

# Automobile de luxe

Plus attractive

Ferrari | OC 221 €

Moins attractive

Aston Martin | OC 20 £

## Prime au cheval de tête

*L'automobile de luxe reste un segment à part qui bénéficie de tendances structurelles favorables. Cependant, c'est aussi un secteur en mutation, avec des préférences qui évoluent et de nouveaux défis de transition énergétique. Nous pensons toutefois que ces difficultés devraient être surmontées et sans bousculer la hiérarchie actuelle. Les zones d'incertitudes ont créé une opportunité de se positionner sur Ferrari (initiation à Surperformance), alors que nous pensons qu'il est encore trop tôt pour Aston Martin (Neutre).*

Cours 07/09/21	Reco	Dev.	Cours	OC
Aston Martin Lagonda	Neutre	GBP	1974.00	2000.00
Ferrari	Surperformance	EUR	186.05	221.00

Next Events		
26/10/2021	Aston Martin Lagonda	Earnings Release
02/11/2021	Ferrari	Earnings Release

## Retour sur les tendances favorables dès 2021

Alors que l'automobile de luxe (ASP > 150 K€, ~120k unités) avait jusqu'ici globalement bien résisté à la morosité du secteur depuis 2018, le segment n'a pu échapper au choc sur l'offre en 2020. 2021 s'annonce sous de meilleurs auspices, avec beaucoup de résultats records au S1 et des carnets de commandes bien fournis. Les faibles volumes des constructeurs de luxe devraient en outre les épargner de la crise d'approvisionnement en semiconducteurs qui pénalise actuellement le secteur automobile. A moyen terme, la croissance structurelle du marché reste portée par l'expansion ininterrompue du marché adressable du luxe, les High Net Worth Individuals (+7%/an jusqu'en 2025) et devrait être 3.5x plus élevée que la production automobile, avec un TMVA 2019/2030e de 4,2%.

## Ferrari et AML désormais bien positionnés sur les dernières tendances du marché

Au-delà de la croissance du segment, l'évolution démographique des HNWI en Asie, des populations plus jeunes ou encore plus féminines, ont fait évoluer les préférences du marché : aux voitures sportives sont désormais préférées les modèles offrant plus de confort, ou de technologie, illustré notamment par l'essor des SUV ou même des GT. Après avoir accusé un retard (ou une réticence) dans la reconnaissance de ces nouvelles tendances, Ferrari et Aston Martin (AML) ont su évoluer et nous semblent désormais bien positionnés pour en profiter. AML va bénéficier dès cette année de son nouveau SUV, alors que Ferrari devrait continuer à tirer parti de l'élargissement de sa gamme (nouvelle gamme GT axée confort, introduction de 2 hybrides rechargeables, développement des technologies d'intérieur, SUV à partir de 2022/23).

## L'électrification pas de nature à bouleverser la hiérarchie selon nous

Alors que la plupart des grands constructeurs automobiles ont désormais bien entamé leur transition énergétique, ce n'est clairement pas encore le cas pour les constructeurs du luxe. Leurs efforts sont principalement concentrés sur l'hybride et les projets de passage au tout-électrique semblent à la fois lointains (pas avant 2025 pour la majorité) et peu détaillés. Alors que le secteur avait été jusqu'ici épargné par le statut particulier de petit constructeur, le durcissement du cadre réglementaire va enclencher une accélération de son électrification dans les prochaines années, entraînant de l'incertitude parmi les investisseurs quant à ses conséquences commerciales et financières. Nous estimons ces craintes exagérées et, si la stratégie d'Aston Martin (partenariat technologique avec Mercedes) offre à ce stade davantage de visibilité que celle de Ferrari (que nous ne connaissons en détail que lors du CMD de mi-2022), le positionnement et le track-record du groupe, tant d'un point de vue technologique (PHEV, F1), qu'industriel ou encore commercial (pricing) devrait lui permettre de surmonter ce défi.

