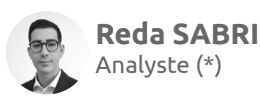


SECTEUR AUTOMOBILE :
CRISE DANS LE RÉTRO, ESPOIR AU VIRAGE ?

Janvier 2025



Cette analyse a été rédigée par la Recherche actions de Kepler Cheuvreux sur la base de données financière et/ou conjoncturelles valables à la date de publication et émanant de sources extérieures aux réseaux BPCE qui ne saurait en garantir l'exhaustivité ou l'exactitude. Elle ne peut être assimilée à une incitation ou recommandation à investir. Nous vous rappelons qu'investir en actions, directement ou via des fonds en actions, n'offre aucune garantie de capital. Vous devez donc être prêt à accepter les fluctuations des marchés boursiers et le risque lié de perte de tout ou partie de l'épargne investie. Veuillez consulter les mentions réglementaires importantes à la fin de l'article.

2024 s'inscrit comme une année de transition pour le secteur automobile européen, marquant ainsi une période de normalisation post-pandémie. Les constructeurs ont été sous pression en raison d'une baisse de la demande, des marges affaiblies par la guerre des prix en Chine et des contraintes environnementales croissantes. Face à ces défis, les constructeurs ont dû réaliser des arbitrages stratégiques douloureux afin de limiter « la casse ». S'agit-il du début d'une crise profonde ou d'une simple mauvaise passe pour le secteur automobile ? Nous tentons d'apporter des éléments de réponse à cette question dans cet article.



2024 : une année de transition

Après une période difficile durant la crise sanitaire, les constructeurs automobiles ont vite retrouvé des niveaux de rentabilité élevés, grâce au rebond de la demande et à des hausses de prix importantes. Début 2024, l'environnement a évolué dans une tout autre direction. Début 2024, le contexte de marché est resté porteur pour les constructeurs automobiles européens, avant de se dégrader progressivement dans un contexte de ralentissement de la demande en Europe et en Chine. Plusieurs sociétés ont été contraintes de revoir à la baisse leurs objectifs financiers pour 2024.

Une demande en berne en Europe

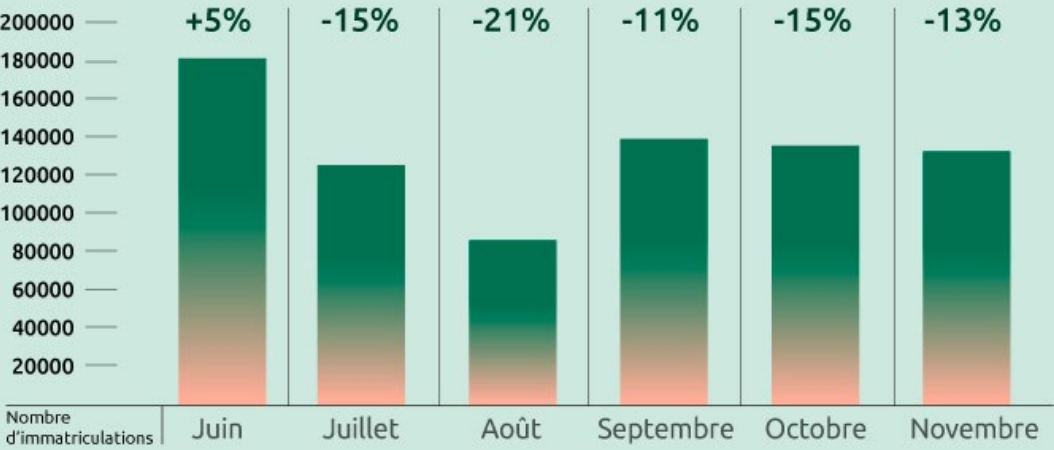
Selon l'ACEA, les immatriculations de voitures neuves sont restées quasi-stables en Europe (+0,7%) sur les 10 premiers mois de l'année. Le secteur automobile a effectivement subi une combinaison de facteurs macroéconomiques défavorables, avec un crédit automobile plus coûteux et une baisse de la confiance des consommateurs. L'arrêt des aides à l'achat pour les véhicules électriques en Allemagne, principal marché automobile en Europe, constitue également l'un des facteurs de ce ralentissement.

LE SAVIEZ-VOUS ?

En France, les immatriculations de voitures neuves ont reculé de 13% en novembre et de 4% depuis le début de l'année, selon les dernières données de la Plateforme automobile (PFA).

