

BorgWarner : la transition vers l'électrique au service de la croissance

L'équipementier automobile BorgWarner est un leader dans la fabrication de composants de moteurs et de systèmes de transmission. Ses produits, manufacturés et vendus dans le monde entier, s'adressent en priorité aux constructeurs automobiles de véhicules de tourisme, utilitaires de sport (« *Sport Utility Vehicles* » en anglais, ou « SUV ») et de camions légers. La gamme de produits pour moteurs thermiques, hybrides ou électriques, s'étend du turbocompresseur aux systèmes thermiques et d'émissions, aux boîtes de transfert, aux convertisseurs catalytiques, aux chargeurs et testeurs de batteries. Les constructeurs automobiles Ford et Volkswagen représentent à eux seuls environ 25% du chiffre d'affaire réalisé par BorgWarner. La société entretient néanmoins depuis de nombreuses années des relations avec d'autres acteurs majeurs tels que BMW, Daimler et General Motors.

Analyse synthétique :

Le secteur automobile a été parmi les plus durement touchés par la crise de la COVID-19, en raison notamment des restrictions sanitaires ayant limité l'activité des concessionnaires, provoqué l'arrêt de la production chez les constructeurs et favorisé une accélération du changement des habitudes de consommation. Ces effets, temporaires, liés à la situation sanitaire viennent s'ajouter à une tendance de fonds du secteur, qui est la transition du moteur thermique vers le moteur électrique.

Si l'attention se porte désormais sur l'après crise, cela ne semble pas se refléter dans le cours de l'action BorgWarner. Notre estimation de la valeur intrinsèque de la société, à 73 dollars par action, suggère donc une appréciation par rapport à sa valeur actuelle. Elle s'appuie sur les éléments suivants :

- Premièrement nous prévoyons un rebond de la demande mondiale pour les véhicules légers d'environ 11 % en 2021. Nous pensons également que la croissance annuelle du revenu de BorgWarner pour la période

Tableau 1 : Données chiffrées et analyse :

Société	BorgWarner
Cours de l'action	USD 50,97 (23 avril 2021)
Recommandation	Achat (23 avril 2021)
Objectif de cours	USD 73 (23 avril 2021)
Code ISIN	US0997241064
Capitalisation boursière	USD 12.0 milliards
Notation ESG	Elevée
Ratio cours/bénéfices 2021E	12,7x
Chiffre d'affaire prévisionnel à 5 ans (TCAC*)	13,70%
VE/EBITDA** 2021E	6,6x
Rendement 2021E	1,36%
Free Cash Flow 2021E	5,10%
Secteur	Sur-pondéré
Style de la valeur	Croissance
Analyste Abn Amro	Jeffrey Vonk
Analyste Morningstar	Richard Hilgert

*TCAC= taux de croissance annuel composé ** VE/EBITDA=Valeur

d'entreprise / bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement

(ou EBITDA en anglais). Source : Morningstar, Bloomberg

Graphique 2 : Cours, Objectif et Recommandation (USD)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source : ABN AMRO Private Banking

2021-2024 devrait être de l'ordre de 2 à 4 points au-dessus de la croissance de la demande automobile mondiale et ce, en raison de son positionnement à la fois sur le segment des véhicules à moteur thermique et électrique.

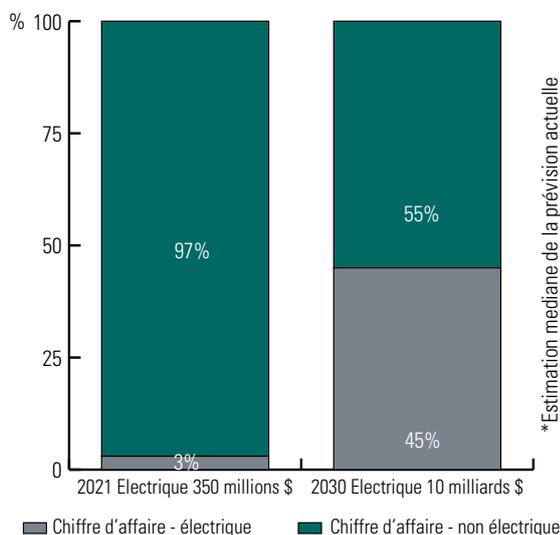
- Deuxièmement, le vaste catalogue de produits de la société permet aux constructeurs automobiles de n'avoir qu'un seul fournisseur pour l'ensemble de la partie électrique du groupe motopropulseur - éléments constitutifs pour la motricité d'un véhicule - pour les véhicules électriques ou hybrides, à l'exception toutefois de la batterie. Cet impressionnant portefeuille est le fruit d'un

investissement important dans la recherche et le développement, ainsi que d'acquisitions stratégiques ciblées.

- Troisièmement, bien que les véhicules thermiques devraient à terme être remplacés par les véhicules électriques, il s'agit d'une tendance de long terme et le rythme de cette transition devrait varier d'une région à l'autre. D'ici là, BorgWarner aura su tirer profit de son positionnement sur les composants de moteurs thermiques.
- Quatrièmement, BorgWarner bénéficie de solides relations avec la quasi-totalité des grands constructeurs automobiles. De plus, sa base de clientèle large

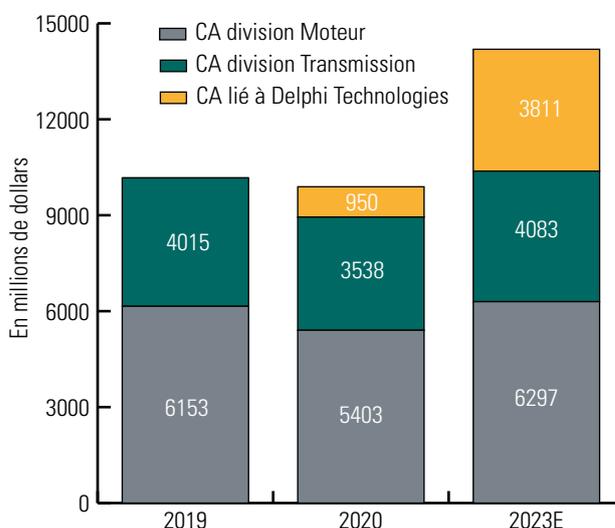
Illustration graphique

Graphique 3 : L'exposition de BorgWarner aux véhicules électriques va s'accroître d'ici 2030



