soit à l'opposé de celle des autres constructeurs, notamment « premium », qui cherchent à électrifier l'ensemble de leur gamme, elle nous paraît cohérente avec notre vision de l'utilisation de l'électrique aujourd'hui. En effet d'après nous la demande se fera principalement sur les citadines, en ville, et donc sur le segment A/B mais également sur le segment « premium » D et E (de type Tesla). La croissance des segments intermédiaires se fera principalement à travers les motorisations hybrides qui nous apparaissent plus adaptées un usage mixte.

Cependant, le développement récent du groupe en Chine suite à la signature d'un partenariat industriel avec Dongfeng pourrait l'obliger à revoir rapidement sa copie afin de pouvoir respecter les potentiels quotas imposés par le gouvernement chinois (8% des ventes en Chine dans les NEVs dès 2018, 10% en 2019 et 12% en 2020). L'offre locale devrait ainsi être officiellement complétée dès 2018 par une nouvelle version de la **Fluence ZE** (qui devrait être baptisée *DongFeng Fengnuo E300*), véhicule qui sera produit directement par l'entité DRAC et qui sera badgé DongFeng directement. La E300 devrait logiquement conserver les mêmes caractéristiques que la Fluence ZE et embarquera un moteur électrique de 94ch alimenté par une batterie lithium de **22kWh** ce qui devrait permettre au véhicule d'atteindre une autonomie de **185km NDEC** et **donc de 100km en conditions réelles**.

Une version électrique de la **Kwid**, le modèle « low cost » créée conjointement par Nissan et Renault dans le cadre du développement en Inde, pourrait voir le jour également, soit sous la marque Renault soit sous une marque spécialement créée avec DongFeng. Ce nouveau modèle pourrait clairement booster la part de marché du groupe étant donné la forte croissance du marché des petits véhicules électriques au profit des constructeurs chinois. **La récente création de nouvelle JV (eGT) avec Dongfeng en Aout 2017 pour adresser ce marché, devrait faire évoluer le positionnement du groupe dans l'électrique en Chine.** Carlos Ghosn a récemment indiqué qu'au sein de l'Alliance, **12 véhicules électriques** seront commercialisés d'ici 2022.

7. Renault – Nos estimations

Fig. 21: Renault – Tableau de résultat - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	40 932	41 055	45 327	51 243	58 712	61 082	63 861	66 571
Change (%)	-0,8%	0,3%	10,4%	13,1%	14,6%	4,0%	4,5%	4,2%
EBITDA	3 895	4 656	4 855	5 764	6 468	6 727	7 196	7 708
% of sales	9,5%	11,3%	10,7%	11,2%	11,0%	11,0%	11,3%	11,6%
Operating margin with restructuring	-34	1 105	2 121	3 283	3 792	3 937	4 203	4 461
% of sales	-0,1%	2,7%	4,7%	6,4%	6,5%	6,4%	6,6%	6,7%
Change (%)	-127,9%	-3350,0%	91,9%	54,8%	15,5%	3,8%	6,7%	6,2%
Operating margin* with ass. Excl. rest.	2 686	2 971	3 691	4 920	5 721	5 979	6 379	6 754
% of sales	6,6%	7,2%	8,1%	9,6%	9,7%	9,8%	10,0%	10,1%
Financial results	(282)	(333)	(221)	(323)	(372)	(364)	(355)	(343)
Tax	(433)	(136)	(311)	(1 055)	(855)	(893)	(962)	(1 030)
Tax rate	-137,0%	17,6%	17,6%	37,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Profits from associates	1 444	1 362	1 371	1 638	1 766	1 842	1 977	2 093
Minority interests	(109)	(108)	(137)	(124)	(128)	(132)	(135)	(140)
Net profit	586	1 890	2 823	3 419	4 203	4 390	4 727	5 042

Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 22: Renault – Tableau de flux - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating cash flows	3 572	3 972	6 017	4 389	6 662	5 762	6 213	6 706
Change in working capital	528	771	457	(239)	766	(41)	(39)	(39)
Capex, net	(2 749)	(2 511)	(2 801)	(3 097)	(3 640)	(3 787)	(3 959)	(4 127)
Financial investments, net	25	(274)	(248)	1 190	0	0	0	0
Dividends	(550)	(585)	(722)	(911)	(932)	(970)	(1 059)	(1 112)
Other	513	389	(64)	(3 124)	128	132	135	140
Net debt	(1 761)	(2 104)	(2 661)	(2 720)	(4 654)	(5 505)	(6 817)	(8 381)
Free Cash flow	823	1 461	3 216	1 292	3 022	1 975	2 253	2 579

Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 23: Renault – Bilan - €m

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Tangible fixed assets	10 973	10 801	11 171	12 988	12 941	12 916	12 805	12 554
Intangibles assets	3 282	3 443	3 570	4 899	6 073	7 295	8 572	9 904
Cash & equivalents	11 661	12 497	14 133	13 853	16 071	17 207	18 537	20 144
current assets	42 861	47 038	53 018	61 510	64 367	65 986	67 873	70 023
Other assets	32 131	34 513	37 587	40 593	41 385	42 606	43 799	44 907
Total assets	74 992	81 551	90 605	102 103	105 753	108 591	111 672	114 930
L & ST Debt	30 857	33 365	36 447	40 680	40 680	40 680	40 680	40 680
Others liabilities	20 921	23 288	25 684	30 528	31 818	32 144	32 561	32 973
Shareholders' funds	22 837	24 476	27 992	30 743	32 975	35 357	37 884	40 591
Total Liabilities	74 992	81 551	90 605	102 103	105 753	108 591	111 672	114 930
Capital employed	14 536	14 428	14 966	19 745	20 106	21 344	22 549	23 668

Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 24: Renault – Ratios - %

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating margin	3,0%	3,9%	5,1%	6,4%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%
Tax rate	-137,0%	17,6%	17,6%	37,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Net margin	1,4%	4,6%	6,2%	6,7%	7,2%	7,2%	7,4%	7,6%
ROE (after tax)	192,9%	317,5%	337,9%	60,1%	137,6%	138,8%	143,3%	146,8%
ROCE (after tax)	20,3%	9,2%	12,8%	10,4%	14,8%	14,5%	14,6%	14,8%
Gearing	-7,1%	-7,0%	-15,0%	-12,8%	-18,6%	-20,5%	-22,5%	-24,8%
Pay-out ratio	79,9%	27,4%	23,2%	25,1%	21,3%	22,2%	21,7%	21,3%
Number of shares, diluted	272	273	273	273	273	273	273	273

Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 25: Renault – Données par action - €

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS	2,15	6,92	10,35	12,54	15,42	16,10	17,34	18,49
Restated EPS	2,15	6,92	10,35	12,54	15,42	16,10	17,34	18,49
% change	-66,9%	221,6%	49,6%	21,1%	22,9%	4,5%	7,7%	6,7%
EPS bef. GDW	2,15	6,92	10,35	12,54	15,42	16,10	17,34	18,49
BVPS	77,22	82,77	94,66	103,96	111,51	119,56	128,11	137,26
Operating cash flows	13,12	14,55	22,07	16,10	24,43	21,13	22,79	24,59
FCF	3,02	5,35	11,79	4,74	11,08	7,24	8,26	9,46
Net dividend	1,72	1,90	2,40	3,15	3,28	3,58	3,76	3,94

Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

8. Renault – Valorisation

La complexité des relations capitalistiques entre le groupe et ses différents partenaires de l'Alliance nous oblige à valoriser Renault à travers un **SOTP** en plus **d'un DCF** et en plus de **multiples** comme nous le faisons déjà pour les autres valeurs du secteur. **Nous valorisons Renault à €99.**

Fig. 26: Résumé des méthodes de valorisation (€/action)

	FV
SOTP	126
EV/Sales	67
EV/EBIT	94
P/E	92
DCF	114
Implied FV	99
Latest share price	81
Upside	21.6%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

8.1. Valorisation par SOTP (€126)

Dans ce SOTP nous valorisons Renault avec des multiples tandis que nous valorisons Nissan à travers un DDM afin de mieux appréhender le cash distribué par Nissan au groupe français, cash que Renault s'engage à distribuer à **100%** à ses propres actionnaires. Nous valorisons la participation de Renault dans **Daimler (1,6%)** en prenant le dernier cours.

Fig. 27: Renault SOTP

	Multiple	Data EURm 2017	Value	Value per share
Core business (Automotive + RCI Bank)				
Group revenues	30%	58 712	17 614	65
Group EBIT	5,0x	3 768	18 860	70
P/E calculated on EPS excluding associates	10,0x	8,9	89	89
Core business value (average)	-	-	20 182	74
Listed assets				
Nissan (through DDM model with cost of equity at 10% and LTG at 2%)	-	9 908	9 908	36
Daimler (market value)	-	67	1 163	4
Listed assets value	-	-	11 072	41
Sum of the parts				
- Net industrial debt/cash 2017e	-	-	4 654	17
- Minority Interest value (book value 2017e)	-	-	(280)	(1)
- Pensions (book value 2017e)	-	-	(1 656)	(6)
Renault implied equity value	-	-	34 073	126
Shares outstanding	-	-	272	-

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

Notre SOTP sur Renault nous donne une FV à **€126 par action**, ce qui implique **>55%** de potentiel.