## Point d'entrée pour Ferrari, encore trop tôt pour Aston Martin

Alors que les multiples de Ferrari étaient étroitement corrélés à ceux du secteur luxe et de Hermès en particulier, la sous-performance du titre par rapport au secteur luxe (-46% sur un an) offre un bon point d'entrée et nous adoptons une opinion Surperformance sur le titre (OC 221 €). En effet, le track record du constructeur a été irréprochable jusqu'à la crise et le décalage de la guidance 2022 nous semble avant tout un problème d'offre face à des indicateurs de demande qui restent bien orientés. A l'inverse, il nous semble encore trop tôt pour se positionner sur AML (Neutre ; OC 20 £). Si le groupe affiche des signaux de reprise encourageants, le risque d'exécution est encore très (trop) présent avec un probable nouveau recours au marché s'il se matérialisait.

	Devise	Capi.Boursiere (M)	Opinion		Objectif de cours		BPA		PE (x)	
			Nouvelle	Ancienne	Nouveau	Ancien	2021e	2022e	2021e	2022e
Aston Martin Lagonda	£	2 269	Neutre		2000.0		-169.95	-112.99	ns	ns
Ferrari	€	34 416	Surperformance		221.0		4.52	4.85	41.1	38.3
			Anthony Dick (Analyste) +33 (0)1 44 51 82 66 anthony.dick@oddo-bhf.com				Michael Foundoukidis (Analyste) +33 (0)1 55 35 42 59 michael.foundoukidis@oddo-bhf.com			



## Sommaire

<b>Nous initions Ferrari à Surperformance (OC 221 €) et Aston Martin à Neutre (OC 20 £)</b>	<b>3</b>
Le luxe reste un marché de niche qui devrait continuer à surperformer le secteur automobile	3
2020 a encore montré que seul Ferrari peut se comparer aux grands acteurs du luxe	6
C'est pourquoi il est encore trop tôt pour AML, alors qu'il y a une opportunité sur Ferrari	10
<b>Ferrari et AML désormais bien positionnés sur les dernières tendances du marché</b>	<b>16</b>
Sortie de piste en 2020, rattrapage en 2021	16
Le marché adressable continue de progresser, mais les préférences ont évolué	17
Désormais bien positionnés pour accélérer en Chine	18
Et enfin arrivés sur le SUV	24
Marché des séries limitées et des voitures de collection toujours résilient	28
<b>Et des craintes sur l'électrification surjouées</b>	<b>30</b>
Cette fois-ci le secteur n'échappera pas à la transformation	30
Des défis techniques, mais du temps et de l'expérience pour les adresser	33
L'électrique redéfinit la proposition de valeur, mais il y a bien un marché pour la BEV sportive	38
Impact financier incertain, surtout pour Ferrari, mais qui devrait pouvoir être surmonté	40
<b>Fiches Sociétés</b>	<b>48</b>
Aston Martin Lagonda	48
Ferrari	64



## NOUS INITIONS FERRARI A SURPERFORMANCE (OC 221 €) ET ASTON MARTIN A NEUTRE (OC 20 £)

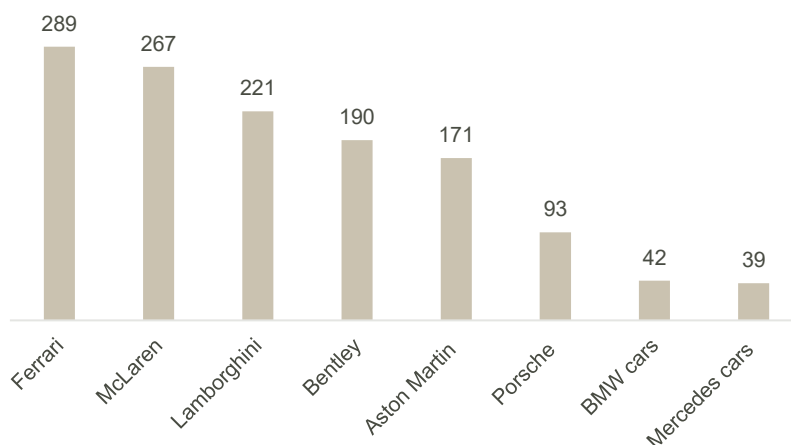
*Ferrari et Aston Martin présentent tous les deux des perspectives de croissance de résultats attractives. Cependant, l'horizon lointain de rentabilité chez Aston Martin et son track record mitigé mettent en exergue la fragilité financière du groupe et nous incitent à adopter une opinion Neutre. A l'inverse, la maîtrise que Ferrari a démontrée sur le modèle du luxe nous rend confiant dans sa capacité à surmonter les défis auxquels le groupe fait face et justifie une opinion Surperformance sur le titre.*