En France, les immatriculations de voitures particulières ont reculé au 2ème semestre 2024

Variations sur 1 an



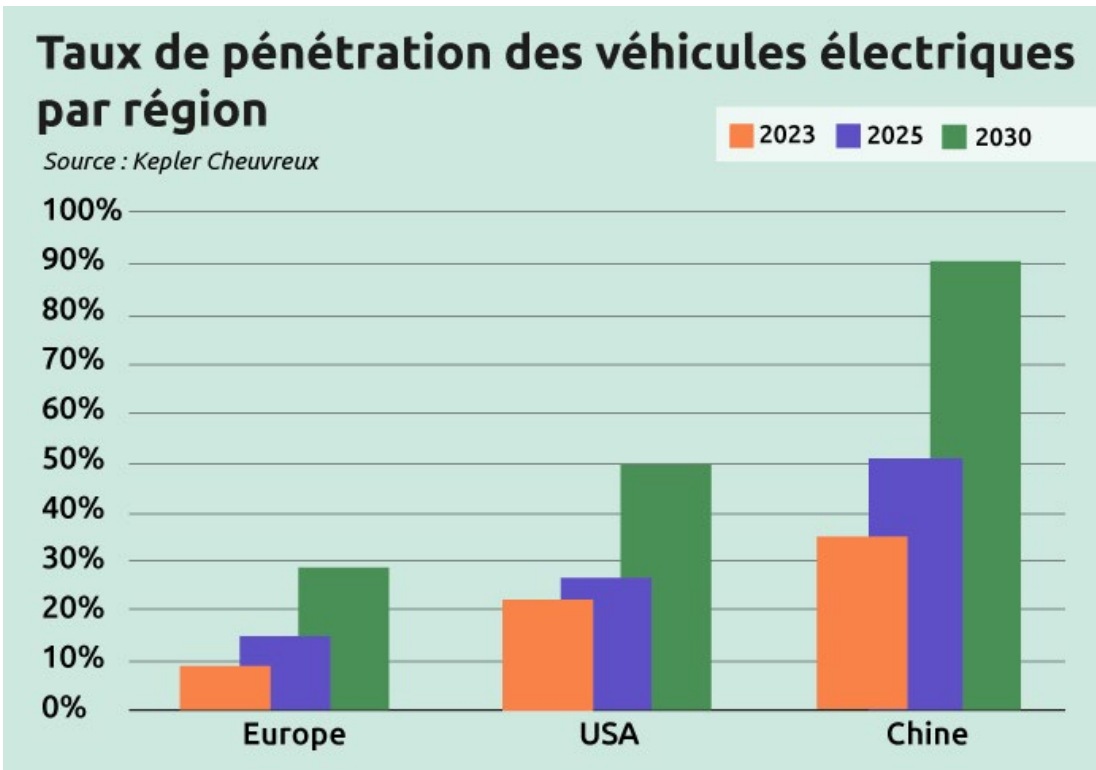
Source : PFA, décembre 2024

Un marché chinois de plus en plus compétitif

La Chine a constitué pendant longtemps un marché important pour les constructeurs européens. Aujourd'hui, le rapport de force s'est inversé. Le marché automobile chinois est principalement dominé par des acteurs locaux à l'instar de BYD, Nio ou encore Geely. Ces derniers ont réussi à combler leur retard technologique au cours des dernières années et se sont très vite imposés sur le marché des véhicules électriques, grâce à des coûts de production faibles et une stratégie tarifaire agressive. Selon le cabinet d'analyses Inovev, les marques locales représentent désormais 2/3 des parts de marché en Chine (vs 40% en 2020).

LE SAVIEZ-VOUS ?
Volkswagen, leader sur le marché chinois depuis près de 15 ans, a perdu sa place de numéro 1 au profit de BYD en 2024. Le constructeur chinois occupe aujourd’hui 15% du marché contre 10% pour Volkswagen, qui a vu ses parts de marché en Chine se réduire de moitié sur les cinq dernières années.