A titre d'indication, en valorisant Nissan à la valeur de marché notre SOTP impliquerait une FV de **€151 par action soit un potentiel de 85%**.

8.2. Valorisation par les multiples (€84)

Comme pour les autres valeurs du secteur automobiles initiées chez Bryan Garnier nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Renault**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2017-2026 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€67**, **€94** et **€92** de FV. Nous valorisons Renault avec un multiple de **30% le CA**, **5x l'EBIT** et à **8x le P/E** en ligne avec les comparables européens, américain et asiatiques, généralistes comme Renault.

8.3. Valorisation par DCF (€114)

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

- un **WACC** à **11,6%** qui correspond à un coût du capital, le groupe ayant une dette nette négative. Nous prenons un **beta** à **1,35**, une **prime de risque** de **7%** et un **taux sans risque** à **1,6%**.
- Un **taux de croissance à l'infini** de **2,5%**, impliquant une légère surperformance de **Renault** par rapport au marché automobile (+1,9%)
- Une **marge d'EBIT** (*avec restructurations et sans les JVs*) moyenne de **6,9%** et une marge à l'infini de **6,0%**.

Fig. 28: Renault – Estimations DCF - €m

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Revenues - Core business	58 712	61 082	63 861	66 571	69 087	71 709	74 440	77 288	80 256	83 351
Revenue Growth Rate	-	4,0%	4,5%	4,2%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%
Operating Margin	6,4%	6,4%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%
EBIT (excluding JVs & Associates, with restr. Charges)	3 768	3 937	4 203	4 461	4 703	4 957	5 225	5 506	5 802	6 113
Adjustment for provisions	(115)	(116)	(100)	(94)	(88)	(82)	(77)	(72)	(67)	(63)
(-) Taxes on EBIT	(942)	(984)	(1 051)	(1 115)	(1 176)	(1 239)	(1 306)	(1 377)	(1 451)	(1 528)
(+/-) Movements in working capital	762	(37)	(39)	(39)	(225)	(240)	(257)	(274)	(293)	(312)
(+) Depreciation and amortization	2 513	2 590	2 793	3 047	3 249	3 586	3 756	4 000	4 222	4 432
(-) Capital Expenditures	(2 466)	(2 565)	(2 682)	(2 796)	(2 902)	(3 012)	(3 126)	(3 246)	(3 371)	(3 501)
(-) Intangibles	(1 174)	(1 222)	(1 277)	(1 331)	(1 382)	(1 434)	(1 489)	(1 546)	(1 605)	(1 667)
Free Cash Flow	2 345	1 603	1 847	2 133	2 180	2 536	2 726	2 992	3 238	3 475
Present Value of Free Cash Flow	2 217	1 358	1 401	1 450	1 328	1 384	1 333	1 311	1 271	1 222

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Renault

Fig. 29: Renault – DCF @ EUR114

PV of Free Cash Flows	14 292
PV of Terminal Value	9 939
EV implied - EURm	24 231
- Net industrial debt/cash N-1 EURm	(2 720)
- Minority Interest value - book value EURm	(280)
+ Financial assets (as valued in SOTP) EURm	11 429
- Pensions and warranties EURm	(1 656)
Renault implied equity value	31 004
Shares outstanding	273
Implied Target Price - EUR	114

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous initions donc la couverture sur Renault avec une FV à €99 ce qui implique 22% de potentiel. Nous initions à l'Achat sur ce dossier.

9. Renault – SWOT

Fig. 30: Renault – analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Un groupe désormais dans le Top 3 mondial suite au rachat de Mitsubishi par Nissan, avec un pdm de 12% Un groupe en avance par rapport à la concurrence sur le véhicule électrique grâce à son modèle Renault Zoé et grâce à la Nissan Leaf. Une situation financière saine, le groupe ayant une dette nette industrielle négative Un positionnement très fort dans les pays émergents là où le potentiel de croissance en volume reste élevé (<i>Russie, Amérique Latine, Afrique du Nord</i>) Une présence indispensable dans l'Alliance permettant à Renault de bénéficier d'importantes synergies avec Nissan et potentiellement avec Mitsubishi 	<ul style="list-style-type: none"> Un groupe présent principalement sur le milieu de gamme, segment où la pression « prix » est la plus importante Faible d'exposition à la Chine malgré les récents investissements du groupe dans la région. Pas de véritable expertise dans l'hybride alors que ce segment devrait représenter plus de 35% du marché d'ici 2026-27 contre 4-5% aujourd'hui. La participation de l'Etat au capital de Renault à 20% suite au rachat en 2015 de 5% supplémentaire, limitant l'interaction entre Renault et Nissan, bloquant ainsi l'évolution de l'Alliance. Risque lié à l'enquête de la DGCCRF en France sur les émissions polluantes de certains moteurs diesel
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Potentiel de croissance élevé dans le domaine du véhicule électrique où le groupe et l'Alliance disposent d'une véritable expertise (<i>Renault Zoé et Nissan Leaf</i>) Un succès de la nouvelle marque Alpine sur le segment « premium » pourrait permettre au groupe d'accéder à de nouveaux marchés (<i>Etats-Unis ?</i>). 	<ul style="list-style-type: none"> Ralentissement du marché automobile russe, qui suite à la consolidation d'Avtovoz est un marché qui représente désormais 8-10% des volumes totaux du groupe. Fort développement de la demande pour des véhicules hybrides segment sur lequel le groupe est presque absent. Augmentation des prix des matières premières à court terme pénalisant la rentabilité du groupe

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

10. Renault en bref

Créé par **Louis Renault** en **1898** à **Boulogne-Billancourt** en France, **Renault** est aujourd'hui le second constructeur français derrière le groupe PSA en France, mais est, avec Nissan et Mitsubishi, dans le **top 3** des plus grands constructeurs automobiles mondiaux avec **VW** et **Toyota**.

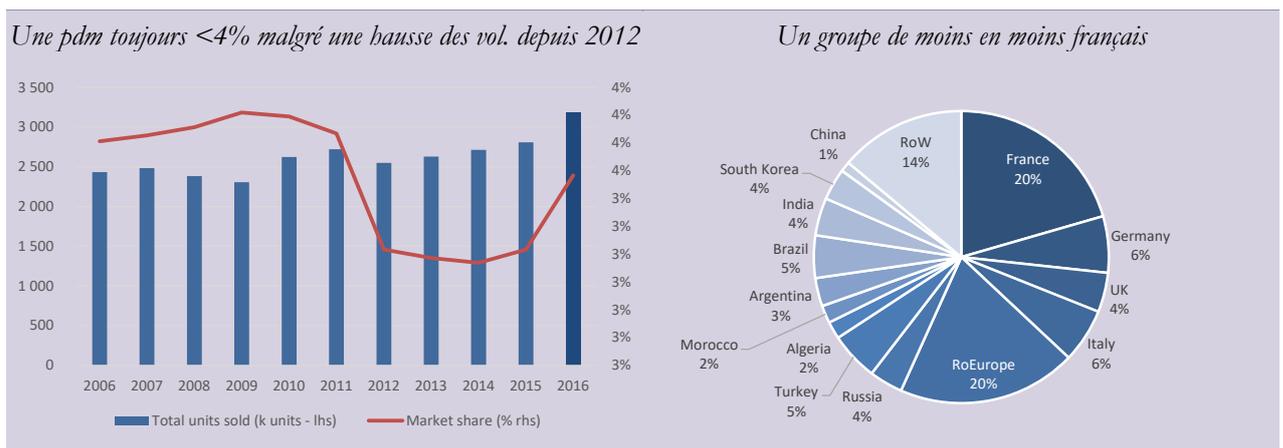
Les activités du groupe sont réparties en **deux types d'activités opérationnelles**, sur plus de **120 pays**:

- **le segment Automobile**, avec la conception, la fabrication et la distribution de produits via son réseau commercial (*entre autres, par sa filiale Renault Retail Group*):
 - **les véhicules neufs** avec plusieurs gammes (*VP, VU et VE [exclusivement Renault]*) sous quatre marques: **Renault, Dacia, Renault Samsung Motors et Lada**. Des véhicules fabriqués par Dacia et RSM peuvent être vendus sous la marque Renault en fonction des pays.
 - **les véhicules d'occasion et les pièces de rechange**
 - **la gamme mécanique Renault**, activité B to B
- **Les différents services financiers**: financement des ventes, location, entretien et contrats de service.

Fin 2016 le groupe Renault avait généré un CA de **€51,2Mds**, en croissance de **27%** par rapport à 2006 avec **€48Mds** venant de l'activité automobile et **€2,25Mds** venant de l'activité de financement.