### Le luxe reste un marché de niche qui devrait continuer à surperformer le secteur automobile

#### Un marché de niche qui se distingue de l'automobile traditionnelle

S'il n'y a pas de définition stricte pour le marché de l'automobile de luxe, nous le définissons comme celui des véhicules conjuguant performance, prix élevé (en général >150 k€ mais pouvant atteindre plusieurs millions, voire dizaines de millions d'euros pour les modèles les plus performants et exclusifs), ainsi qu'une disponibilité délibérément limitée afin de préserver un sentiment d'exclusivité. Ainsi, nous n'incluons pas dans cette catégorie les acteurs du premium (Audi, BMW, Daimler...), ni même les marques de voitures de sport européenne (Porsche) ou américaines (Mustang, Dodge, Corvette...) qui, en raison de leur politique de prix/volumes ne sont pas exposés aux mêmes tendances (cycle économique vs populations riches) ou modèles économiques (effets d'échelles vs pricing power).

#### Prix moyen luxe vs premium (k€)



Graphique n° 1 – Source : ODDO BHF Securities



Nous identifions 6 principaux pure players du luxe : Ferrari, Lamborghini, Aston Martin, Bentley, Rolls-Royce et McLaren. Parmi ces acteurs, trois sont indépendants (Ferrari, Aston Martin, McLaren) et 3 des filiales de grands groupes (Lamborghini et Bentley sont détenus par Volkswagen, Rolls-Royce par BMW). Si les constructeurs qui font partie de grands groupes bénéficient clairement de la puissance financière de leur maison-mère (qui les fournit généralement en moteurs et plateforme, en plus de financer leurs investissements), ils sont aussi contraints d'utiliser leurs produits et de respecter leur feuille de route (c'est par exemple le cas de Lamborghini dont le modèle de sport le plus récent hors refresh date de 2014 et dont l'Urus est développée sur les mêmes plateformes qu'Audi).

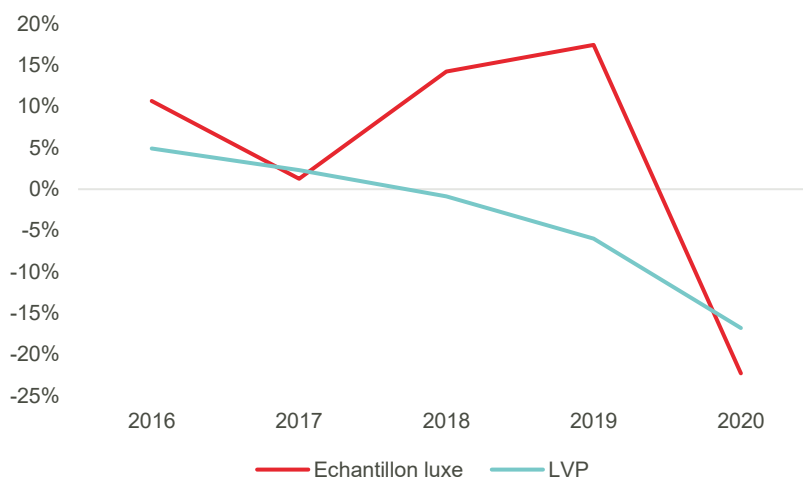
A ces 6 acteurs, s'ajoutent 1/ une série de constructeurs de niche produisant en volumes très limités (Bugatti, Koenigsegg, Pininfarina, Rimac, Lotus...) 2/ des sous-marques des grands groupes (Maybach et AMG pour Mercedes, S & RS pour Audi, etc.) ou encore 3/ Certains modèles performance des marques premium (Cayenne SE, Acura NSX...).