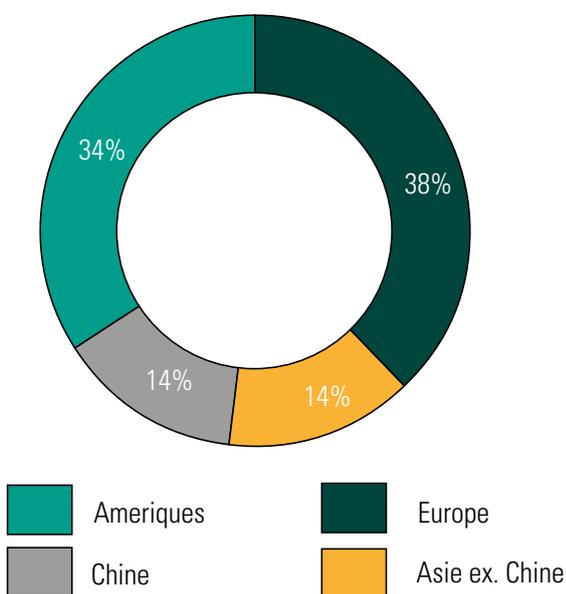
Source : Borgwarner

Graphique 4 : La crise du Covid a impacté le résultat de Borgwarner en 2020, mais la croissance à long terme reste élevée



Source : BorgWarner, Morningstar Research

Graphique 5 : Les ventes sont bien diversifiées géographiquement



Source : BorgWarner, Morningstar Research

Graphique 6 : Les ventes sont bien réparties entre les principaux clients

Europe		Chine	
VW/Audi	10%	VW/Audi	3%
Daimler	5%	Ford	2%
Ford	3%	GM	1%
Renault	3%	Autres	8%
BMW	2%		
Stellantis	2%		
GM	1%		
CV	3%		
Autres	7%		
Asie ex. Chine		Ameriques	
Hyundai / Kia	9%	Ford	9%
Autres	5%	Stellantis	5%
		GM	3%
		FEO Asie	2%
		Véhicules com.	7%
		Autres	8%

Source : BorgWarner, Morningstar Research

Ce document contient une analyse d'investissement à destination exclusive des clients du Conseil en Investissement. L'analyse fondamentale de la société suit un processus en 10 étapes défini par la banque. Lorsque des données externes sont utilisées, elles sont clairement mentionnées dans le document. Les objectifs de cours et les notations sont basés sur l'analyse de Morningstar. Tous les éléments financiers faisant l'objet de projection ou prévision sont suivis d'un E (pour Estimation).

et diversifiée géographiquement lui permet d'atténuer la cyclicité de ses revenus. Enfin, ses capacités de production également diversifiées géographiquement lui permettent d'adapter plus facilement ses produits aux besoins spécifiques des constructeurs.

- Cinquièmement, nous anticipons une revue à la hausse des multiples de valorisation de la société. Le marché considère actuellement BorgWarner comme une société spécialisée dans la fabrication de composants pour les véhicules thermiques – en particulier les turbocompresseurs -, segment sur le déclin. Or, le principal client de BorgWarner, Volkswagen, qui est un des leaders dans les véhicules électriques, jouera très certainement le rôle de catalyseur pour le développement de la division électrique de la société.

Etape 1 : Description de la société

Les activités de l'équipementier automobile BorgWarner se répartissent en deux divisions : les moteurs (représentant plus de 60% de son chiffre d'affaire) et les systèmes de transmission (environ 40% du chiffre d'affaire). L'activité de transmission s'adresse à tous types de véhicules, qu'ils soient à moteur thermique ou électrique.

La division moteur de BorgWarner est dédiée à la fabrication de composants pour l'optimisation des performances moteur et la réduction des émissions. Ces éléments peuvent être les turbocompresseurs, les systèmes de distribution moteur, d'allumage, de gestion de l'apport d'air, de climatisation et de contrôles. La division transmission fournit des composants du système de motopropulsion pour l'industrie automobile, les systèmes de transfert de couple pour transmission intégrale, et les dispositifs rotatifs électriques. Les turbocompresseurs pour les véhicules légers représentent la principale ligne de produits de la société et génèrent environ 30% de son chiffre d'affaire.

BorgWarner dispose d'usines de production et de centres techniques dans une vingtaine de pays (dont près de 20 sites aux Etats-Unis ainsi qu'une demi-douzaine dans chacun des trois pays suivants : Allemagne, Chine et Corée du Sud). L'Europe est de loin son principal marché : environ 15% du chiffre d'affaire est réalisé en Allemagne ; la Hongrie et la Pologne représentent 10% et le reste de l'Europe encore

10%. Ensuite, près de 25% du chiffre d'affaire est réalisé aux Etats-Unis alors que la Corée du Sud et la Chine représentent ensemble environ 25%.

Etape 2 : Position concurrentielle au sein de l'industrie

Le positionnement de BorgWarner devrait lui permettre de bénéficier de la croissance des véhicules hybrides et électriques tout en continuant de tirer profit du marché – certes déclinant – des moteurs à combustion. Détenant environ 26% de part de marché, la société est le deuxième plus grand fournisseur de turbocompresseurs. Ces derniers sont traditionnellement utilisés pour améliorer les capacités du moteur et réduire les émissions de CO2. Afin de se conformer aux réglementations de plus en plus strictes en matière d'émissions de gaz à effet de serre, les constructeurs automobiles développent des véhicules électriques, mais se concentrent également sur la réduction des émissions de leurs véhicules thermiques.

Dans le but de maintenir sa capacité d'innovation, BorgWarner consacre environ 4% de ses revenus annuels à la recherche et développement. La société a également procédé à plusieurs acquisitions, notamment les sociétés britanniques d'ingénierie électrique Sevcon et le fabricant américain de moteurs électriques Remy International. Ceci lui a permis d'accroître sa position sur le segment des véhicules hybrides et électriques, se créant ainsi la capacité de fournir des systèmes complets de transmission pour les véhicules électriques. Enfin début 2020, l'entreprise a conclu un accord pour l'acquisition de l'un de ses principaux concurrents, Delphi Technologies, dans le cadre d'une transaction entièrement en actions évaluée à environ 3,3 milliards de dollars.

Le secteur de l'équipement automobile compte plusieurs autres acteurs, notamment Magna, Continental, Aptiv, Autoliv, Denso et Dana. Cependant BorgWarner est de loin celui dont l'activité est la plus fortement axée sur la production de systèmes complets de transmission. Selon nous, le développement de ses produits et sa stratégie d'acquisitions ciblées au cours des deux dernières années devraient lui permettre de connaître une forte croissance sur le marché des véhicules électriques. Nous prévoyons qu'au cours des prochaines années les grands constructeurs automobiles, à l'instar de Volkswagen, Daimler et BMW, accélèrent le

développement de leurs véhicules électriques et BorgWarner devrait rester l'un de leurs principaux fournisseurs.