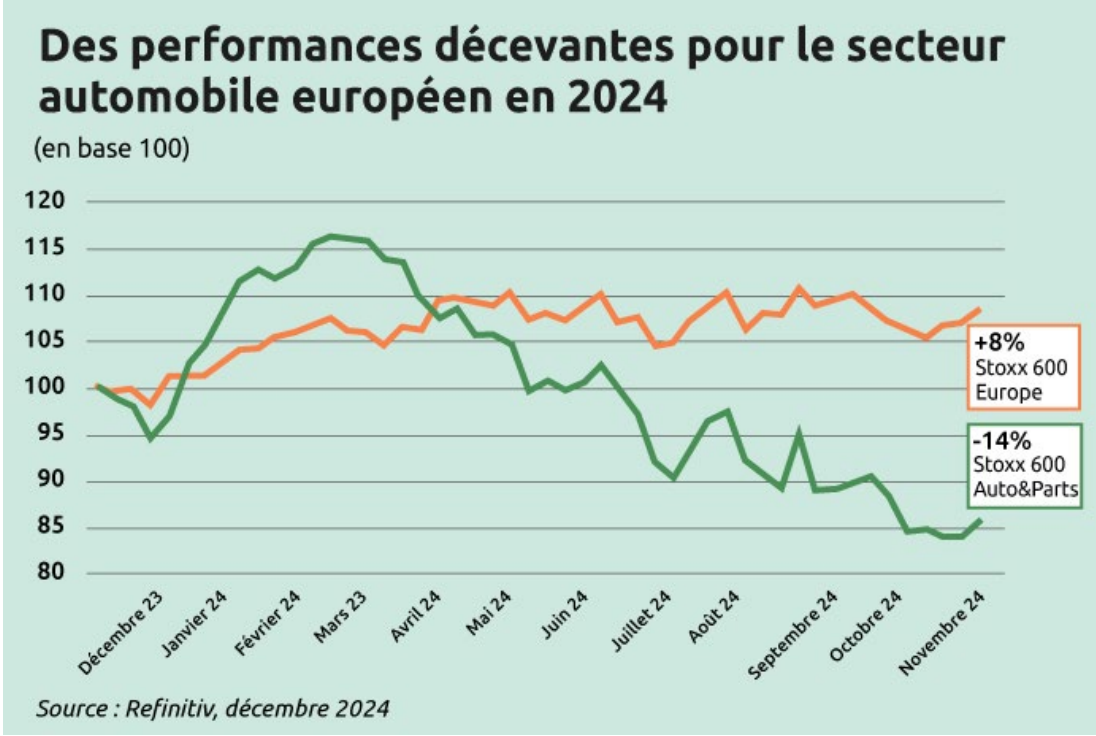
Ce type de modèle est de plus en plus adopté en Chine, sous la conjonction de plusieurs facteurs : 1) un durcissement de la réglementation imposant de nouvelles normes de contrôle des émissions et des restrictions sur la délivrance de permis d’immatriculations de véhicules à moteur ; 2) des subventions liées à l’achat d’un véhicule électrique et 3) des investissements importants dans les bornes de recharges à travers le pays. **Nous estimons que le taux de pénétration des véhicules électriques en Chine s’est élevée à 50% en 2024 (vs 20% en Europe) et dépassera 90% d’ici 2030 (vs 50%).**



Coup de frein sur les marges

Le recul de la demande en Europe et en Chine a pesé sur les ventes et les marges de nombreux constructeurs automobiles européens, surtout sur la deuxième partie de l’année 2024. Les groupes allemands ont été les plus touchés par la situation en Chine, en raison d’une exposition importante à la région (30-35% des ventes en moyenne, selon nous). Dans ce contexte, Volkswagen, Mercedes-Benz et BMW ont révisé à la baisse leurs objectifs respectifs pour 2024 en septembre.

En parallèle, le durcissement des exigences environnementales en Europe a poussé tous les constructeurs à réaliser des investissements conséquents liés à l’électrification. A titre d’exemple, la norme Euro 7, prévue pour entrer en vigueur courant 2025, durcira les limites d’émissions pour les polluants tels que les oxydes d’azote (NOx) et les particules fines. Au vu de cet environnement tendu, les plans de réduction des effectifs et d’ajustement de la production se sont multipliés au sein du secteur, exacerbant un sentiment de marché déjà déprimé. L’exemple le plus marquant correspond à la volonté de Volkswagen de fermer, pour la 1ère fois de son histoire, des usines en Allemagne.



2025 : l’année du rebond ?

Dans cet environnement difficile, il est légitime de se demander si l’industrie automobile continuera à sous-performer le reste des secteurs en Bourse en 2025, ou si au contraire, le moment est propice pour s’y exposer. La réponse à cette question n’est pas si simple : nous voyons une reprise progressive de la dynamique cette année, mais il faudra tout de même garder un œil attentif sur l’évolution des conditions économiques et géopolitiques, particulièrement aux États-Unis et en Chine.

Plusieurs moteurs possibles pour une reprise de l’activité

Pour 2024, nous estimons que la demande au niveau mondial pour les véhicules légers a progressé de 2%, après une hausse importante en 2023 (+10%, Selon le cabinet Wards Intelligence). Nous anticipons une nouvelle hausse d’environ 2% par an en 2025 et 2026, portée notamment par un rebond plus important en Chine. Nous anticipons aussi une amélioration de la demande d’environ 2%, portée notamment par un rebond plus important en Europe de l’Ouest (+3,5%). La reprise du marché devrait sans doute se faire de manière progressive, avec un début d’année toujours compliqué avant un rebond au deuxième semestre.

Plusieurs facteurs devraient soutenir cette dynamique.

Détente des taux d'intérêt : la poursuite de l'assouplissement monétaire des banques centrales pourrait redonner de l'air aux crédits automobiles. La BCE devrait en effet progressivement revenir à une politique monétaire accommodante pour soutenir l'économie de la zone euro.

Réajustement de l'offre de véhicules : plusieurs constructeurs européens prévoient de lancer des nouveaux modèles de véhicules électriques à des prix plus abordables dans les prochains mois, rendant cette technologie plus accessible aux ménages. C'est le cas de Renault, qui a annoncé le lancement de la *Renault 5* et de la *Citroën C3* électriques, pour un prix autour de 25 000 euros.

Normalisation des stocks : après un restockage trop important entamé par les constructeurs européens en 2023, un rééquilibrage des inventaires a débuté cette année et devrait progressivement permettre de réduire les coûts et de stabiliser les prix.