10.1. Renault Auto – 95% du CA – 73% de l'EBIT

Fig. 31: Renault, un constructeur de moins en moins français



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

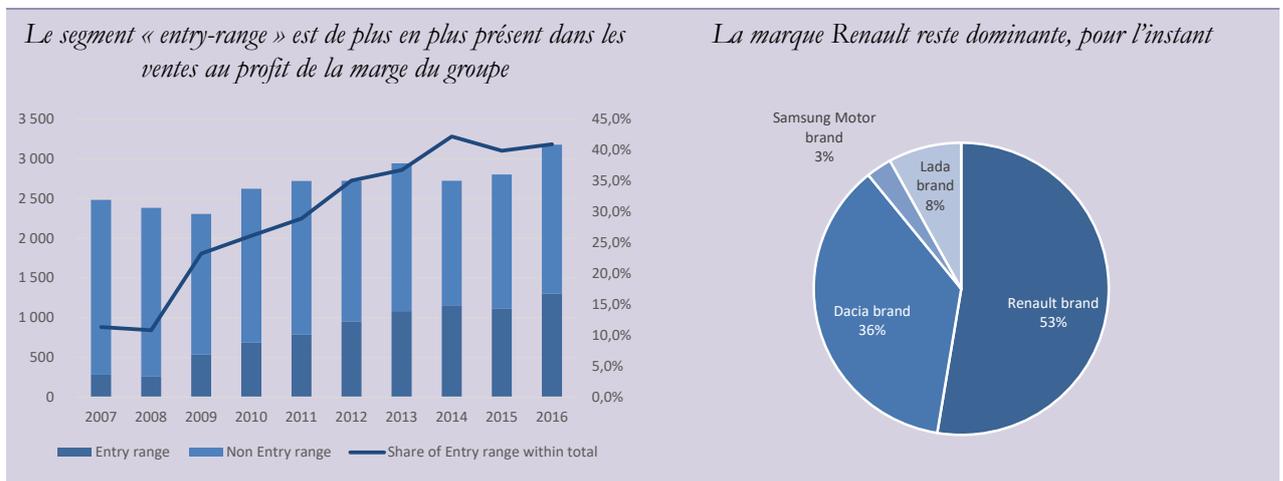
Historiquement très présent en France (>25% des volumes du groupe en 2007 contre 20% aujourd'hui) comme le groupe PSA, Renault a depuis réussi à se développer à l'international, notamment en Afrique du Nord et en Russie où il a bâti une expertise sur le segment « low-cost » notamment grâce au rachat de la marque roumaine **Dacia** en **1999**.

Fin 2016 le groupe Renault avait vendu environ **3,2m de véhicules**, en hausse de **13%** par rapport à 2015, impliquant une part de marché de **3,5%** au niveau mondial.

En intégrant **1/le récent rachat d’Avtovaz** fin 2016, **2/les volumes Nissan** et **3/les volumes Mitsubishi**, les volumes totaux de Renault grâce à l’Alliance devraient dépasser fin 2017 plus de **10,8m de véhicules**, soit une part de marché au niveau mondial d’environ **12%**.

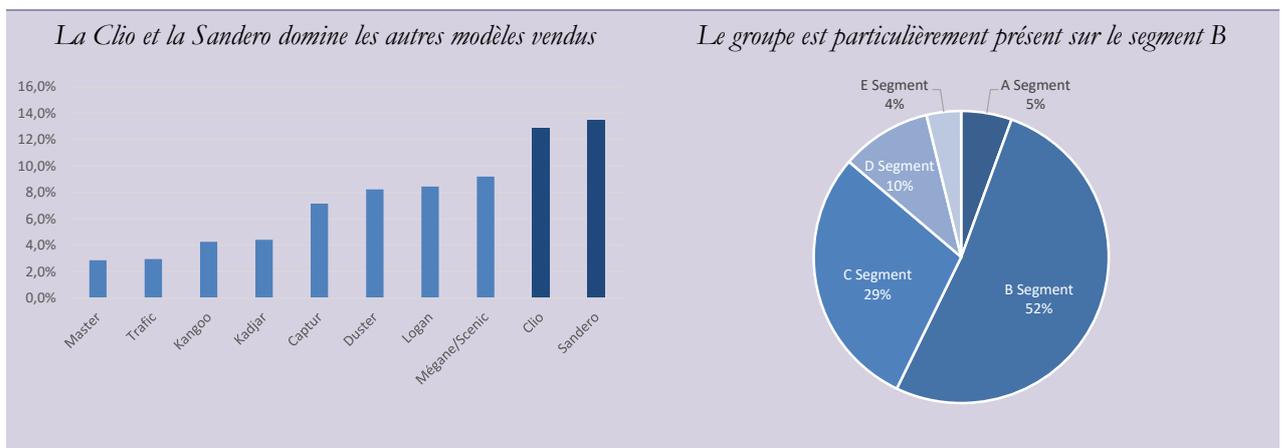
Fin S1-17, le segment « entry-range » du groupe qui correspond aux marques **Dacia** (en intégrant aussi les véhicules Dacia rebadgés Renault) et **Lada** a représenté **45%** des volumes vendus par le groupe contre **39%** l’année dernière et **23%** en 2009 en ligne avec la stratégie du groupe de se développer vers ce segment. Pour rappel la marge du groupe est plus élevée (300-600pb) sur ce segment là que sur le segment traditionnel étant donné qu’une grande partie des composants équipant les véhicules Dacia ont déjà été amortis sur les véhicules Renault.

Fig. 32: Renault, un constructeur de plus en plus présent sur le « low cost »



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 33: La Clio et la Sandero représentent 25% des volumes vendus



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

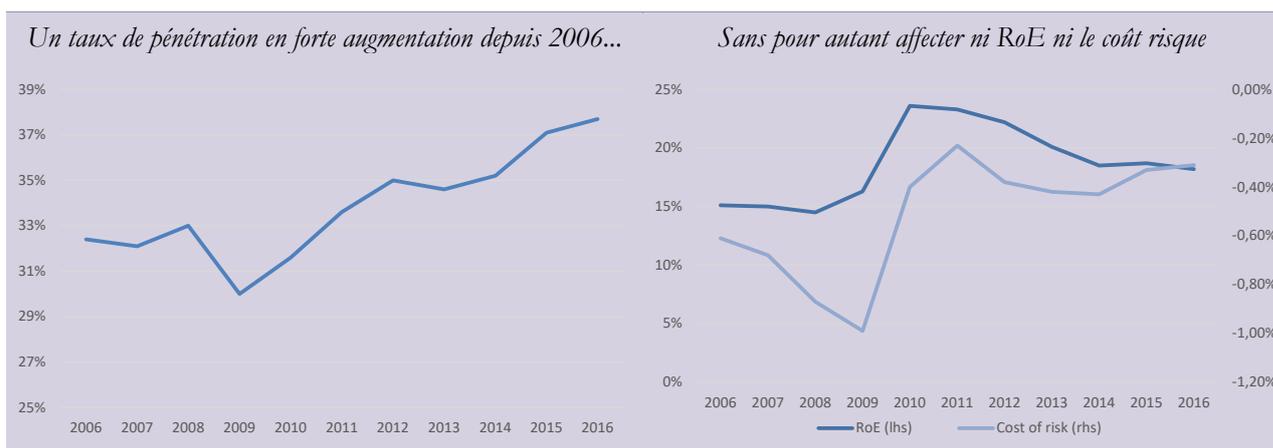
A ce jour le **segment B** reste dominant dans les ventes du groupe bien que la stratégie d’aller vers le segment du **SUV**, notamment en Chine, devrait progressivement augmenter la part du segment C dans les futures ventes du groupe.

10.2. Banque RCI – 5% du CA – 27% de l'EBIT

RCI pour **Renault Crédit International**, voit le jour en **1974** alors sous le nom de **Société Financière de Renault (Sofiren)** afin de faciliter le financement des ventes effectuées par les concessionnaires de la marque du constructeur français. Désormais présent sur **cinq continents** avec plus de **3 100 collaborateurs** (*2,5% des collaborateurs du groupe*), RCI accompagne désormais le développement des marques Renault, Renault Samsung Motors, Dacia, Nissan, Infiniti et Datsun (*bientôt Lada ?*) et de leurs réseaux de distributeurs, en proposant à leurs clients une gamme complète de solutions de financements, d'assurances et de services.

Avec plus de **1,6m de véhicules financés** en 2016 RCI dispose d'un taux de pénétration proche des **40%**, taux qui dépasse même les **50%** sur la marque **Samsung Motors**. Ce bon niveau de performance (+12,5% par rapport à 2015) a été tiré par la croissance du marché automobile, notamment en Europe où la progression des ventes de véhicules neufs a compensé le recul enregistré au Brésil et en Russie, et par la progression des parts de marché des marques de l'Alliance. A titre de comparaison, le **groupe PSA**, principal concurrent de Renault en Europe, ne dispose lui que d'un taux de pénétration de **31%** sur 2016.

Fig. 34: RCI, une captive qui monte en puissance



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Comme beaucoup d'autres banques captives dans le secteur, l'accès à des financements moins chers à travers notamment l'augmentation de l'exposition aux dépôts de la clientèle est clairement devenu une priorité afin de réduire au maximum le coût de financement sans pour autant réduire la durée. Sur 2016 ces dépôts chez RCI ont progressé de **€2,3Mds**, atteignant **€12,6Mds** au 31 Décembre, représentant **33%** des actifs nets en ligne alors que fin 2012 ces dépôts ne représentaient que **€900m** soit moins de **4%** des actifs nets de RCI. Pour rappel RCI avait pour objectif de d'avoir un tiers de ses actifs venant des dépôts. La marge d'intérêt devrait ainsi d'après nous se stabiliser après avoir fortement augmentée sur les dernières années au profit de résultat opérationnel de la RCI (marge d'intérêt de 3,3% en 2016 et marge opérationnelle de 40% contre respectivement 0,9% et 36% fin 2012).