Au sein d'un secteur – les équipementiers automobiles – présentant des barrières à l'entrée élevées, BorgWarner réalise des marges supérieures à la moyenne. Celles-ci proviennent en partie d'actifs immatériels, et de l'existence de coûts de sortie (qui se matérialisent lorsqu'un constructeur automobile change de fournisseur de composants, en raison du temps nécessaire au développement de composants spécifiques). Au fil des années, BorgWarner a su constituer un actif immatériel sous la forme d'un *pipeline* de produits, continuellement alimenté par le développement de sa propriété intellectuelle, sa capacité de commercialisation de ses nouvelles technologies, ainsi que d'une relation de long terme et hautement intégrée avec ses clients constructeurs automobiles.

Etape 3 : Rationnel d'investissement

Le secteur automobile a été l'un des plus durement touchés par la crise de la Covid-19 en raison des restrictions imposées aux concessionnaires, des interruptions de production et d'une réticence de la part des clients à engager des dépenses importantes. Ces effets temporaires liés à la pandémie viennent s'ajouter à une tendance structurelle de long terme de transition des voitures thermiques vers des voitures électriques. Cependant en regardant au-delà de cette année noire pour l'industrie, nous estimons que la valorisation actuelle de BorgWarner est attractive. La société est valorisée à un multiple VE/EBITDA 2021E de 6,6, ce qui est légèrement en deçà de sa moyenne historique se situant dans une fourchette de 4,7 à 7,7x¹ au cours des cinq dernières années. Nous anticipons une hausse des bénéfices par action de 12,3% en moyenne au cours des cinq prochaines années. Notre objectif de cours sur la valeur est de 73 dollars. Il est basé sur les facteurs suivants :

- Premièrement nous prévoyons un rebond de la demande mondiale pour les véhicules légers d'environ 11% en 2021, après la baisse de -15% en 2020². Nous pensons également que la croissance annuelle du revenu de BorgWarner pour la période 2021-2024 devrait être de l'ordre de 2 à 4 points au-dessus de la croissance de la demande automobile mondiale et ce, en raison de son positionnement à la fois sur les segments des véhicules à moteur thermique et électrique.
- Deuxièmement, le vaste catalogue de produits de BorgWarner permet aux constructeurs automobiles de n'avoir qu'un seul fournisseur pour l'ensemble de la partie électrique du groupe motopropulseur - éléments constitutifs pour la motricité d'un véhicule - pour les

véhicules électriques ou hybrides, à l'exception toutefois de la batterie. Cet impressionnant portefeuille est le fruit d'un investissement important dans la recherche et le développement, ainsi que d'acquisitions stratégiques ciblées.

- Troisièmement, bien que les véhicules thermiques devraient à terme être remplacés par les véhicules électriques, il s'agit d'une tendance de long terme et le rythme de cette transition devrait varier d'une région à l'autre. D'ici là, BorgWarner aura su tirer profit de son positionnement sur les composants des moteurs thermiques.
- Quatrièmement, BorgWarner bénéficie de solides relations avec la quasi-totalité des grands constructeurs automobiles. De plus, sa base de clientèle large et diversifiée géographiquement lui permet d'atténuer la cyclicité de ses revenus. Enfin, ses capacités de production également diversifiées géographiquement lui permettent d'adapter plus facilement ses produits aux besoins spécifiques des constructeurs.
- Cinquièmement, nous anticipons une revue à la hausse des multiples de valorisation de la société. Le marché considère actuellement BorgWarner comme une société spécialisée dans la fabrication de composants pour les véhicules thermiques – en particulier les turbocompresseurs -, segment sur le déclin. Or, le principal client de BorgWarner, Volkswagen, qui est un des leaders dans les véhicules électriques, jouera très certainement le rôle de catalyseur pour le développement de la division électrique de la société.

Etape 4 : Evènements à venir et à surveiller

1. Les résultats de BorgWarner pour le premier trimestre 2021 seront publiés ce 5 mai. BorgWarner prévoit un chiffre d'affaire pour l'année 2021 de 15,3 milliards de dollars, ce qui implique une croissance organique de l'ordre de 17%. Nous estimons que cet objectif est réalisable, mais la croissance des ventes cette année sera très certainement encore pénalisée par la situation sanitaire, en particulier en Europe. Enfin, à très court terme, le risque principal concerne la pénurie mondiale de semi-conducteurs, ralentissant la production de voitures et de camions qui dépendent de plus en plus de technologies sophistiquées.
2. Les résultats de ses concurrents et de ses principaux clients, les constructeurs automobiles, donneront un aperçu du niveau de dépenses des consommateurs, et ainsi du positionnement compétitif de BorgWarner.
3. Les annonces concernant des nouveaux produits et services de la société ainsi que ceux de ses concurrents seront à surveiller afin d'avoir une vision claire de son positionnement stratégique. Nous prévoyons une accélération des ventes de véhicules électriques des 3 principaux constructeurs automobiles allemands, en particulier de son client Volkswagen.

¹ Source : Bloomberg 29 Mars 2021

² Source : Morningstar

4. Les évolutions actionnariales peuvent avoir un impact sur la perception des investisseurs quant à la capacité de BorgWarner à s'adapter aux changements technologiques et aux besoins de ses clients. Des gestionnaires d'actifs réputés, avec une stratégie axée sur le long terme, tels que Vanguard Group et Blackrock, détiennent des participations importantes dans la société, reflétant leur niveau de confiance dans la capacité de la direction à adapter ses produits à la demande de ses clients et créer de la valeur pour les actionnaires.
5. Concernant l'activité de fusion et d'acquisition, aux vues des opérations de croissance externe déjà réalisées, nous pensons que l'entreprise sera peu active, et qu'elle se concentrera sur de petites transactions.
6. Les réserves de liquidités de BorgWarner peuvent agir comme un catalyseur sur le cours de l'action. Selon nous, le bilan et les réserves de liquidités de l'entreprise traduisent une excellente santé financière, en particulier par rapport aux autres acteurs du secteur. Elle dispose des liquidités nécessaires pour faire face aux fluctuations du marché ainsi qu'à ses obligations financières.