Rétablissement de la compétitivité : face aux subventions jugées déloyales accordées par le gouvernement chinois à ses constructeurs, l'Union européenne a imposé fin octobre des droits de douane plus élevés sur les voitures électriques importées de Chine, avec une surtaxe allant jusqu'à 35% pour certains groupes. Cette mesure pourrait rétablir la compétitivité des véhicules produits en Europe.

Combinés, ces éléments devraient permettre aux constructeurs automobiles de retrouver un rythme « normal » après des années d'anomalies créées par la pandémie et la pénurie de semi-conducteurs.

Une valorisation intéressante

Après sa forte baisse en Bourse au cours des derniers mois, la valorisation du secteur automobile est revenue sur des niveaux historiquement bas. Selon nos estimations, le secteur automobile européen se traite sur un multiple de valorisation PER de 5-6x en 2025 (vs un multiple de 9-10x au cours des 25 dernières années). Ces niveaux bas pourraient inciter les investisseurs à se positionner progressivement sur le secteur au cours des prochains mois, à mesure que la dynamique opérationnelle s'améliore.

Mais encore des risques latents

America First ! La réélection de Donald Trump pourrait bouleverser l'environnement réglementaire aux États-Unis. A peine élu en novembre, le candidat republicain a indiqué sa volonté d'imposer des droits de douane de 25% sur tous les produits importés du Canada et du Mexique, et de 10% supplémentaires pour les importations chinoises. Cette mesure pourrait peser sur les marges du secteur, plusieurs constructeurs américains et européens ayant des usines de production au Mexique, dont les véhicules sont majoritairement vendus sur le marché américain, car les salaires y sont moins élevés qu'aux États-Unis. Les taxes à l'importation sur les véhicules construits au Mexique devraient ainsi supprimer cet avantage en termes de coûts.

Imprévisibilité du marché chinois : la guerre des prix reste un obstacle de taille pour les constructeurs européens en Chine. Des groupes comme Stellantis et Tesla voient leurs marges s'éroder face aux acteurs locaux. D'autres, comme Volkswagen et Porsche, ont préféré maintenir leurs prix dans la région, quitte à perdre des parts de marché. Pour les prochaines années, le succès commercial des constructeurs européens en Chine dépendra, entre autres, de leur capacité à collaborer avec les groupes chinois, via la création de co-entreprises par exemple. Ainsi, ils seront plus à même de proposer des modèles alignés avec les besoins et les prix du marché chinois.

Zoom sur quatre valeurs au sein du secteur automobile

Dans un contexte toujours incertain et malgré les perspectives de rebond, nous privilégions une approche « sélective » au sein du secteur automobile pour 2025.

- Les constructeurs : des opportunités sous conditions

Si les constructeurs bénéficient des perspectives de reprise économique et d'une valorisation attractive, ils demeurent un pari risqué à court terme au vu des nombreuses incertitudes citées précédemment.

Stellantis : le ton plus ferme adopté par Donald Trump concernant les droits de douane sur les produits importés du Mexique et du Canada pourrait peser sur Stellantis en cas d'application en 2025 (le groupe possède des usines dans les 2 pays, dont une partie de la production est destinée au marché américain). Nous continuons toutefois d'apprécier le profil du groupe, grâce à son mix géographique diversifié et un rendement du dividende élevé (7% en 2025 selon Kepler Cheuvreux). La valorisation nous semble aussi attractive puisqu'elle est revenue sur des niveaux intéressants avec un multiple PER de 4X en 2025 (en ligne avec sa moyenne historique).

BMW a initialement parié sur une transition plus douce vers l'électrique, en mettant l'accent sur les hybrides rechargeables. Cette stratégie ne s'est pas avérée payante, le groupe ayant engrangé un retard important par rapport à ses pairs, l'obligeant à augmenter significativement ses dépenses d'investissement. Nous estimons que BMW restera dans une phase de transition au cours des prochaines années en raison de son offensive dans le domaine de l'électrique et à une demande modérée en Chine pour les véhicules européens, ce qui devrait peser sur l'évolution de ses marges.

- Les pneumaticiens : une option moins cyclique

Dans un environnement marqué par les incertitudes et une faible visibilité, les pneumaticiens offrent une alternative plus résiliente. Il s'agit d'un segment défensif au sein d'un secteur de nature très cyclique. Les pneumaticiens captent une demande relativement stable via le marché des pneus de remplacement. La demande pour les pneus d'occasion est principalement alimentée par l'entretien des véhicules existants. Elle est donc moins sensible aux cycles économiques ainsi qu'aux fluctuations des ventes de véhicules neufs.

Michelin figure parmi les leaders des pneumaticiens à l'échelle mondiale. Outre son profil défensif (marché du remplacement = 60% des ventes en 2023, selon Kepler Cheuvreux), nous apprécions son exposition importante aux États-Unis (1er marché du groupe, représentant 35% de ses revenus vs 10% en France). Plus de 85% des pneus vendus aux États-Unis (selon Kepler Cheuvreux) sont produits dans le pays et ne sont donc pas sujets aux potentielles hausses des tarifs douaniers souhaitées par D. Trump. La stratégie de diversification du groupe nous semble aussi avantageuse, Michelin étant exposé à d'autres segments qui pourraient profiter d'une reprise économique, comme l'industrie et l'agriculture, puisqu'il vend aussi des pneus pour les poids lourds, les engins miniers et agricoles.