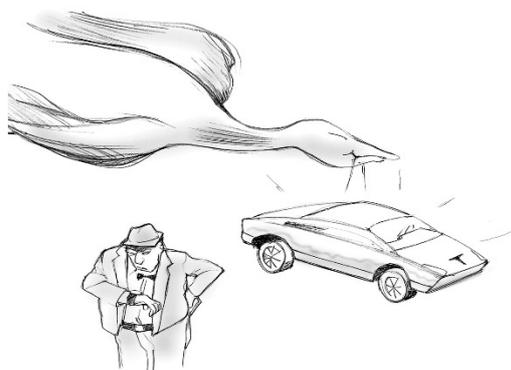
Dans notre modèle nous estimons que la croissance du résultat net de la RCI viendra principalement d'une augmentation du taux de pénétration ainsi que d'une augmentation des encours à l'international.

INDEPENDENT RESEARCH

25 Septembre 2017

Industrie Automobile

Bloomberg	TSLA
Reuters	TSLA.O
+Haut /+Bas 12 mois (USD)	383,5 / 181,5
Capitalisation Boursière (USD)	59 312
Volume moyen 6 mois (000 actions)	6 808



Tesla Inc.

Elon Musk, désormais il faut délivrer !

NOT RATED

Alors que la capitalisation boursière de Tesla Inc. a été multipliée par 284 depuis son introduction en bourse en juin 2010 et a augmenté de 70% depuis le début d'année, le groupe rentre dans une phase délicate de son histoire : passer de simple acteur technologique disruptif à constructeur automobile de niche avec la sortie de son Model 3, un véhicule destiné cette fois ci au grand public. Cette étape sera cruciale pour l'avenir du groupe à court terme mais potentiellement dilutive sur les multiples à plus long terme.

■ **Rapidement n°1 dans l'électrique premium** : Grâce à la commercialisation dès 2012 de son **Model S**, une berline électrique de luxe, le groupe est rapidement devenu le **n°2** dans le domaine derrière **Nissan (Leaf)** et le **n°1** dans le premium devant BMW. La sortie du **Model X** fin 2015, un SUV proposé à un tarif similaire au précédemment modèle, n'a fait que confirmer cette position. Fin 2016, le groupe détenait **11%** du marché de l'électrique mondial avec environ **75 000 livraisons**.

■ **De simple acteur technologique disruptif à constructeur automobile de niche**: Longtemps considéré par les clients comme une **start-up** offrant un produit différenciant et innovant et comme un **concurrent peu crédible** par les constructeurs, Tesla Inc. est sur le point de changer de statut avec le lancement du **Model 3**, un modèle destiné au grand public. Avec plus de **455 000 futurs clients à livrer** avant fin 2018 contre seulement 84 000 véhicules produits en 2016, tous les yeux sont rivés sur le compte *Twitter* d'**Elon Musk** (12,8m de followers), afin de savoir si de nouveaux retards de production seront annoncés courant T4-17.

■ **Et la rentabilité dans tout ça ?** Le niveau de marge opérationnelle normatif sur un véhicule électrique reste pour l'instant difficile à appréhender, la batterie représentant encore **>50% du coût de production**. A moyen terme, Elon Musk estime pouvoir continuer à générer une marge brute de **25%**, marge légèrement plus élevée que celles générées par BMW ou Daimler.

■ **Un marché qui croit aux objectifs à court terme de Musk**: Pour 2019, le consensus table sur un **CA de \$27Mdr**, un **EBIT de \$1,7Mdr** (6,1%) et un **RNP de \$1,1Mdr** (4%) impliquant des multiples EV/CA de **2.6x** et un P/E de **61x**. Les estimations semblent en ligne avec les objectifs de Musk.



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

Research Assistant:
Anthony Aimar

Sommaire

1. Investment Case.....	195
2. Elon Musk, maintenant il faut délivrer !.....	196
3. Investir dans Tesla Inc. Inc. c'est avant tout investir en Elon Musk	197
4. L'électrique sinon rien.....	199
4.1. Un groupe rapidement n°1 dans l'électrique premium.....	199
4.2. Un groupe sur le point de devenir rentable	201
4.2.1. Une ligne d'assemblage 100% véhicule électrique.....	201
4.2.2. La <i>Gigafactory</i> , pièce maîtresse dans la réduction de coûts de production.....	201
4.3. Un groupe maître de son avenir avec le développement de son réseau de <i>Superchargers</i> ...	202
4.4. La sortie du Model 3 est un tournant pour le groupe.....	204
5. Autopilot...trop tôt, trop vite ?	207
5.1. Autopilot 2.0 : Better, faster, stronger.....	207
5.2. ... mais reste avant tout un argument marketing	208
6. Qu'implique le cours actuel ?.....	209
7. SWOT – Tesla Inc.....	209
8. Tesla Inc. en bref	210
Bryan Garnier stock rating system.....	211

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Le groupe est sur le point de changer de statut en commercialisant son dernier modèle, le **Model 3**, le faisant passer de simple **startup** de la *Silicon Valley* offrant des produits différenciant et innovants, à constructeur automobile de niche. Cette étape sera cruciale pour l'avenir du groupe à court terme mais potentiellement dilutive sur les multiples à plus long terme.

Attractif ou non?



Valorisation

Nous n'avons pas d'estimations ni de FV sur ce dossier. Sur le consensus actuel 2019^e; un cours à **\$378** implique des multiples EV/CA de **2.6x** et un P/E de **61x**.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Le groupe doit progressivement augmenter la cadence de la production de son **Model 3** afin de livrer plus de **455 000 clients** ayant commandé le véhicule lors de préservations.

Valeur ajoutée?



Différenciation face au consensus :

Nous n'avons pas d'estimations. Le consensus prévoit pour 2017 un CA de **\$11,9Mdr** et pour 2018 de **\$19,9Mdr**, impliquant un taux de croissance respectivement de **>190%** et **>67%** et une marge opérationnelle de **6%** en 2019 contre **-7%** en 2017.

Quels risques?



Risques

Tout dérapage au niveau de la production et donc des livraisons aura un impact négatif considérable sur le cours de bourse. De nouveaux départs au sein du *Top management* seraient également très mal perçus par les investisseurs.

2. Elon Musk, maintenant il faut délivrer !

Dans le cadre de notre note d'initiation sur les constructeurs automobiles (BMW, Daimler, PSA et Renault), nous prenons le temps d'analyser la stratégie et le positionnement de **Tesla Inc.**, autrefois acteur technologique disruptif, mais qui tend progressivement à devenir un concurrent crédible aux constructeurs automobiles traditionnels.

Grâce à son positionnement à la fois sur **le véhicule électrique** et sur **le véhicule connecté/autonome**, le groupe américain dirigé par l'emblématique et charismatique **Elon Musk** devrait facilement surperformer la croissance du marché automobile mondial sur le moyen-long terme.

Désormais leader sur le marché de l'électrique premium grâce à la commercialisation dès 2012 de son **Model S**, une berline électrique de luxe et du **Model X** fin 2015, un SUV proposé à un tarif similaire au précédent modèle, le groupe est sur le point de devenir le leader mondial dans l'électrique grâce à plus de **450 000 précommandes** de son **Model 3**, un véhicule destiné au grand public. Ces livraisons seront cruciales pour les investisseurs car elles rendront crédibles ou non la stratégie commerciale et industrielle d'Elon Musk d'inonder progressivement le marché avec ses modèles. Cette étape devrait permettre au groupe américain de passer d'un statut de startup à un statut de constructeur automobile de niche.

Tous les yeux seront rivés sur le compte *Twitter* d'**Elon Musk**, afin de savoir si de nouveaux retards de production seront annoncés courant T4-17.

Le niveau de marge opérationnelle normatif sur un véhicule électrique restant pour l'instant difficile à appréhender, la batterie représentant encore **>50% du coût de production**, il nous paraît difficile d'estimer la rentabilité du groupe à moyen-long terme. Elon Musk estime pouvoir continuer à générer une marge brute de **25%** une fois le Model 3 pleinement commercialisé, ce qui devrait lui permettre de générer des marges opérationnelles légèrement supérieures à celles des constructeurs premium (>10%).

Pour l'instant le consensus semble être d'accord avec lui puisque les estimations impliquent des marges à 12% dès 2020.

3. Investir dans Tesla Inc. Inc. c'est avant tout investir en Elon Musk

Dans le cadre de nos travaux sur **Tesla Inc.**, il nous semble nécessaire de consacrer une partie de notre étude sur son PDG, **Elon Musk**, afin de mieux comprendre son importance dans la stratégie et la gestion du groupe, mais aussi afin de cerner ce personnage atypique qui dépasse le simple cadre d'un dirigeant d'entreprise. Avant d'arriver à la tête de **Tesla Inc.** et de **Space X** et d'être président du conseil d'administration de **SolarCity**, ce sud-africain naturalisé canadien en 1988, puis américain en 2002, a fondé et développé de nombreuses entreprises/startups/projets.