Etape 5 : la valorisation actuelle traduit une mauvaise prise en compte de plusieurs éléments

Selon nous, le marché n'intègre pas, à ce jour, correctement le positionnement stratégique de BorgWarner au sein de son secteur. Nombre d'investisseurs ont une vision à court terme de l'entreprise, en considérant que le déclin de la demande pour des pièces de véhicules thermiques devrait naturellement entraîner la détérioration des revenus de la société. La mise sous procédure de sauvegarde de son concurrent, Garrett Motion, a conforté ce scénario, entraînant une baisse du cours de bourse. De notre point de vue, la comparaison n'est cependant pas justifiée en raison notamment du niveau

élevé d'endettement de Garrett Motion au début de la crise du coronavirus. En effet, lors de la scission de Garrett Motion, sa maison mère, Honeywell, s'est séparée d'un montant considérable de dettes en affectant le paiement de dommages et intérêts (liés à l'amiante) à Garrett Motion. La situation financière de cette dernière au début de la pandémie n'est donc en rien comparable à celle de BorgWarner.

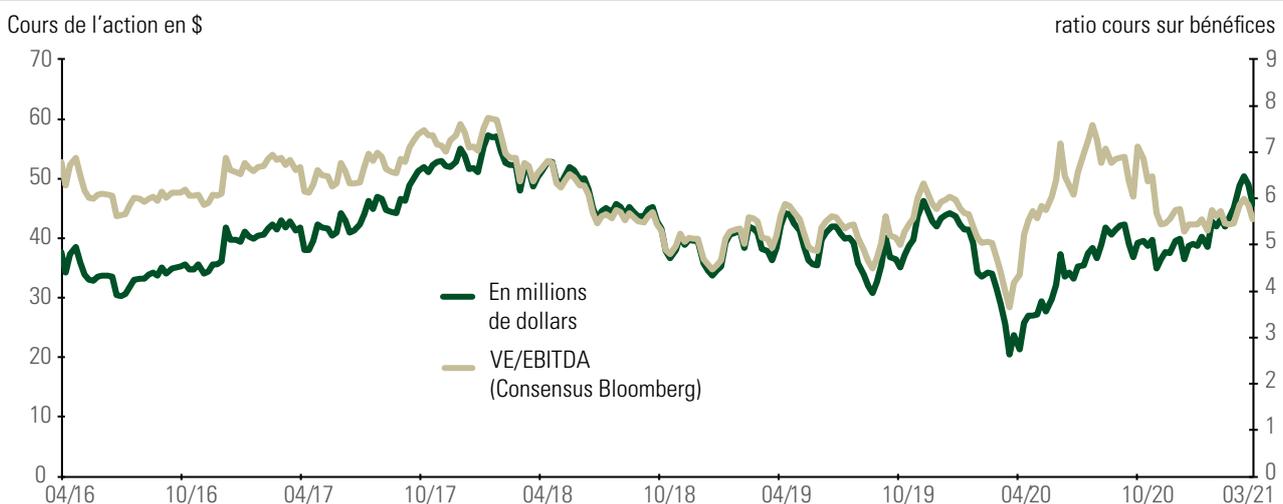
Les arguments en faveur d'une baisse du titre sous-estiment la demande pour les blocs moteurs traditionnels ainsi que la compétence technologique BorgWarner, et ignorent les relations fortes qu'elle entretient avec les grands constructeurs automobiles. Nous pensons ainsi que l'activité de BorgWarner doit être analysée dans son ensemble, et pas uniquement en tant que fournisseur d'équipements pour voitures traditionnelles ; si un véhicule a des roues, il a un système de propulsion et fait donc partie du marché potentiel de l'entreprise. La société a développé un impressionnant portefeuille de produits, lui permettant d'être leader quelle que soit la technologie de transmission utilisée par ses clients. De plus, BorgWarner bénéficie de parts de marché importantes grâce à ses liens étroits avec les principaux constructeurs et des coûts de sortie élevés sur des programmes de fabrication pouvant s'étendre sur une dizaine d'année.

Etape 6 : Principaux risques associés à l'investissement

Comme pour tout investissement, il existe un certain nombre de risques :

Le risque économique : l'achat d'une voiture étant une dépense importante, les ventes et la rentabilité de BorgWarner pourraient être impactées par un ralentissement économique.

Graphique 7 : La valeur de l'action BorgWarner a retrouvé son niveau pré-pandémie, mais sa VE/EBITDA est toujours sous sa moyenne historique 5 ans



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source: Bloomberg

La concurrence : le marché des équipementiers automobiles possède de fortes barrières à l'entrée, telles que la présence d'actifs immatériels et de coûts – pour les constructeurs – de changement de fournisseurs. Les actifs immatériels des équipementiers résultent de leur capacité à développer des produits innovants ainsi que de leurs relations et leur intégration industrielle avec les constructeurs. Les coûts de changement de fournisseur sont dus à la fois au risque d'arrêt des chaînes de production du constructeur lorsqu'il doit utiliser de nouveaux composants ainsi qu'au temps nécessaire pour le nouveau fournisseur pour développer un produit adapté aux spécificités de son nouveau client. Malgré ces barrières, de nouveaux entrants disposant de ressources en capital et d'un savoir-faire technologique suffisants pourraient parvenir à pénétrer sur le marché, à l'occasion notamment d'une évolution technologique.

Le risque politique : une escalade des tensions dans les relations commerciales pourraient impacter négativement le cours de l'action. Les sites de production de l'entreprise étant répartis dans le monde entier, le risque est limité ; néanmoins cela pourrait retarder ses projets de développement.

Le risque réglementaire : un durcissement de la réglementation automobile et des lois anti-monopole pourrait peser sur le modèle économique et la rentabilité de BorgWarner. Ce dernier fait partie des leaders du marché, notamment sur le segment des turbocompresseurs.

Le risque industriel : BorgWarner s'appuie sur un certain nombre de fournisseurs et de partenaires pour produire ses pièces. Des désaccords avec ces derniers pourraient perturber la production et l'activité de l'entreprise.

Le risque opérationnel : BorgWarner pourrait surpayer certaines opérations de fusion et d'acquisition. De plus, les produits et services de l'entreprise sont sujets à l'évolution des besoins et des préférences des constructeurs automobiles.