- Miser sur le redressement du marché de l'occasion

Après les pics atteints en 2023, la baisse des prix des véhicules d'occasion et des taux d'intérêt devraient permettre un rebond de la demande sur le

marché de la seconde main, qui apparaît comme une option plus résiliente face aux difficultés du marché du neuf.

Aramis Group est un détaillant en ligne de voitures d'occasion. Fort de plus de 20 ans d'expérience, le groupe s'approvisionne en véhicules auprès de particuliers, de concessions (B2B) et de son partenaire Stellantis, pour les reconditionner et les vendre ensuite sur ses plateformes de e-commerce. Après plusieurs années difficiles, la dynamique opérationnelle s’est améliorée en 2024, le groupe ayant renoué avec la rentabilité. La normalisation des conditions de marché, avec une baisse des prix des véhicules reconditionnés, devrait permettre aux volumes de continuer à rebondir et entraîner des gains de parts de marché pour Aramis en 2025.

- Pour retrouver tous les détails sur ces valeurs, nous vous invitons à vous rendre sur votre espace bourse, et de consulter l’onglet « Opinion Kepler » de votre fiche valeur.
- Retrouvez aussi sur votre espace en ligne les dernières publications du Magazine de la bourse.
- Si vous ne disposez pas d’un accès à l’espace bourse, nous vous invitons à contacter votre conseiller.

(*) Reda Sabri est analyste financier sur les marchés actions à destination d'une clientèle privée. Au sein d'une équipe de 4 personnes, il est en charge de plusieurs secteurs tels que l'automobile, les banques et sociétés de gestion, la défense et l'aérospatial, le secteur aérien ou encore la chimie. Reda Sabri a rejoint Kepler Cheuvreux fin 2021, après avoir été diplômé du Master spécialisé Equity Research and Investment Management de l'école de commerce Toulouse Business School (TBS).

GLOSSAIRE :

ACEA

L'Association des constructeurs européens d'automobiles (ACEA) est une organisation représentant les principaux fabricants d'automobiles en Europe.

Norme Euro 7

Réglementation européenne en cours de définition qui vise à réduire davantage les émissions de polluants des véhicules, y compris les oxydes d'azote (NOx) et les particules fines.

Plateforme automobile (PFA)

Organisme français qui regroupe les acteurs de l'industrie automobile et de la mobilité.

Taux de pénétration des véhicules électriques

Part des véhicules électriques dans l'ensemble des ventes ou du parc automobile.

Bon à savoir :

Pour continuer de découvrir les marchés, retrouvez nos dernières publications du Magazine de la bourse sur l'espace bourse en ligne, page Tableau de bord. Bonnes lectures!

Avertissements spécifiques et communications importantes:

Sauf indication contraire, les cours de bourses sont les cours de clôture à la date indiquée sur l’Article ou la Fiche Valeur ou sur les tableaux. Les informations figurant dans les Articles et Fiches Valeurs ont été obtenues à partir de différentes sources accessibles au public qui sont jugées fiables mais elles n’ont pas fait l’objet d’une vérification indépendante par Kepler Cheuvreux. **KEPLER CHEUVREUX ne garantit pas et ne saurait être tenu responsable de l'exhaustivité ni de l'exactitude de ces informations**, sans préjudice toutefois de toute disposition légale applicable.

Cette publication à destination de la clientèle grand public est un résumé succinct basé sur un ou plusieurs rapports de recherche préparés par **KEPLER CHEUVREUX** et ne prétend pas contenir toutes les informations disponibles sur les thèmes abordés. Ces rapports d’origine peuvent avoir été rendus publics par **KEPLER CHEUVREUX** avant diffusion de cette publication. **Des informations supplémentaires peuvent être disponibles sur demande** (notamment sur les rapports d’origine ainsi que sur les modèles propriétaires utilisés lorsqu’il en a été fait usage). **Cette publication est uniquement fournie à titre d’information** et ne doit pas être considérée comme une offre ou une recommandation en vue de la souscription, de l’achat ou de la vente de titres, ni comme une invitation, une incitation ou une intermédiation en vue de la vente, de la souscription ou de l’achat de titres, ou de la participation à toute autre opération. **Les axes d’investissements mentionnés dans cette publication peuvent ne pas être adaptés à tous les lecteurs.** Il est recommandé aux lecteurs de baser leurs décisions d’investissement sur leurs propres recherches s’ils le jugent nécessaire.

Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation du contenu des publications de **KEPLER CHEUVREUX** (Articles ou Fiches Valeurs ou tout autre document) relèvera de la responsabilité exclusive de l'investisseur et **KEPLER CHEUVREUX ne saurait être tenu responsable pour toute perte ou conséquence de ce type. En cas de doute concernant un investissement, il est recommandé aux lecteurs de contacter leurs propres conseillers financier, juridique et/ou fiscal pour obtenir des conseils** sur la pertinence de tout investissement. Certains des investissements mentionnés dans les Articles ou Fiches Valeurs peuvent ne pas être liquides à court terme. Il peut donc être difficile de vendre ces investissements. La performance passée ne préjuge pas de la performance future d’un investissement. **La valeur d’un investissement et le revenu qui en découle peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant investi.** Certains des investissements évoqués dans les **Articles ou Fiches Valeurs** peuvent afficher un niveau de volatilité élevé. Les marches actions peuvent connaître des baisses de valeur soudaines et importantes pouvant se traduire par des pertes. **Acheter des actions comporte un risque de perte du capital. Le capital initialement investi ne bénéficie d'aucune garantie et peut être perdu dans sa totalité.** Les investissements à l’étranger comportent des risques associés aux incertitudes politiques et économiques dans des pays étrangers ainsi qu’au risque de change. Dans la mesure autorisée par la législation applicable, **aucune responsabilité ne sera acceptée pour toute perte ou tout dommage, coût ou préjudice direct(e) ou indirect(e) découlant de l'utilisation des Articles ou Fiches Valeurs et de leur contenu. Les opinions, prévisions, projections ou estimations contenues dans cette étude sont celles de l'auteur qui agit avec un niveau d'expertise élevé. Elles reflètent uniquement les opinions de l'auteur à la date de cette publication et peuvent être modifiées sans préavis. KEPLER CHEUVREUX n'est pas tenu d'actualiser, de modifier ou d'amender les Articles ou Fiches Valeurs** ni d’informer ses lecteurs si l’une des questions, opinions, projections, prévisions ou estimations contenues dans ces Avertissements spécifiques et communications importantes:

Sauf indication contraire, les cours de bourses sont les cours de clôture à la date indiquée sur l’Article ou la Fiche Valeur ou sur les tableaux. Les informations figurant dans les Articles et Fiches Valeurs ont été obtenues à partir de différentes sources accessibles au public qui sont jugées fiables mais elles n’ont pas fait l’objet d’une vérification indépendante par Kepler Cheuvreux. **KEPLER CHEUVREUX ne garantit pas et ne saurait être tenu responsable de l'exhaustivité ni de l'exactitude de ces informations**, sans préjudice toutefois de toute disposition légale applicable.

Cette publication à destination de la clientèle grand public est un résumé succinct basé sur un ou plusieurs rapports de recherche préparés par **KEPLER CHEUVREUX** et ne prétend pas contenir toutes les informations disponibles sur les thèmes abordés. Ces rapports d’origine peuvent avoir été rendus publics par **KEPLER CHEUVREUX** avant diffusion de cette publication. **Des informations supplémentaires peuvent être disponibles sur demande** (notamment sur les rapports d’origine ainsi que sur les modèles propriétaires utilisés lorsqu’il en a été fait usage). **Cette publication est uniquement fournie à titre d’information** et ne doit pas être considérée comme une offre ou une recommandation en vue de la souscription, de l’achat ou de la vente de titres, ni comme une invitation, une incitation ou une intermédiation en vue de la vente, de la souscription ou de l’achat de titres, ou de la participation à toute autre opération. **Les axes d’investissements mentionnés dans cette publication peuvent ne pas être adaptés à tous les lecteurs.** Il est recommandé aux lecteurs de baser leurs décisions d’investissement sur leurs propres recherches s’ils le jugent nécessaire.

Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation du contenu des publications de **KEPLER CHEUVREUX** (Articles ou Fiches Valeurs ou tout autre document) relèvera de la responsabilité exclusive de l'investisseur et **KEPLER CHEUVREUX ne saurait être tenu responsable pour toute perte ou conséquence de ce type. En cas de doute concernant un investissement, il est recommandé aux lecteurs de contacter leurs propres conseillers financier, juridique et/ou fiscal pour obtenir des conseils** sur la pertinence de tout investissement. Certains des investissements mentionnés dans les Articles ou Fiches Valeurs peuvent ne pas être liquides à court terme. Il peut donc être difficile de vendre ces investissements. La performance passée ne préjuge pas de la performance future d’un investissement. **La valeur d’un investissement et le revenu qui en découle peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant investi.** Certains des investissements évoqués dans les **Articles ou Fiches Valeurs** peuvent afficher un niveau de volatilité élevé. Les marches actions peuvent connaître des baisses de valeur soudaines et importantes pouvant se traduire par des pertes. **Acheter des actions comporte un risque de perte du capital. Le capital initialement investi ne bénéficie d'aucune garantie et peut être perdu dans sa totalité.** Les investissements à l’étranger comportent des risques associés aux incertitudes politiques et économiques dans des pays étrangers ainsi qu’au risque de change. Dans la mesure autorisée par la législation applicable, **aucune responsabilité ne sera acceptée pour toute perte ou tout dommage, coût ou préjudice direct(e) ou indirect(e) découlant de l'utilisation des Articles ou Fiches Valeurs et de leur contenu. Les opinions, prévisions, projections ou estimations contenues dans cette étude sont celles de l'auteur qui agit avec un niveau d'expertise élevé. Elles reflètent uniquement les opinions de l'auteur à la date de cette publication et peuvent être modifiées sans préavis. KEPLER CHEUVREUX n'est pas tenu d'actualiser, de modifier ou d'amender les Articles ou Fiches Valeurs** ni d’informer ses lecteurs si l’une des questions, opinions, projections, prévisions ou estimations contenues dans ces Articles ou Fiches Valeurs venait à changer ou devenait inexacte, ou en cas d’arrêt de la couverture d’une société concernée par une Fiche Valeur. **Les analyses, opinions, projections, prévisions et estimations exprimées dans cette publication n'ont aucunement été affectées ou influencées par l'émetteur.** Le ou les auteurs des **Articles ou Fiches Valeurs** bénéficie(nt) financièrement du succès global de **KEPLER CHEUVREUX**.