Alors qu'il est encore qu'étudiant, il cofonde en 1995 **Zip2**, un éditeur d'un logiciel de publication de contenu en ligne, puis **X.com** devenu par la suite **PayPal** en 1999. Ces deux entreprises rencontrent rapidement un succès puisqu'il revend successivement ses parts de Zip2 à Compaq en 1999 et de PayPal à eBay en 2002 pour environ **\$175m** (Musk avait 11,7% du capital de PayPal). Par la suite, Elon Musk s'intéresse et se dirige vers des projets et des créations d'entreprises qui répondent selon lui à sa volonté d'« offrir un monde meilleur », notamment par le recours aux énergies renouvelables pour contrer le problème du réchauffement climatique, et pour réduire le risque de l'extinction de l'humanité (il a émis le souhait de coloniser Mars).

Actuellement, Elon Musk est fondateur et/ou possède une fonction clé dans les entreprises suivantes :

- Fondateur, PDG et CTO de **SpaceX** depuis 2002
- PDG et directeur architecture produit de **Tesla Inc.** depuis 2008
- Fondateur et PDG de **Neuralink** depuis 2016
- Président du conseil d'administration de **SolarCity** depuis 2016
- Par ailleurs : cofondateur d'OpenAI, implication dans le développement de l'**Hyperloop**, fondateur de **The Boring Company**...

Ce dirigeant multi-casquette, qui a servi d'inspiration au réalisateur de film **Ironman** pour le personnage de **Tony Stark**, fait réagir et fascine tout autant qu'il agace. Elon Musk est souvent critiqué pour son manque d'ouverture et pour son autorité dans la gestion de ses entreprises. Il a notamment été contraint d'ouvrir le conseil d'administration de Tesla Inc. à **deux nouveaux membres indépendants, sous la pression des actionnaires**. Ces derniers lui reprochaient qu'il soit composé uniquement de personnes proches de Musk. Le rachat de **SolarCity** (fondé par les frères Rive, cousins de Musk) par Tesla Inc. a également suscité de vives réactions quant à un possible conflit d'intérêt.

Même s'il n'est pas à l'origine de la création de Tesla Inc. (la société a été créée par Martin Eberhard et Marc Tarpinning), il joue rapidement un rôle de premier plan puisqu'il devient le président du conseil d'administration en **2004** peu de temps après avoir investi **\$7,5m** dans la société. A l'époque il travaille avec les autres ingénieurs sur le design du **Roadster**.

Ce n'est qu'en **2008** qu'il devient PDG en évitant la faillite de justesse suite à des problèmes internes concernant la sortie du Roadster, en investissant personnellement plusieurs millions de dollars.

Depuis sa prise de fonction, il a redynamisé l'activité commerciale du groupe (même si pour l'instant le groupe ne dégage toujours pas de bénéfices), utilisant très régulièrement les réseaux sociaux (notamment Twitter, qui est d'ailleurs décrit comme une source d'informations à part entière pour les investisseurs dans les fillings de la SEC) pour y dévoiler des informations importantes comme notamment le lancement de nouveaux produits. L'effet de communication est souvent réussi puisqu'il existe bien souvent une corrélation positive entre les informations annoncées sur Twitter par Musk et le cours de bourse de l'action Tesla Inc.

Même si les différentes entreprises dirigées par Musk permettent des synergies réelles entre elles (notamment entre Tesla Inc., SpaceX et SolarCity), nous pensons que son « hyper-implication » fragilise le groupe Tesla Inc. En effet, celui-ci pourrait pâtir de sa « dispersion » vers d'autres projets au moment même où la sortie du **Model 3** est un sujet central et nécessite une attention permanente. De plus, l'entreprise reste fortement dépendante du personnage qu'est Elon Musk, qui pour l'instant réussit à fédérer un relatif consensus de la part des investisseurs au regard de la performance de l'action depuis le début d'année (+80%) et de la valorisation boursière (\$63Mdr soit \$3Mdr de moins que BMW alors que le constructeur américain ambitionne de vendre que 1m de véhicules d'ici 2020/21 contre >2,8m de véhicules pour BMW.), **notamment grâce à une communication maîtrisée.**

Son fort caractère combiné à sa façon très particulière de « manager », pourrait à terme impacter négativement le développement industriel du groupe, les récents départs de responsables clés au sein du groupe depuis le début d'année (départ du DAF Jason Wheeler en Mars 2017, départ de Chris Lattner, responsable de l'équipe travaillant sur le système *Autopilot* en Juin 2017, six mois après son arrivée pour remplacer le départ de Sterling Anderson fin 2016) étant clairement des indicateurs négatifs de gestion managériale en interne.

4. L'électrique sinon rien

4.1. Un groupe rapidement n°1 dans l'électrique premium

Contrairement aux autres constructeurs automobiles, qui encore aujourd'hui restent spécialisés dans le développement et la production de véhicules à moteurs à combustion (essence ou diesel), Tesla Inc. est entré sur le marché automobile directement en proposant des modèles **100% électriques**, notamment à travers la commercialisation de 2008 à 2012 de son premier modèle, le **Roadster**. Développé à l'aide de **Lotus Cars**, qui a fourni la base du châssis de la **Lotus Elise** tandis que le bloc propulseur a été développé par la société Californienne **AC Propulsion**, le modèle a vu le jour grâce à l'expertise technique des ingénieurs du groupe dans le domaine **des batteries et de la transmission électrique**. Bien que ce modèle ne fut vendu en cumulé qu'à environ **2 500 exemplaires** (2008-12), **il marque le début de l'aventure de Tesla Inc. sous l'ère Elon Musk.**

Fig. 1: Des compétences rapidement reconnue par ses pairs

Tesla Inc. Roadster



Mercedes Classe B électrique



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

En parallèle du développement et de la commercialisation du **Roadster**, le groupe signe un partenariat avec **Daimler** en **2009**, ce dernier voulant profiter du savoir-faire technologique de Tesla Inc. sur les batteries pour mettre au point ses premières voitures électriques. Dans le cadre de ce partenariat, Daimler avait pris **10%** en avril 2010 de Tesla Inc. pour environ **\$50m**. En plus de bénéficier d'effet volumes sur la production de pack de batteries, le constructeur américain pouvait ainsi bénéficier de l'expérience industrielle de Daimler lui permettra de commercialiser plus rapidement sa berline **Model S**, prévue pour 2011 aux USA

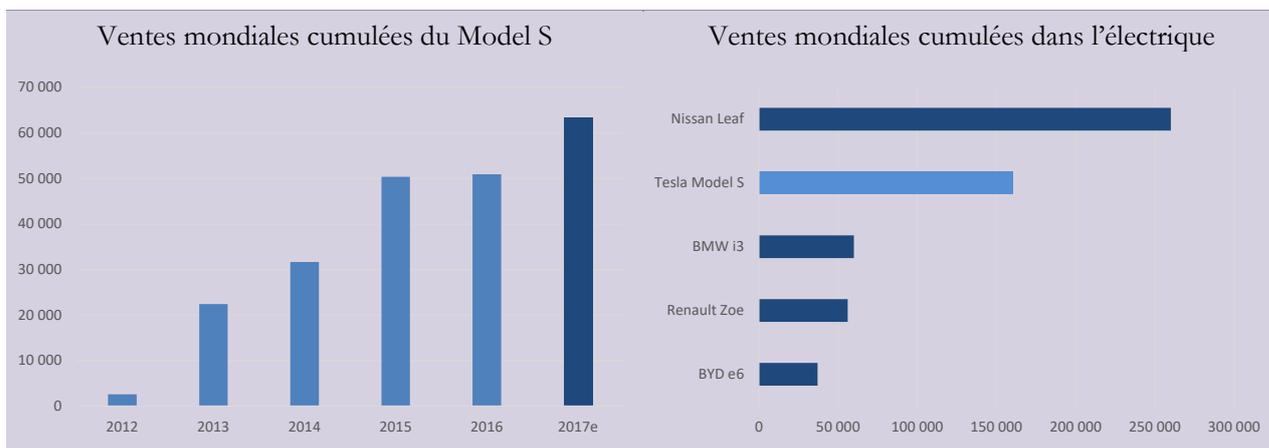
En mai 2014, le groupe allemand revendait sa participation au capital de Tesla Inc. en précisant que la collaboration entre les deux groupes ne nécessitait plus une telle proximité financière, puis en mars 2016, celui-ci a indiqué ne plus faire appel à Tesla pour la fourniture de batteries de ses modèles électriques (Classe B et Smart FortTwo), **le groupe ayant décidé de produire lui-même ses batteries et les composants de ses chaînes de transmission électrique.**

En parallèle, Tesla Inc. entame sa transformation en commercialisant le **Model S** dès juin 2012 aux Etats-Unis, soit 4 ans après avoir dévoilé le modèle à la presse, modèle qui progressivement crédibilise les compétences et l'expertise du groupe à la fois vis-à-vis des clients mais également vis-à-vis des constructeurs automobiles.

En 2013, le véhicule fait son entrée sur le marché européen d'abord en séries spéciales **Signature** et **Signature Performance** puis en version **D** (pour « Dual Motor »), version qui sera dotée d'une nouvelle fonctionnalité de série : l'*autopilot* qui permet au conducteur d'être assisté lors de conduite sur autoroute grâce aux trois séries de capteurs de courte et longue portées en plus du GPS.