Etape 7: Analyse des risques extra-financiers

A l'heure actuelle, environ 80% du marché mondial des véhicules de tourisme (composé notamment de la Chine, des Etats-Unis, de l'Europe et du Japon) est soumis à une réglementation contraignant les émissions de CO₂. Ces normes devraient se durcir, les signataires de la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques (CCNUCC) ayant ratifié l'Accord de Paris. Cette recrudescence des contraintes en matière de consommation de carburant impose aux constructeurs automobiles de réduire le poids des véhicules afin d'améliorer les performances. Le segment des composants légers est donc une source de croissance pour les équipementiers automobiles.

Aux Etats-Unis, la demande de composants légers devrait augmenter de 5,2% par an. Parmi ces différents éléments, les pièces de carrosserie et de structure devraient contribuer à 75% de la réduction du poids moyen des véhicules jusqu'en 2023. La réduction du poids du bloc-moteur et des éléments de design pourrait également entraîner des économies de carburant de 5 à 10 %. De même, les technologies qui permettent d'optimiser l'utilisation des batteries et du moteur tel que le Stop and Start sont très demandées par les constructeurs et les clients.

De plus, les fournisseurs de pièces détachées peuvent profiter de la multitude de nouvelles technologies qui arrivent sur le marché pour diversifier leurs catalogues. Toutefois, cela nécessite une gestion stratégique des dépenses en Recherche et Développement dans la mesure où l'on estime que 70% des pièces qui composent un véhicule électrique peuvent différer d'un véhicule traditionnel équivalent.

Les équipementiers automobiles s'associent également à des sociétés spécialisées pour le développement de batteries de voitures électriques, dont le marché devrait représenter

Notre opinion sur la valorisation :

Notre recommandation à l'Achat ainsi que notre objectif de cours à 73 dollars sont basés sur les prévisions de Morningstar. Nous anticipons un retour à la normale de la demande pour les véhicules de tourisme en 2023. Le chiffre d'affaire de BorgWarner, en incluant les acquisitions de Delphi Technologies et d'Arkasol, devrait croître à un taux annuel moyen de 14% au cours des cinq prochaines années. Le taux de croissance de sa division Transmission sera supérieur d'environ 200 points de base à celui de sa division moteur. Avec un taux de croissance de plus de 8%, l'Asie est la principale source de croissance de l'entreprise, suivie de l'Europe.

La capacité de BorgWarner à innover, lui permettant de maintenir des niveaux de prix élevés, combinée à une maîtrise des coûts de production permise par l'implantation de ses usines dans des pays à faibles charges, devraient soutenir des marges d'EBITDA supérieures à la moyenne du secteur. Au cours des quinze dernières années, la société a généré des marges d'EBITDA entre 9,7% en 2009 et 18,3% en 2019, avec une médiane s'établissant à 16,5%. Nous considérons qu'une marge d'EBITDA de 16,6% à moyen terme est soutenable, en intégrant à la fois les synergies de coûts liées à l'acquisition de Delphi Technologies et les marges historiquement plus faibles de ce dernier.

45 milliards de dollars d'ici 2027. Malgré ces opportunités, le scandale du « Dieselgate » et l'adaptation de la réglementation tendent à accroître les risques, notamment pour les fournisseurs de logiciels de cartographie moteur ou de systèmes de contrôle des émissions. L'implication d'un équipementier dans un cas de fraude pourrait entraîner des procédures judiciaires et aboutir à des modifications de certaines pièces ou procédés de fabrication, autant d'éléments qui affectent la rentabilité.

Nous estimons que l'exposition de BorgWarner aux risques environnementaux, sociaux et de gouvernance sont limités et se situent légèrement en dessous de la moyenne du secteur.

Etape 8 : Valorisation et principaux leviers de croissance

Afin de comparer les données historiques de BorgWarner et de ses concurrents sur une base cohérente, nous avons également analysé sa valorisation par rapport au consensus Bloomberg. Pour cela, nous avons utilisé comme ratio de valorisation le VE/EBITDA (Valeur d'Entreprise / EBITDA).

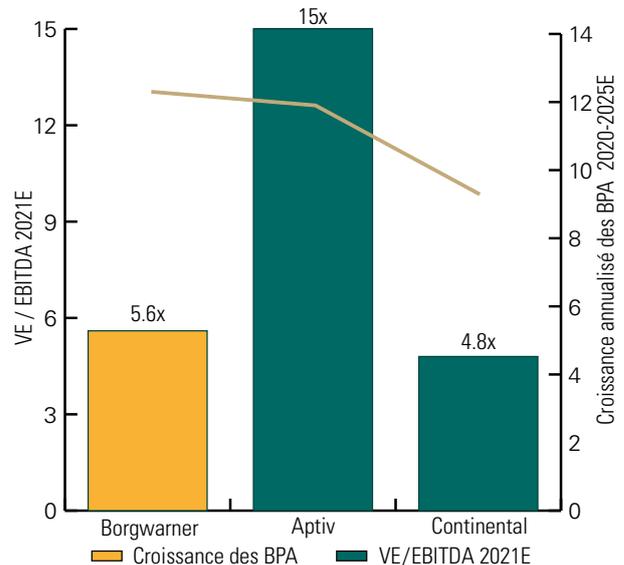
BorgWarner a actuellement un VE/EBITDA 2021E de 5,6³ ce qui se situe dans le bas de la fourchette de valorisation historique (4,7 - 7,7⁴) : sa valorisation est donc attractive. L'évaluation actuelle par le marché sous-estime la reprise du secteur que nous prévoyons pour 2021 et 2022. Nous pensons que le bénéfice par action augmentera de 12,3% en moyenne au cours des cinq prochaines années.

La valorisation des équipementiers automobiles les à vérifier généralement en trois catégories : les leaders de la prochaine génération technologique, les entreprises surexposées aux technologies sur le déclin et les entreprises spécialisées dans les pièces contenant peu de technologie à l'instar des fabricants de sièges ou de pneus. A ce jour, le marché valorise BorgWarner comme si elle faisait partie du deuxième groupe ; son concurrent Aptiv, spécialisé dans les véhicules autonomes, a un VE/EBITDA au-dessus de 15, soit deux fois plus que BorgWarner. La valorisation élevée d'Aptiv n'est pas liée à une croissance des bénéfices plus élevée : le consensus s'attend en effet à une augmentation de 11,9% en moyenne de son bénéfice par action au cours des cinq prochaines années. Cependant, une part importante des bénéfices liés à la voiture autonome devraient se réaliser à plus long terme.