Informations concernant les analystes : La fonction de la ou des personne(s) chargée(s) des opinions contenues dans le présent rapport est Analyste Financier, sauf indication contraire sur les Articles ou Fiches Valeurs. **Certification des Analystes :** le ou les Analyste(s) Financier(s) dont les noms figurent en première page de cette étude et qui sont principalement responsables de la préparation et du contenu de l’ensemble ou de certaines parties identifiées de cette étude certifient par la présente que toutes les opinions exprimées dans cette étude concernant chaque émetteur ou titre, ou toute partie identifiée de l’étude concernant un émetteur ou un titre couvert ici par l’analyste en recherche reflètent ses (leurs) opinions personnelles concernant ces émetteurs ou titres. **Chaque Analyste Financier certifie également qu'aucune partie de sa rémunération n'est ou ne sera associée, directement ou indirectement, aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par lui dans les Articles ou Fiches Valeurs. Chaque Analyste Financier certifie qu'il agit de manière indépendante et impartiale vis-à-vis des actionnaires et dirigeants de KEPLER CHEUVREUX et qu'il n'est affecté par les éventuels conflits d'intérêts qui pourraient survenir dans le cadre des activités de KEPLER CHEUVREUX. La rémunération des analystes est toutefois déterminée en fonction de la performance économique globale de KEPLER CHEUVREUX. Enregistrement des Analystes non américains :** Sauf indication contraire, les analystes non américains dont le nom figure en couverture des rapports sont des employés de KEPLER CHEUVREUX, société affiliée non américaine et société mère de Kepler Capital Markets, Inc., négociant-courtier enregistré auprès de la SEC et membre de la FINRA. Les Analystes en recherche employés par KEPLER CHEUVREUX ne sont pas enregistrés/certifiés en tant qu’analystes selon les règles de la FINRA/NYSE, ne peuvent être des personnes associées à Kepler Capital Markets, Inc.

Mesures organisationnelles et administratives pour la prévention et la gestion des conflits d'intérêts: **KEPLER CHEUVREUX a mis en place des procédures écrites conçues pour identifier et gérer les conflits d'intérêts qui pourraient découler de son activité de recherche. Afin d'obtenir plus de détails sur le sujet, nous vous invitons à consulter https://www.keplercheuvreux.com/About_Us/ConflictOfInterest.aspx. Les analystes** et autres employés de KEPLER CHEUVREUX participant à la publication et à la diffusion de rapports de recherche **travaillent indépendamment de la division de banque d'investissement de KEPLER CHEUVREUX. Des barrières à l'information ainsi que des procédures ont été mises en place** entre les analystes et le personnel chargé de la négociation des titres pour le compte de KEPLER CHEUVREUX ou de ses clients afin de s'assurer que les informations susceptibles d'influer sur les cours soient traitées conformément aux lois et réglementations applicables.

KEPLER CHEUVREUX ses filiales et ses partenaires (UniCredit Bank AG et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Coöperatieve Rabobank U.A, Swedbank AB., Belfius), peuvent procéder à des transactions sur les instruments financiers mentionnés dans ce document pour leur propre compte ou pour celui de tiers, peuvent détenir des participations dans les sociétés émettrices de ces instruments financiers ou toute société de leur groupe, peuvent effectuer ou chercher à effectuer des opérations sur des instruments financiers, des opérations de banque, d'investissement ou tout autre service pour les sociétés émettrices ou les sociétés de leur groupe. KEPLER CHEUVREUX prévoit dans sa politique de ne pas informer l'émetteur de la recommandation avant publication et diffusion du rapport. Toutefois, il est possible que ce document ou certaines sections de ce document, excluant la recommandation, l'objectif de cours et tout autre élément de valorisation, ait été soumis à l'émetteur pour vérification factuelle. **Nous vous invitons à consulter www.keplercheuvreux.com pour de plus amples informations en matière de gestion de l'analyse financière et des conflits d'intérêts ainsi que www.research.keplercheuvreux.com afin d'accéder à la liste détaillée de nos conflits d'intérêts et l'historique de recommandations sur les 12 derniers mois.**