Ce véhicule rencontrera rapidement un succès commercial, devenant même, avec plus de **160 000** ventes cumulées le deuxième véhicule électrique le plus vendu dans le monde derrière la **Nissan Leaf** mais devant la **BMW i3**, malgré un prix d'entrée élevé (>€70 000). **Le groupe est donc le premier sur le marché de l'électrique premium.**

Fig. 2: Le groupe rencontre rapidement un succès avec son Model S



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

Avec le **Model X**, commercialisé d'abord aux Etats-Unis en Septembre 2015, puis en 2016 en Europe (deux ans en retard par rapport au plan initial de 2013), le groupe rentre sur le marché des SUV, marché très porteur depuis quelques années, à la fois dans les pays matures et dans les pays émergents. Les premières livraisons furent impactées par des retards de production liés à une pénurie de pièces importantes en janvier et en février 2016, mais progressivement les ventes ont rapidement dépassé les volumes du Model S lorsque celui fut commercialisé en 2013. **Pour l'instant le groupe n'a livré que <50 000 Model X depuis sa commercialisation fin 2015.**

Fig. 3: Deux nouveaux modèles développés entre 2012 et 2015

Tesla Inc. Model S



Tesla Inc. Model X



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

4.2. Un groupe sur le point de devenir rentable

4.2.1. Une ligne d'assemblage 100% véhicule électrique

Un avantage évident de Tesla Inc. par rapport aux constructeurs traditionnels non ou peu présents dans le domaine du véhicule électrique réside dans l'outil industriel et plus particulièrement dans la ligne d'assemblage. Alors que les constructeurs doivent, du fait de normes environnementales de plus en plus contraignantes venant d'Europe et de Chine, **développer et commercialiser des modèles 100% électrique en plus de leur gamme de véhicules thermiques**, le groupe américain lui est parti d'une feuille blanche pour développer et produire les **Model S**, **Model X** et maintenant le **Model 3**. Cet avantage doit permettre au groupe de rapidement générer des marges positives sur ces véhicules au contraire de **Nissan**, **BMW**, **Daimler** ou **VW**.

La plus grande simplicité du moteur électrique par rapport au moteur thermique combinée à la baisse du coût de la batterie implique logiquement à terme, **un coût d'assemblage plus réduit, au profit de la marge opérationnelle**. Cette réduction du coût d'assemblage ne sera malheureusement pas aussi bénéfique pour les constructeurs traditionnels qui vont devoir « mélanger » **des véhicules thermiques** et **des véhicules 100% électrique** sur la même ligne de production. **Dieter Zetsche**, le grand patron de Daimler-Mercedes a ainsi récemment indiqué à la presse lors du dernier salon automobile de Francfort qu'à court terme le groupe allemand serait impacté négativement par la faible marge dégagée sur les premiers véhicules électriques, marge qui pourrait dans certains cas **être jusqu'à deux fois plus faible sur certains véhicules**.

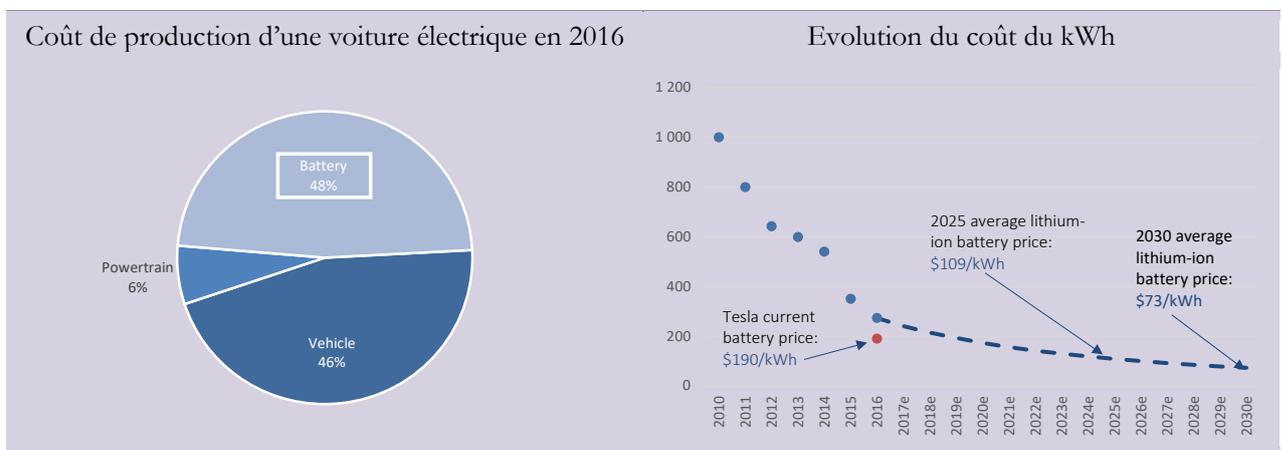
4.2.2. La Gigafactory, pièce maîtresse dans la réduction de coûts de production

Une des freins majeurs au développement des véhicules électriques avec batteries (BEV) par les constructeurs reste le coût élevé de la technologie électrique. En effet, le coût de la batterie électrique contribue environ pour plus de la moitié dans le coût total du véhicule, même s'il a baissé de l'ordre de **70%** entre 2010 et 2016.

La technologie électrique reste chère car les infrastructures dédiées à la production de batteries électriques ne sont pas suffisamment grandes pour réduire significativement le coût unitaire. Dans cette optique, Tesla Inc. a commencé la construction de son usine baptisée **Gigafactory 1** dans le Nevada en **2014**, usine qui sera uniquement dédiée à l'assemblage de batteries.

Grâce à cette structure, encore en construction et dont la taille finale permettra d'être l'une des plus grandes usines au monde en terme de superficie, Tesla Inc. possède une réelle avance dans la baisse des coûts par rapport aux autres constructeurs, puisqu'il annonce déjà (sans sa nouvelle usine utilisée à plein régime) un coût de production inférieur à **\$190/kWh** depuis 2016 soit environ 4 ans d'avance sur les estimations de Bloomberg qui situe ce palier vers 2020. Les ambitions du groupe d'atteindre une capacité de **35GWh** dès 2018, c'est-à-dire l'équivalent de la production mondiale de batteries en 2013, devrait lui permettre à moyen terme de continuer à baisser **drastiquement son coût unitaire par kWh**, au profit de sa marge brute sur son activité automobile. Pour rappel, nous estimons un équilibre au niveau du coût de production entre un véhicule ICE et un véhicule électrique lorsque le prix du kWh sera proche de **\$100/kWh**, soit en 2025 en se basant sur une courbe de baisse annuel de coût de **20%** entre 2016-2025 (en ligne avec le TCAM de baisse observé entre 2010 et 2016).

Fig. 4: Un groupe compétitif grâce à ses compétences dans le « battery pack »



Source: Bloomberg; Bryan, Garnier & Co ests.

4.3. Un groupe maître de son avenir avec le développement de son réseau de *Superchargers*

Pour faciliter l'introduction de la technologie électrique dont l'autonomie pose encore problème face aux véhicules thermiques, Tesla Inc. décide d'implanter son premier Supercharger aux Etats-Unis en 2012. Il s'agit d'une borne électrique capable de recharger rapidement un véhicule Tesla Inc. (environ **80%** de la batterie d'un Model S en **40 minutes**, soit **312kms** en prenant l'exemple d'une S 70kWh) en utilisant la même technique que les autres standards de recharge tels que CHAdeMO et SAE CCS Combo, c'est-à-dire une recharge par un courant continu (DC). **Nous pensons que Tesla Inc. bénéficie d'un avantage par rapport à la concurrence pour plusieurs raisons.**

- Le **Supercharger** est, pour le moment, la propriété exclusive de Tesla Inc. même si des réflexions sont menées sur la possibilité de proposer son usage à des constructeurs externes. De ce fait, seuls les utilisateurs Tesla Inc. y ont accès et sachant que ces derniers peuvent également avoir accès aux bornes CHAdeMO et CCS Combo grâce à un adaptateur, ils ont un réseau de bornes disponibles **2 fois plus important que les autres utilisateurs de véhicules électriques**. En effet, le réseau de Superchargers est dense puisqu'il est composé actuellement de **6 550 Superchargers en activité**, répartis dans **951 stations et >30 pays**, essentiellement aux Etats-Unis et en Europe. Avec l'arrivée du Model 3, Tesla Inc. souhaite poursuivre son expansion avec un objectif de **>10 000 d'ici à la fin de l'année 2017**. Nous pensons que cela peut être un élément déterminant dans un éventuel arbitrage dans le choix d'un véhicule électrique.

- Tesla Inc. bénéficie du relatif retrait des constructeurs dans le développement d'un réseau de bornes électriques et dans l'adoption d'un standard de rechargement rapide (Standard Level 3 J1772/EVSE) compte tenu du coût élevé que cela représente.