La décote de BorgWarner peut résulter de la dépendance – perçue – au segment des pièces de véhicules thermiques, mais son carnet de commande est composé à 45% de produits liés aux véhicules électriques, ce qui lui permet

d'être bien positionné pour la transition vers les véhicules électriques. Nous estimons ainsi que le niveau de valorisation actuel de la société par le marché sous-estime le solide portefeuille de produits liés aux véhicules électriques ainsi que les relations de longue date que l'équipementier entretient avec les principaux constructeurs automobiles. Nous anticipons donc une réévaluation des multiples boursiers de BorgWarner, à mesure que les revenus générés par les composants électriques deviendront plus importants que ceux réalisés par les pièces de moteurs thermiques et

Graphique 8 : La croissance des bénéfices par action (BPA) de BorgWarner est attendue meilleure que celle de ses concurrents sur la période 2020-2025



Source : BorgWarner, Morningstar Research

notamment les turbocompresseurs. Le fait que Volkswagen soit son deuxième client en terme de chiffre d'affaire devrait être un catalyseur pour la réévaluation de la société, car le constructeur automobile est l'un des leaders de la transition électrique. En plus d'un carnet de commandes de plus en plus lié à sa gamme électrique, presque la moitié du chiffre d'affaire de BorgWarner peut être considérée comme indépendante des évolutions technologiques, et donc résiliente en cas de révolution électriques.

Nous constatons également que les actions de BorgWarner se négocient avec une légère prime par rapport à celles de Continental (VE/EBITDA pour 2021E de 4,8⁵). Selon nous, cette prime est justifiée, étant donné le profil de croissance plus faible de Continental (la croissance du bénéfice par action de Continental est estimé à 9,3% par an en moyenne). La notion de comparable avec BorgWarner est délicate, car la seule société spécialisée dans les transmissions était Delphi

³ Source : Bloomberg, 27 mars 2021

⁴ Source : Bloomberg, 27 mars 2021

⁵ Source : Bloomberg, 27 mars 2021

Technologies, qu'elle vient d'acquérir. Comme BorgWarner, Continental propose des composants et des systèmes destinés à optimiser la consommation et à réduire les émissions. Toutefois, Continental propose également une large gamme de produits et services, tels que des systèmes avancés d'aide à la conduite, de conduite autonome, de sécurité et, bien sûr, les célèbres pneus. Il est donc difficile de considérer Continental comme un comparable de BorgWarner.

Etape 9 : Actualités de la société

Le 23 Mars 2021, lors de la journée investisseurs, BorgWarner a présenté son plan « Charging Forward », insistant sur le potentiel de croissance de ses revenus grâce, notamment, aux véhicules électriques. Dans le cadre de ce plan, la direction estime que la part de son chiffre d'affaire liée à l'électrique passera de moins de 3% aujourd'hui à plus de 25% en 2025 et à plus de 45% d'ici 2030. L'entreprise estime qu'elle parviendra à modifier son offre de produits tout en maintenant sa marge EBIT (pour Earnings Before Interest and Taxes en anglais ou BAII en français, pour bénéfice avant intérêts et impôts) ajustée à deux chiffres, soit dans le quartile supérieur du secteur.

En 2020, le chiffre d'affaire de BorgWarner s'est élevé à 10,2 milliards de dollars, en intégrant les données comptables de Delphi Technologies au quatrième trimestre. Les prévisions de chiffre d'affaire pour 2021 se situent dans une fourchette allant de 14,7 à 15,3 milliards de dollars. Pour 2025, BorgWarner vise un chiffre d'affaire d'environ 18 milliards de dollars, qui comprend environ 4 milliards de dollars de croissance organique plus 2 à 3 milliards de dollars de revenus d'acquisition, mais diminués de 3 à 4 milliards de dollars de revenus cédés.

Les prévisions à moyen terme de BorgWarner pour la période 2021-2025 font état d'une croissance annuelle du chiffre d'affaire organique de 6%, ce qui suppose une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaire supérieure de 2 à 4 points de pourcentage à la production mondiale totale de véhicules légers. Nous pensons que ce niveau de surperformance est réaliste compte tenu des compétences de BorgWarner à la fois sur les véhicules thermique et électrique.

Etape 10 : Conclusion

Le secteur automobile a été parmi les plus durement touchés par la crise de la COVID-19, en raison notamment des restrictions sanitaires ayant limité l'activité des concessionnaires, provoqué l'arrêt de la production chez les constructeurs et favorisé une accélération du changement des habitudes de consommation. Ces effets, temporaires, liés à la situation sanitaire viennent s'ajouter à une tendance de fonds du secteur, qui est la transition du moteur thermique vers le moteur électrique.

La capacité de BorgWarner à développer de nouveaux produits et sa stratégie d'acquisitions ciblées au cours des deux dernières années devraient lui permettre de connaître une forte croissance sur le marché des systèmes de transmission pour véhicules électriques. Les grands constructeurs automobiles, à l'instar de Volkswagen, Daimler et BMW, accélèrent le développement de leurs véhicules électriques et BorgWarner devrait rester l'un de leurs principaux fournisseurs.

Nous sommes convaincus que les voitures à moteur thermique seront remplacées par des véhicules électriques, mais cela s'inscrit dans une tendance de long terme et le rythme de la transition devrait varier d'un pays à l'autre. D'ici là, BorgWarner aura su tirer profit de son positionnement sur les composants de moteurs thermiques. Les constructeurs automobiles doivent optimiser la consommation de leurs véhicules pour satisfaire aux normes de qualité de l'air, et ils comptent sur les technologies de BorgWarner pour les aider à atteindre ces objectifs, quel que soit le type de véhicule (thermique, hybride ou électrique).

Nous estimons que la valorisation de BorgWarner est attractive avec un VE/EBITDA 2021E de 6,6, légèrement inférieur à sa moyenne historique. Nous anticipons une revue à la hausse des multiples boursiers de l'entreprise, car sa valorisation actuelle ne prend pas assez en considération, selon nous, son exposition au segment du véhicule électrique. Enfin Volkswagen, qui est l'un de ses principaux clients, devrait être un catalyseur pour cette réévaluation des multiples.

Département des investissements

Avertissement

La présente documentation a été préparée par la Banque Neufize OBC supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers en liaison avec la Société de gestion ABN AMRO Investment Solutions supervisée par l'Autorité des Marchés Financiers, Les données relatives aux valeurs ont été fournies par l'Investment Advisory Centre (IAC) d'ABN AMRO Bank NV soumise à la supervision de la De Nederlandsche Bank (DNB) et de l'Autoriteit Financiële Markten et les services de Morningstar.