Ainsi, et malgré les ambitions de développement de certains acteurs (Pininfarina vise 8-10k unités / an, Lotus 5k unités...), l'automobile de luxe reste donc un marché de niche avec des volumes d'environ 120k véhicules vendus par an, soit une fraction de la production automobile mondiale (89m de véhicules en 2019).

## Le luxe avait bien résisté à la morosité du secteur automobile jusqu'en 2020

Les dynamiques singulières de l'automobile de luxe lui avaient permis de bien résister à la morosité du secteur automobile jusqu'en 2020. Le segment a notamment été tiré par l'introduction de nouveaux modèles SUV aux gammes Sport/GT traditionnelles.

### Croissance volumes luxe vs secteur automobile



Graphique n°2 – Source : ODDO BHF Securities, IHS

Echantillon luxe : Aston Martin, Bentley, Ferrari, Lamborghini, McLaren, Rolls-Royce

Nous pensons en outre que la chute de 2020 est à relativiser compte tenu du caractère particulier de la crise. En effet, plus que la demande, c'est l'offre qui a principalement été touchée, et d'autant plus fortement pour ces acteurs qui produisent principalement, voire exclusivement en Europe, là où les fermetures d'usines ont été particulièrement longues. Notons également que les processus de fabrication restent très manuels et donc compliqués à exécuter dans le respect des gestes barrières. Ainsi, la plupart des acteurs de notre échantillon ont dû faire face à des arrêts de production de plusieurs semaines, suivi d'une phase de ramp-up progressif (par exemple, Ferrari a fermé ses usines pendant 7 semaines, soit plus de 15% du temps de production annuel, et au final affiche une baisse des volumes de 10%). Il peut aussi être plus difficile pour ces acteurs de rattraper les volumes perdus via des augmentations des cadences de production du fait de capacités (industrielles ou humaines) restreintes.



## Et le secteur devrait continuer à surperformer

### Un marché adressable en croissance structurelle

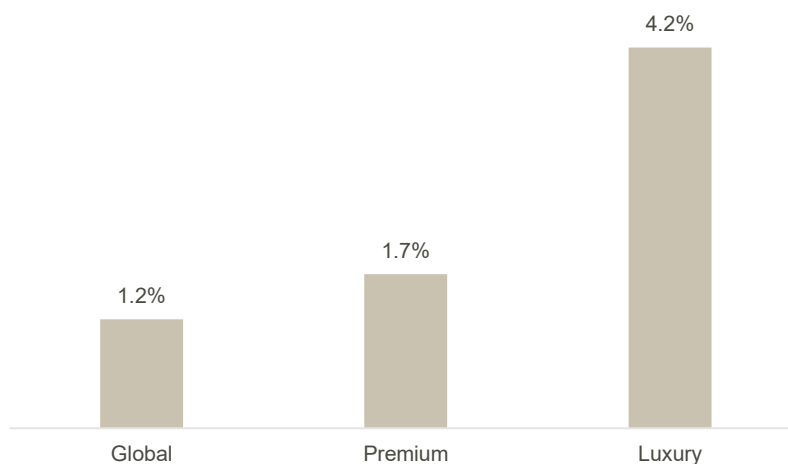
La faible corrélation entre le marché des véhicules de luxe et celui du mass-market suppose d'analyser le secteur sous un prisme différent. A court terme, l'évolution du secteur dépend avant tout de la sortie de nouveaux modèles, à moyen terme, elle est portée par la croissance des populations riches, les High Net Worth Individuals. Les HNWI, généralement définis comme des individus dont le patrimoine net investissable (hors résidence principale dépenses courantes, etc.) dépasse 1 M\$ et les « Ultra » HNWI (patrimoine net >30 M\$) ont progressé de manière quasi-ininterrompue ces dernières années, tant en nombre qu'en valeur. Le Capgemini Wealth Report estime que la richesse des HNWI a crû à un TMVA de 7,0% entre 2012 et 2019, soit plus de trois fois le taux de croissance du PIB sur la période (2,2%). Le nombre des HNWI a crû encore plus rapidement (TMVA 7,4% vs 1,1% pour la population mondiale).