Récemment, le CTO de Tesla Inc. a déclaré être en contacts avancés avec d'autres constructeurs afin d'autoriser l'accès des Superchargers à des véhicules externes, une idée déjà émise par Elon Musk en 2015. Nous pensons que cela permettrait à Tesla Inc. d'amortir les coûts importants liés à la construction et au déploiement des Superchargers (estimés entre \$200 000 et \$300 000 par site). **De plus, rappelons que l'accès aux Superchargers est désormais payant pour les nouveaux propriétaires de Tesla (15 janvier 2017) ayant dépassé leur quota annuel offert de 400kWh (de quoi parcourir environ 1 600km).** Une fois ce crédit épuisé, il en coûtera €0,20 par kWh. Cela donnera donc un tarif de **€20** pour le "plein" complet des nouveaux modèles dotés de la batterie de **100 kWh**. Ce tarif est assez proche du prix au kWh d'une recharge à domicile, avec la rapidité du service en prime.

Grace à ce déploiement progressif de réseau de *superchargers*, le constructeur conforte sa longueur d'avance vis-à-vis de la concurrence même si cela ce déploiement s'est fait au détriment de la marge ces dernières années.

4.4. La sortie du Model 3 est un tournant pour le groupe

Développée dans le détail dans le *Master Plan I* par Elon Musk en 2006, la stratégie de Tesla Inc. consiste à **rendre le véhicule électrique abordable et accessible au plus grand nombre**. Les coûts fixes élevés de la technologie électrique (>60-70% plus élevé qu'un véhicule thermique) l'ont conduit dans un premier temps à proposer des véhicules en faible quantité avec des prix d'entrées élevés (Roadster, Model S et X). Puis, grâce aux économies d'échelles réalisées par la Gigafactory, l'entreprise annonce mi-2016 la sortie de son quatrième véhicule, une berline compacte, avec un prix d'entrée de **\$35 000** (>\$59 000 avec les options), plus en ligne avec les véhicules proposés par la concurrence.

Fig. 5: Le Model 3 est un tournant pour le groupe



Source: Tesla Inc. Bryan, Garnier & Co ests.

D'après nous la sortie du Model 3 est cruciale pour Tesla Inc. et plus globalement pour l'industrie automobile pour plusieurs raisons.

Pour la première fois depuis sa création en 2003, Tesla Inc. doit produire en masse afin de satisfaire les **>500 000 pré-réservations**, tout en continuant de produire ses modèles S et X, et cela dans un laps de temps assez réduit. A titre de comparaison, les précommandes du Model 3 représentent environ **2 fois les ventes cumulées du groupe depuis 2012** (230 000 Model S et X vendus depuis 2012). Afin de faire face à cette demande, Tesla Inc. a significativement augmenté ses capacités de production afin de pouvoir produire >455 000 Model 3 par an en 2018, mais a régulièrement repoussé et réduit les objectifs d'amélioration de cadence de production. **Le succès industriel de ce modèle sera d'après nous primordial pour l'avenir du groupe.**

Plus généralement, l'arrivée de la Model 3 doit démontrer ou non la possibilité pour les constructeurs automobiles d'être rentables sur la production d'un véhicule électrique destiné à un public de masse. Si les Model S et X génèrent environ **25%** de marge brute actuellement, c'est en grande partie grâce à un prix d'entrée élevé et grâce à un positionnement initial du groupe sur un marché de niche.

Pour le moment, les différents exemples des véhicules électriques produits par des constructeurs généralistes montrent qu'il est encore difficile d'être rentable, notamment à cause du faible niveau de volumes produits.

La **Chevy Bolt EV**, produite par GM et souvent comparée à la future Model 3, fait perdre environ **\$9 000 par véhicule au constructeur américain avant bonus écologique**. BMW lui ne communique pas sur les marges de son segment électrique mais nos estimations de coûts de production indiquent clairement encore des pertes par modèle. Pour info, Musk a récemment annoncé espérer générer **\$20Mdr de chiffre d'affaires/an et \$5Mdr de marge brute** (impliquant une marge brute de 25%) lorsque Tesla Inc. sera au maximum de sa capacité de production. Pour rappel, le groupe est déjà capable de générer des marges brutes dans son business automobile de >20%, la profitabilité nette étant impactée négativement par les dépenses en R&D et les dépenses en marketing.

Nous pensons cependant que la Model 3 reste singulière dans l'industrie automobile, puisque Tesla Inc. est uniquement tournée vers la motorisation électrique, là où les véhicules électriques des constructeurs servent davantage de vitrines et ne sont pas réellement produits en grandes quantités. De ce fait, il y a fort à parier que si Tesla Inc. respecte son rythme de production, elle sera rentable pour deux raisons majeures : **la baisse des coûts de production liée aux volumes et à la baisse du coût de la batterie, et un business model reposant sur des options fortement margées.**

Comme vu précédemment, Tesla Inc. bénéficie d'un avantage concurrentiel certain dans le coût unitaire de production de ses batteries, puisqu'il se situe à un coût inférieur à **\$190/kWh** depuis 2016. Les deux versions de la batterie pour la Model 3, avec une capacité de **50kWh** et **75kWh**, devraient ainsi avoir un coût estimé à **\$9 500** et **\$14 250** dans l'hypothèse la moins favorable, ce qui est bien inférieur aux autres constructeurs, dont la batterie représente **~50% du coût du véhicule**.

La stratégie de Tesla Inc. consiste à proposer un véhicule généraliste abordable à un prix d'entrée concurrentiel de **\$35 000 hors taxes**. Tesla Inc. encourage et incite la personnalisation et l'amélioration du véhicule à travers un système d'options payantes, fortement margées. Nous pouvons nous attendre à un taux de sélection des options élevé, à la manière des Model S et X. Les différents sondages effectués sur internet (Model3Tracker notamment) nous confortent dans notre idée, donnant une bonne indication d'un potentiel prix moyen même si la faiblesse de l'échantillon doit être prise en compte (~6 300 personnes ayant réservées le Model 3, soit 1,5% des commandes totales). Nous pensons notamment que l'*Autopilot*, une fonctionnalité phare de Tesla Inc., largement mise en avant par l'entreprise, devrait être populaire car elle suscite une curiosité certaine, et car ce véhicule sera le seul à proposer à ce prix un tel niveau d'équipement ADAS.

Fig. 6: Les différentes options payantes disponibles de la Model 3

Options	Price (in \$)
Model 3 Standard	35,000
Long-range battery	9,000
Premium equipment	5,000
Enhanced Autopilot	5,000
Full self-driving	3,000
19" Wheels	1,500
Special paint	1,000
Model 3 with all options	59,500

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

À terme le groupe espère lancer un nouveau modèle, le **Model Y**, un SUV compact ou cross-over qui devrait être construit sur la même plateforme que le **Model 3**. Selon Elon Musk, à terme ce véhicule devrait représenter la majorité des ventes de la marque. Il devrait être d'un gabarit équivalent à celui d'un **Audi Q5**, d'un **BMW X3** ou d'un **Mercedes-Benz GLC**. Peu d'informations circulent pour l'instant sur ce modèle mais un prix similaire au Model 3 nous semble plausible. Les synergies entre ces deux modèles devraient exister puisque Tesla Inc. annonce déjà un coût de développement réduit de moitié par rapport à cette dernière. Prévu pour 2019, le Model Y sera fabriqué dans une nouvelle usine, autre que celle de **Fremont**, aujourd'hui surchargée. Le lancement de ce modèle sera donc concomitant à celui d'une unité de production inédite en plus de l'ouverture de nouvelles usines de batteries.

Fig. 7: Design du Model Y récemment dévoilé par le constructeur



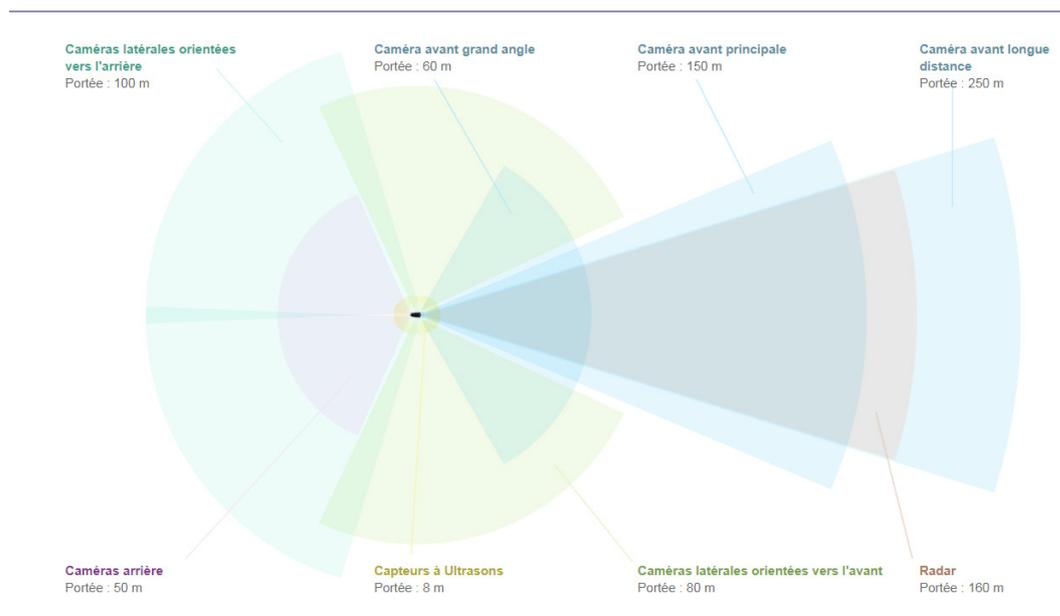
Source: Tesla Inc. Bryan, Garnier & Co ests.