Cette documentation est exclusivement fournie à titre informatif et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'achat ou de vente ou une incitation à s'engager dans un quelconque investissement ni un conseil en investissement. En tout état de cause les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. De même, aucun élément de la Documentation ne constitue un conseil financier, juridique, fiscal ou autre ni ne saurait fonder une décision de placement ou une autre décision. Elle repose sur des informations considérées comme fiables, mais aucune garantie n'est donnée quant à son exactitude, fiabilité ou son exhaustivité compte tenu, notamment, des délais de mise à jour, de traitement et de contrôle à effectuer. Bien que nous nous efforcions d'actualiser les informations et opinions contenues dans la présente documentation à intervalles raisonnables, des raisons d'ordre réglementaire ou de conformité peuvent nous en empêcher.

Les opinions, prévisions, suppositions, estimations, valorisations dérivées et objectifs de cours fournis dans la présente Documentation sont seulement valables à la date indiquée et peuvent être modifiées à tout moment sans notification préalable. Les références à des placements dans la présente Documentation peuvent ne pas être appropriées ou ne pas convenir pour les objectifs d'investissement, la situation financière, les connaissances, l'expérience ou les besoins individuels spécifiques des destinataires et ne sauraient remplacer un conseil professionnel avisé. Tout cours d'un titre ou instrument financier indiqué dans la présente Documentation fait référence au cours à la date indiquée et aucune garantie n'est donnée qu'il soit possible de réaliser une transaction à ce cours. Ni ABN AMRO, ni la Banque Neufize OBC ni ABN AMRO Investment Solutions ni quiconque ne saurait être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, tels que pertes financières, manque à gagner, perte quelconque résultant d'une erreur ou d'une information déformant de quelque manière que ce soit des informations contenues dans la présente documentation.

La présente Documentation est destinée uniquement aux destinataires désignés. Toute présentation, reproduction, copie de même que toute transmission (par voie électronique ou par tout autre moyen), de tout ou partie de son contenu à quelque fin que ce soit est interdite sans consentement explicite préalable d'ABN AMRO, de la Banque Neufize OBC ou ABN AMRO Investment Solutions. La présente documentation est exclusivement destinée à être distribuée à la clientèle privée ou clientèle de détail. Toute distribution à des clients privés/de détail, dans un pays dans lequel le distributeur serait soumis à des conditions d'enregistrement ou de licence auxquelles il ne répond pas en l'occurrence, est interdite. Documentation fait ici référence aux données d'analyse sous toutes leurs formes et notamment, sans s'y limiter, les documents imprimés, documents informatiques, présentations, courriers électroniques, SMS ou WAP. L'analyse dans le présent rapport est préparée par la personne(s) agissant en sa qualité d'analyste pour Morningstar. Les opinions exprimées dans le rapport sont fournies de bonne foi, à la date du rapport, et sont sujettes à changement sans préavis. Ni l'analyste ni Morningstar ne s'engagent à l'avance sur une mise à jour du rapport ou une date de mise à jour. L'analyse écrite et la note sous forme d'étoiles des actions Morningstar sont des opinions; ce ne sont pas des énoncés de faits.

Restrictions de distribution en vertu de la réglementation américaine

Ni ABN AMRO Bank N.V. ni la Banque Neufize OBC ni ABN AMRO Investment Solutions ne sont une société de Bourse au sens de l'U.S. Securities Exchange Act de 1934, tel qu'amendé («Loi de 1934») et au sens des législations applicables dans les différents Etats des Etats-Unis. Ni ABN AMRO Bank N.V. ni la Banque Neufize OBC ou ABN AMRO Investment Solutions ne sont non

plus un conseiller en placement enregistré au sens de l'U.S. Investment Advisers Act de 1940, tel qu'amendé («Advisers Act») et conjointement avec la Loi de 1934, les «Lois») et au sens des législations applicables dans les différents Etats des Etats-Unis. Sauf exception spécifique aux termes des Lois, les services de courtage ou de conseil en placement fournis par ABN AMRO Bank N.V., la Banque Neufize OBC ou ABN AMRO Investment Solutions y compris (sans s'y limiter) les produits et services décrits dans la présente, ne sont par conséquent destinés aux citoyens ou résidents américains et assimilés, en vertu de la réglementation américaine («US Person»). Ni la présente Documentation, ni aucune copie de celle-ci ne pourra être envoyée, introduite ou distribuée aux Etats-Unis ou à une US Person.

Autres Restrictions de distribution

Sans préjudice de ce qui précède, les produits et services décrits dans la présente documentation ne sont pas destinés à être offerts, vendus et/ou distribués aux personnes se trouvant dans des pays dans lesquels (en raison de la nationalité de ces personnes ou pour d'autres raisons) l'offre, la vente et/ou distribution des produits ou la publication ou la mise à disposition de cette Documentation est interdite ou illégale. Les personnes qui entrent en possession de la présente Documentation ou d'une copie de celle-ci sont tenues de s'informer sur les éventuelles restrictions légales applicables à sa distribution ainsi qu'à l'offre, à la vente et/ou à la distribution des produits et services qui y sont décrits et de se conformer auxdites restrictions. ABN AMRO ne saurait être tenue responsable d'un quelconque dommage ou d'une quelconque perte découlant de transactions et/ou services contraires aux restrictions susmentionnées.

Critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

ABN AMRO Bank N.V. s'assure dans la mesure du possible de la fiabilité des critères. Toutefois, ces informations ne sont pas auditées et peuvent faire l'objet de modifications. ABN AMRO décline toute responsabilité pour les dommages découlant de l'utilisation (directe ou indirecte) de ces critères ou indicateurs. Les critères ou indicateurs ne constituent pas, à eux seuls, une recommandation relative à une société spécifique ni une offre d'achat ou de vente de placements. Il convient de noter que les critères ou indicateurs constituent une opinion relative à une période donnée sur la base de différentes considérations de développement durable. L'indicateur de développement durable n'est qu'une indication prenant en compte les critères de développement durable d'une société dans son secteur.

Conflits d'Intérêts dans des entreprises citées

ABN AMRO peut détenir une part importante des actions ou un intérêt financier significatif dans la dette de sociétés dont les titres sont visés dans la présente Documentation. ABN AMRO peut tenir actuellement un marché pour les titres de ces sociétés et procéder par ailleurs à l'achat et à la vente des titres de ces sociétés en qualité de mandant et percevoir une rémunération pour ses services de banque d'investissement de la part de ces sociétés ou filiales au cours des 12 derniers mois. Toute publication dans la présente fait référence à ABN AMRO et ses filiales, y compris ABN AMRO Incorporated, réglementée aux Etats-Unis par le NYSE, la NASD et la SIPC.

