



Point de marché

Le secteur automobile

Alors que les ventes de véhicules en Europe rebondissent, en hausse de 9.9% depuis le début de l'année 2016 à fin mai, **le secteur est délaissé par les investisseurs**. En effet, après avoir touché un point haut fin juin 2015, l'indice sectoriel européen baisse de -18.6% depuis le début de l'année (au 15/06/2016, dividendes réinvestis), malgré la publication de bénéfices globalement en ligne avec les attentes du consensus pour le premier trimestre et la poursuite des révisions en hausse des attentes de bénéfice par les analystes. **Cette anomalie est-elle source d'opportunité ?**

Plusieurs éléments ont pesé sur le secteur ces 12 derniers mois et restent source d'incertitudes :

- Tout d'abord, le « **scandale Volkswagen** » a mis en lumière un nouveau risque : le non-respect de la réglementation environnementale. Ce risque peut avoir un impact financier colossal. Volkswagen a ainsi déjà provisionné 16.2Md€ pour faire face à une future amende aux Etats-Unis pour violation de la loi sur l'environnement, ce qui représente 24% de sa capitalisation boursière, et pourrait également avoir à verser des dommages et intérêts à ses clients. De plus, ses ventes pâtissent d'une image de marque ébranlée : la part de marché de la marque Volkswagen en Europe s'est effritée de 1.2 point depuis le début de l'année et les ventes du groupe sur le marché nord-américain sont en baisse à deux chiffres.
- Deuxième élément néfaste, la dévaluation du Yuan au mois d'août 2015 qui a **lancé un mouvement de défiance sur la pérennité de la croissance chinoise**. Or, le secteur automobile est exposé à ce marché dont la croissance était à deux chiffres avant l'atteinte d'un point haut en 2015.
- Enfin, **le marché automobile américain** amorce une consolidation après avoir touché un plus haut historique. Cela ravive les craintes d'une baisse de l'ensemble du marché automobile mondial alors que la vigueur de la reprise du marché européen pourrait se tarir au deuxième semestre.

Conséquence de cette défiance, **le secteur se traite à des niveaux de valorisation attractifs** : le PE moyen de l'indice sectoriel européen ressort à 8.5x (sur la base des bénéfices 2016 attendus par le consensus) contre une moyenne de 10.6x depuis 2006 et un PE de 16x pour le marché européen dans son ensemble.

La valorisation des titres Peugeot et Renault est particulièrement basse : leurs PE respectifs sont actuellement de 7.9x et 6.1x les bénéfices attendus en 2016.

Plus spécifiquement, les divisions automobiles des deux constructeurs français sont implicitement valorisées à des niveaux très attractifs :

- Retraité entre autres de la participation dans l'équipementier Faurecia et de la position de liquidité nette, le titre **Peugeot** se traite moins de 3x ses bénéfices.
- La valeur de **Renault** retraitée de la participation dans Nissan est quant à elle négligeable.

Cette sous-évaluation n'est pas nouvelle mais nous semble désormais injustifiée tant que le marché automobile mondial ne s'effondre pas. En effet, si les deux constructeurs français doivent encore relever le défi d'accroître leur taille critique et d'améliorer leur pouvoir de fixation des prix, ils sont désormais rentables et générateurs de *Free Cash Flows* après des années de restructuration.

Le sous-secteur des **équipementiers automobiles** a également été pénalisé par les craintes de baisse de la production automobile en Chine et aux Etats-Unis. Or, le positionnement des équipementiers dans la chaîne de valeur ajoutée s'est considérablement renforcé. En effet, leur savoir-faire est crucial pour permettre aux constructeurs de relever les défis de la baisse des émissions polluantes et de l'efficacité industrielle, créant des opportunités dans une optique de moyen terme :

- **Plastic Omnium** semble être l'un des acteurs qui bénéficie fortement de la tendance séculaire de réduction des émissions polluantes, à double titre. A travers son activité de carrosserie, le groupe contribue à l'allègement des véhicules en proposant des modules en plastique 30% plus légers que ceux en métal. De même, son activité de systèmes de carburant fournit des solutions de réduction des émissions polluantes, au travers de la vente de systèmes à carburant en polythène (système SCR de dépollution et de réduction des émissions de NOx) dont l'utilisation s'accélère. L'équipementier affiche ainsi une forte croissance de sa production et entend surperformer de 8 points le marché automobile mondial cette année. Selon nous, toute baisse de son cours serait une opportunité pour se positionner sur le titre qui a récupéré l'intégralité de la baisse de l'automne 2015 après l'éclatement du scandale Volkswagen qui avait pénalisé l'ensemble du secteur.
- **Faurecia**, partenaire privilégié pour la plupart des constructeurs mondiaux qui externalisent leurs activités d'aménagement intérieur des véhicules (sièges, tableaux de bord), fournit également des technologies permettant de réduire les émissions polluantes. La fabrication d'équipements en alliage léger lui permet de réduire de 40% le poids des composants et le groupe commercialise des technologies de récupération de l'énergie d'échappement et des systèmes de « réduction catalytique sélective » des émissions de NOx. Dans un horizon plus lointain, Faurecia pourrait également bénéficier de la digitalisation des tableaux de bord (écrans plus larges et intuitifs), voire du développement de voitures autonomes qui impliquerait de grosses évolutions en matière d'utilisation de l'espace habitable des véhicules pour accélérer le développement de solutions de divertissement à valeur ajoutée. Par ailleurs, Faurecia gagne progressivement en taille ce qui lui permet de réaliser des gains de productivité pour viser une nette amélioration de sa rentabilité opérationnelle à 6% en 2018 contre 4.4% en 2015. Enfin, le titre se traite actuellement à un niveau de valorisation attractif puisque sa valeur d'entreprise ressort à 6.2x le résultat opérationnel 2016, soit avec une décote sensible par rapport aux autres équipementiers français cotés dont les multiples oscillent entre 9 et 10x le résultat opérationnel attendu pour cette année.

En conclusion, **il nous semble intéressant de revenir progressivement sur le secteur automobile, en privilégiant les équipementiers automobiles**, plus à même de résister en cas de baisse du marché automobile et/ou de retour des craintes des investisseurs quant à la pérennité de la croissance économique chinoise. Leur activité est en effet portée par des catalyseurs structurels (la réduction des émissions polluantes, l'externalisation par les constructeurs et la digitalisation) alors que leur exposition géographique est davantage diversifiée.

Achévé de rédiger le 20 juin 2016.

Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources. MYRIA Asset Management ne garantit ni leur exactitude ni leur intégralité, et ne saurait être tenue comme responsable d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte directe ou indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.