5. Autopilot...trop tôt, trop vite ?

5.1. Autopilot 2.0 : Better, faster, stronger...

La première version de l'*Autopilot* est apparue avec la Model S en 2014. Le véhicule est à l'époque seulement équipé d'un **radar**, d'une **caméra** et de **12 capteurs**. Ce n'est qu'en 2016 que la deuxième version de l'*Autopilot* (HW2) voit le jour et porte le nombre de **caméras à 8** sans modifier le nombre des autres capteurs. D'après le groupe, cette deuxième version permet d'améliorer drastiquement le fonctionnement de l'aide à la conduite et de rendre déjà opérationnel le véhicule avec suffisamment de capteurs afin de se rapprocher des niveaux **L4** et **L5**, lorsque la législation et la technologie le permettront (>2025). Il reste cependant toujours un système semi-autonome de niveau 2 et l'un des plus performants parmi les constructeurs premium. Contrairement à d'autres constructeurs dont Audi, Tesla Inc. a fait le choix de ne pas opter pour l'utilisation d'un **lidar** principalement pour des raisons économiques et d'inefficacité dans certaines situations. Cette nouvelle version signifie aussi la fin du partenariat avec la firme Israélienne Mobileye pour privilégier Nvidia et l'utilisation de son Drive PX2.

Fig. 8: Les nouveaux modèles Tesla sont désormais tous équipés d'un radar, de 8 caméras et de 12 capteurs



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

Tesla Inc. a fait le pari d'installer les capteurs, caméras et radars pour chaque véhicule, et ce même si le système d'*Autopilot* reste une option, afin principalement d'amortir les coûts de production. En effet, cette option est proposée à un prix de **\$5 000** sur l'ensemble de la gamme actuelle et future de Tesla Inc. (Modèles S, X et 3) et correspond à un système de mise à jour logiciel. Le futur client pourra utiliser la dernière version du logiciel que lorsqu'il choisit de faire l'update à **\$5 000**. **D'après nous le taux de transformation devrait être assez élevé, au profit de la marge du groupe.**

Nous estimons ainsi un impact de **\$800m** sur le RNPG du groupe si **1 nouveau client sur 2 de la Model 3** décide de prendre l'option (en partant du principe que le consensus ne *prime* aucune option).

5.2. ... mais reste avant tout un argument marketing

L'*Autopilot* demeure un élément phare de la communication du groupe. Cependant, Tesla Inc., à travers Elon Musk, utilise des termes souvent *ambigus* (tels que « conduite autonome », « pilotage automatique ») pouvant laisser croire que le système rend la voiture totalement autonome alors qu'en réalité, il correspond à un **niveau 2** sur la nomenclature des aides à la conduite et reste très loin du niveau 5, que nous n'attendons pas sur nos routes avant >2035.

Dans la présentation de l'Autopilot sur son site internet, Tesla Inc. laisse croire à l'utilisateur que le système permet une conduite « eyes-off » et oublie de préciser qu'il reste le seul responsable de son véhicule et qu'il doit le contrôler en toutes circonstances, conformément à la **Convention de Vienne de 1968**. En réalité le conducteur doit en principe poser ses mains sur le volant durant les phases où la voiture est capable de rouler toute seule, au risque de voir le système s'arrêter de fonctionner.

L'Autopilot avait fait l'objet d'une vive critique de la part du Consumer Report, l'organisme de défense des consommateurs aux Etats-Unis, lors du crash mortel d'un utilisateur en Mai 2016. L'organisme avait dénoncé le déploiement agressif et prématuré de la technologie autonome de Tesla Inc., considérée en « beta test » pouvant être dangereuse pour les utilisateurs. **En interne aussi, les critiques se sont multipliées face à la volonté d'Elon Musk de précipiter la sortie de l'Autopilot 2.0, dans un but de communication et de course au niveau 5.** Une partie non-négligeable (15%) des ingénieurs travaillant sur l'Autopilot avait démissionné lors du passage à l'AP2, dont l'ancien directeur du programme **Sterling Anderson**.

6. Qu'implique le cours actuel ?

Afin de mieux appréhender la récente surperformance boursière du stock vis-à-vis du SXAP et le niveau de valorisation actuel du titre nous avons décidé de faire un reverse-DCF afin d'arriver sur le cours de **\$375/action** (capitalisation boursière de \$62Mdr).

En prenant comme hypothèse un **WACC** de **9,8%**, un taux de croissance à l'infini de **4%** et une marge opérationnelle moyenne sur la période de **7%** (10% à long terme) le cours de **\$377/action** implique un CA 2020 et 2025 de respectivement **\$35Mdr** et **\$79Mdr** grâce à la livraison d'environ respectivement **582 000** et **1,2m** de véhicules. Notre chiffre d'affaire implicite dans notre DCF pour 2020 ressort en ligne avec le consensus (\$35,4Mdr).

Pour rappel Elon Musk ambitionne de commercialiser 500 000 véhicules en 2018 et 1m en 2020 grâce au lancement de nouveaux modèles (Model Y).

Le marché semble donc, d'après nous, relativement en ligne avec les objectifs de Musk.

7. SWOT – Tesla Inc.

Fig. 9: Tesla Inc. – analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Bonne image de marque, associée à des véhicules premium performants et de qualité • Forte flexibilisation de l'outil de production avec une maîtrise de la chaîne de production, l'usine n'ayant pas d'actifs sur les véhicules ICE à utiliser • Faible coût unitaire de production de batteries grâce à la <i>Gigafactory</i> • Un réseau dense de Superchargers, pouvant être un avantage concurrentiel dans le choix d'un véhicule électrique 	<ul style="list-style-type: none"> • Le groupe est dépendant de la forte personnalité d'Elon Musk, par ailleurs à la tête de SpaceX. • Situation financière délicate : fort endettement, un seul trimestre positif depuis sa création en 2003. • Le groupe a sans cesse recours au marché pour financer ses investissements, au risque de diluer les actionnaires existants.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Interdiction progressive des véhicules thermiques au profit du développement des véhicules électriques • Développement d'un « écosystème » grâce à <i>Solarcity</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Le cours de l'action Tesla Inc. peut baisser fortement si Tesla Inc. ne parvient pas à valider ses objectifs commerciaux sur le Model 3 ou si le calendrier de production n'est pas respecté. • Une forte concurrence à venir sur le segment de l'électrique, notamment avec l'arrivée des constructeurs premium sur ce segment (Mercedes et BMW).

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

8. Tesla Inc. en bref

Lors de sa création en 2003 par **Martin Eberhard** et **Marc Tarpennig**, Tesla Inc. bouleverse l'industrie automobile en souhaitant proposer des véhicules 100% électriques, dans une époque encore fortement marquée par les motorisations thermiques et où les motorisations alternatives représentent **moins de 1% de la demande mondiale**. Après avoir sorti son premier modèle **Roadster** en 2006, il étoffe sa gamme en 2008 avec une berline baptisée **Model S** et en 2015 avec un SUV : **le Model X**.

Après avoir d'abord adressé le marché avec des véhicules premium, Tesla Inc. cherche à démocratiser l'utilisation du véhicule 100% électrique en dévoilant le Model 3 mi-2016, une berline à un prix d'entrée de **\$35 000**, rendu possible par les importantes économies d'échelles et réduction de coûts d'assemblage de la batterie grâce notamment à la construction de sa Gigafactory. Ce modèle, attendu début 2018, permettrait au groupe de toucher un public plus large que le marché de niche actuel visé puisqu'il espère en vendre 500 000 en 2018 alors que ses ventes cumulées depuis 2012 s'élèvent à seulement 185 000 véhicules.

Fort de son expérience et de son savoir-faire dans les batteries électriques, le groupe cherche à conquérir d'autres segments de croissance et se diversifier, notamment dans des secteurs permettant au groupe de générer un « écosystème » autour de la technologie électrique. A cette occasion, il acquiert SolarCity en 2016, le leader Américain des panneaux électriques pour **\$2,6Mds**. Même si la filiale du stockage de l'énergie solaire ne représente qu'une part infime du chiffre d'affaires du groupe (environ 2,5% à \$181m fin 2016), elle reste en forte progression entre 2015 et 2016.

Le groupe n'est pour l'instant pas profitable du fait des importantes dépenses en R&D et en marketing par rapport à un faible niveau de CA. Pour 2019 le consensus table sur un **CA de \$27Mdr**, un **résultat opérationnel de de \$1,7Mdr** (impliquant une marge de 6,1%) et un RNPG de **\$1,1Mdr** (impliquant une marge nette de 4%).

Bryan Garnier stock rating system

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

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 50.9%

NEUTRAL ratings 34.3%

SELL ratings 14.8%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

A copy of the Bryan Garnier & Co Limited conflicts policy in relation to the production of research is available at www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

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

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.