ABN AMRO ou ses dirigeants, administrateurs, participant à des programmes d'avantages sociaux ou collaborateurs, y compris les personnes qui ont participé à l'élaboration ou la publication de la présente Documentation, peuvent de temps à autre détenir des positions longues ou courtes sur des titres, des warrants, des contrats à terme, des options, des produits dérivés ou d'autres instruments financiers mentionnés dans la présente documentation. ABN AMRO peut à tout moment proposer et fournir des services de banque d'investissement, de banque commerciale, de crédit, de conseil et autres, aux émetteurs de tout titre évoqué dans la présente Documentation. ABN AMRO peut prendre connaissance d'informations non incluses dans la présente documentation dans le cadre de l'offre et de la fourniture de tels services et peut avoir agi sur la base desdites informations avant ou immédiatement après la publication de la présente documentation. Cette dernière année, ABN AMRO peut avoir agi en qualité de chef de file ou de co-chef de file pour le placement public de titres émis par des émetteurs évoqués dans la présente.

SA à directoire et conseil de surveillance au capital de 383 507 453 euros - Siège social : 3 avenue Hoche - 75008 Paris - 552 003 261 RCS Paris - numéro ORIAS : 07025 717 - Courtier en Assurance-Vie Agréée en tant qu'établissement de crédit par l'Autorité de contrôle Prudentiel et de Résolution (CIB n° 30788), 61, rue Taitbout - 75009 Paris - Téléphone : + 33 (1) 56 21 77 00 - Carte professionnelle « Transactions sur immeubles et fonds de commerce » n° T14364 délivrée par le Préfet de Police ; engagement de non détention de fonds, absence de garantie financière.

Glossaire

Les obligations : principaux risques et termes techniques Le risque de contrepartie est le risque que le débiteur ne puisse pas faire face à ses engagements financiers. Plus la situation financière et économique de l'émetteur d'un instrument financier est faible, plus le risque de ne pas être remboursé (ou de ne l'être qu'en partie seulement) est grand (défaut de l'émetteur, faillite de l'entreprise).

Le risque de liquidité est le risque de ne pas pouvoir acheter ou vendre un actif rapidement. La liquidité d'un marché est fonction notamment de son organisation (bourse ou marché de gré à gré), mais également de l'instrument considéré sachant que la liquidité d'un instrument financier peut évoluer dans le temps et est directement liée à l'offre et la demande. Le risque de change traduit le fait qu'une baisse des cours de change peut entraîner une perte de valeur d'actifs libellés en devises étrangères. De même, la hausse des taux de change peut entraîner une hausse de valeur en monnaie nationale d'engagements libellés en devises étrangères.

Le risque de « spread » peut apparaître si vous décidez de sortir avant échéance. En effet, si les « spreads » augmentent, vous risquez de subir une moins-value. La marge actuarielle ou le « spread » d'une obligation est l'écart entre le taux de rentabilité actuariel de l'obligation et celui d'un emprunt sans risque de durée identique. Le « spread » est naturellement d'autant plus faible que la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne.

Le risque de taux d'intérêt est lié à une évolution défavorable des taux d'intérêt, et au fait que la valeur relative d'un instrument financier, notamment une obligation, baisse en raison d'une hausse des taux d'intérêts.

Duration : La duration est une mesure de la durée de vie moyenne d'une obligation. Elle croît avec celle-ci et lorsque les taux d'intérêt diminuent sur le marché. Elle mesure le temps à partir duquel la valeur de l'obligation ne dépend plus des fluctuations des taux d'intérêt.

Dettes subordonnées : Une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers. En contrepartie du risque supplémentaire accepté, les créanciers subordonnés exigent un taux d'intérêt plus élevé que les autres créanciers.

Actions : les indices boursiers mentionnés dans ce document MSCI World Consumer Staples Index : indice représentatif des principales valeurs internationales du secteur de la consommation de base au niveau mondial.

Actions : les principaux indices boursiers

CAC40 : indice représentatif du marché action français composé de 40 valeurs DJ Euro Stoxx 50 : indice représentatif du marché action de la zone euro composé de 50 valeurs DJ 600: indice représentatif des 600 plus grandes valeurs mondiales

MSCI World : indice représentatif des principales valeurs cotées sur les grands marchés actions internationaux under the Acts, any SBF120 : indice représentatif du marché action français composé de 120 valeurs

CAC mid & small: indice représentatif des moyennes et petites capitalisations du marché français

MSCI Europe : indice représentatif du marché action européen

DJ Stoxx 600 : autre indice représentatif du marché action européen (intégrant le Royaume Uni)

DJ Euro Stoxx : indice représentatif du marché action de la zone euro

FSTE 100 : indice représentatif du marché action britannique composé de 100 valeurs

DAX 30 : indice représentatif du marché action allemand composé de 30 valeurs

SMI : indice représentatif du marché action suisse

IBEX 35 : indice représentatif du marché action espagnol

MIB : indice représentatif du marché action italien

MSCI USA : indice représentatif du marché action américain S&P500 : indice représentatif du marché action américain composé de 500 valeurs

Dow Jones : indice représentatif du marché action américain composé de 30 valeurs

Nasdaq : indice représentatif du marché action américain des valeurs de croissance

MSCI Asie ex Japon : indice représentatif du marché action asiatique hors Japon

Nikkei : indice représentatif du marché action japonais composé de 225 valeurs

MSCI Emergent : indice représentatif des marchés action émergents

MSCI Asie Emergente : indice représentatif des marchés action émergents asiatiques

MSCI Europe Emergente : indice représentatif des marchés action émergents européens

MSCI Amérique Latine : indice représentatif des marchés action d'Amérique Latine

MSCI Chine : indice représentatif du marché action chinois

MSCI Inde : indice représentatif du marché action indien

MSCI Brésil : indice représentatif du marché action brésilien

Euro MTS Global : indice représentatif du marché de dettes souveraines de la Zone euro

Euro MTS 5-7 ans : indice représentatif du marché des dettes souveraines de la Zone euro sur des maturités comprises entre 5 et 7 ans

Obligations : les principaux indices boursiers

Euro Corporate : indice représentatif du marché de dette des entreprises de la Zone euro

Euro High Yield : indice représentatif du marché de dette des entreprises à haut rendement de la Zone euro

Matières Premières : le principal indice boursier

CRB : indice représentatif du marché des matières premières