Définition de la méthodologie des recommandations: Le système de recommandation de KEPLER CHEUVREUX comporte trois opinions: Positive, Neutre, Prudente. L'opinion Positive correspond à un potentiel d'appréciation, en termes absolus, d'au moins 10% sur 12 mois. L'opinion Neutre correspond à un potentiel d'appréciation inférieure à 10%, en termes absolus. L'opinion Prudente correspond à une baisse anticipée du cours du titre. Des objectifs de cours sont définis pour tous les titres couverts sur la base des perspectives à 12 mois. Les opinions et les valorisations des actions sont formulées en termes absolus et non par rapport à un indice de référence. L'opinion Suspendue correspond aux cas où KEPLER CHEUVREUX n'émet pas d'opinion lorsque l'un de ses partenaires, dans le cadre des accords de coopération conclus, agit en tant que conseiller dans le cadre d'une opération stratégique impliquant la société émettrice concernée, ou dans certains autres cas, tels que le départ d'un analyste. L'opinion Accepter l'offre est émise dans les cas d'une acquisition partielle ou totale ou pour toute autre opération de même nature et pour laquelle nous considérons que l'offre de prix correspond à la valorisation des actions. L'opinion Refuser l'offre est émise dans les cas d'une acquisition partielle ou totale ou pour toute autre opération de même nature et pour laquelle nous considérons que l'offre de prix ne correspond pas à la valorisation des actions. Dans la mesure où des objectifs de cours sont indiqués, ceux-ci sont fondés sur une ou plusieurs des méthodes suivantes : actualisation de cash-flows futurs, valorisation par somme des parties, et comparaison boursière. La politique de recherche actions de KEPLER CHEUVREUX est de mettre à jour les recommandations dès que cela est approprié au regard de nouveaux éléments, d'événements de marché ou de toute autre information pouvant avoir un impact selon l'opinion de l'analyste.

Informations juridiques et avertissements spécifiques : Sauf interprétation contraire imposée par le contexte, « KEPLER CHEUVREUX » désigne Kepler Cheuvreux et ses sociétés affiliées, filiales et entreprises associées. **KEPLER CHEUVREUX est agréé et réglementé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et par l'Autorité des Marchés Financiers.** Informations nationales et régionales: Les lois et réglementations dans certains pays peuvent restreindre la distribution du présent rapport. Les personnes en possession de ce document doivent s'informer des éventuelles restrictions juridiques et les respecter le cas échéant.

A TOUTES FINS UTILES, IL EST RAPPELE QUE L'ETUDE EST EXCLUSIVEMENT DESTINEE AUX RESIDENTS FRANÇAIS. SI, TOUTEFOIS, UN NON-RESIDENT SE TROUVAIT EN POSSESSION DE CE DOCUMENT, IL LUI APPARTIENDRAIT DE S'INFORMER ET DE SE CONFORMER A TOUTE RESTRICTION QUI LUI SERAIT APPLICABLE. EN ACCEPTANT CETTE ETUDE, VOUS RECONNAISSEZ ETRE ENGAGE PAR LES DISPOSITIONS QUI PRECEDENT. **Toute reproduction totale ou partielle est interdite.**

Conditions d'utilisation

Ce document est diffusé en France pour information uniquement aux clients de la Banque Populaire résidant en France et ne constitue pas une offre ni la sollicitation d'une offre de services financiers ou de conseil rendus par la Banque Populaire. Il ne peut être assimilé à une incitation ou recommandation à investir ou à opérer sur les valeurs ou marchés visés dans ce document. Ce document n'est pas assimilable à un service de conseil en investissements et ne saurait se substituer à un conseil personnalisé rendu par un professionnel compétent, pour vérifier notamment l'adéquation d'une éventuelle transaction avec les objectifs, besoins, horizon de placement, appétence au risque ainsi que l'expérience et la connaissance sur les marchés financiers de l'investisseur. Les informations contenues dans ce document sont données à titre purement indicatif. Ce document a été réalisé à partir de sources jugées fiables par leur auteur. Les opinions exprimées sont celles de leur auteur et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. LES DONNÉES RELATIVES AUX PERFORMANCES PASSÉES ONT TRAIT À DES PÉRIODES PASSÉES ET NE SONT PAS UN INDICATEUR FIABLE DES RÉSULTATS FUTURS. CECI EST VALABLE ÉGALEMENT POUR CE QUI EST DES DONNÉES HISTORIQUES DE MARCHÉ. La responsabilité de la Banque Populaire ne pourra en aucun cas être engagée du fait de l'utilisation des informations contenues dans ce document et des conséquences de toute décision prise sur la base des informations, données et analyses présentes dans ce document. Les investisseurs sont informés que tout investissement dans des valeurs ou des marchés présente des risques : un tel investissement est par nature volatil, expose l'investisseur aux risques du marché et est susceptible de résulter en une perte (pouvant être totale) du capital investi.

© copyright