Aussi, toutes les franges aisées de la population devraient continuer leur expansion dans les années qui suivent, avec un TMVA de 7,1% pour les HNWI et 4,9% pour les UHNWIs d'ici 2021 selon Knight Frank.

### Le secteur devrait croître 3,5x plus vite que le marché automobile

Les différents leviers de croissance structurels devraient permettre au luxe de continuer à enregistrer une croissance 3,5x supérieure au marché automobile global.

#### Taux de croissance annuel de vente de véhicules particuliers 2019-2030



Graphique n° 3 - Sources: IHS, ODDO BHF Securities

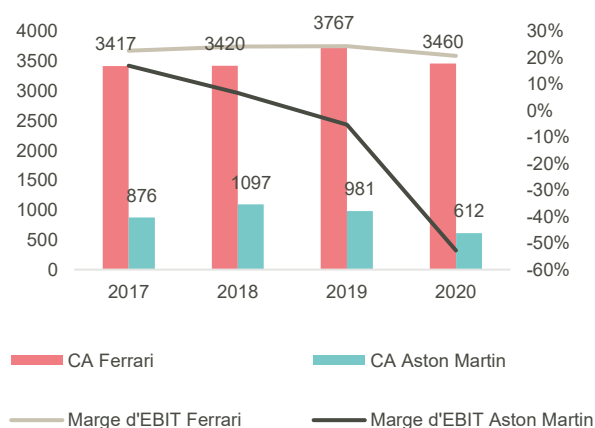


## 2020 a encore montré que seul Ferrari peut se comparer aux grands acteurs du luxe

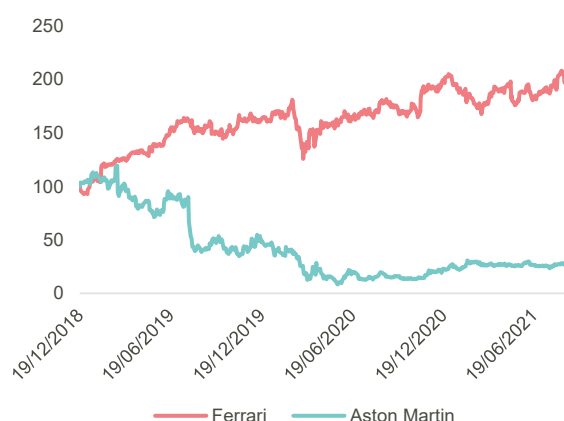
### Le luxe est un modèle lucratif, mais délicat

Le modèle de l'automobile de luxe est délicat car il nécessite de maîtriser à la fois les critères très différents du luxe (désirabilité, exclusivité...) et de l'automobile (technologie, efficacité industrielle...). Les véhicules conçus doivent être à la pointe de la technologie et du design, ce qui nécessite d'importants investissements dans un renouvellement fréquent du portefeuille produits, alors même que les constructeurs sont limités dans leur capacité à écouler des volumes à défaut de nuire au sentiment d'exclusivité si précieux au pricing. La plupart des acteurs du secteur ont à un moment ou un autre connu des difficultés financières par manquement à un ou plusieurs de ces critères. Les cas de Ferrari et Aston Martin donnent une illustration parfaite de la réussite et de l'échec de ce modèle. Les deux sociétés ont eu deux parcours financiers et boursiers opposés ces dernières années, avec une divergence qui a atteint son point culminant en 2020.

Performance financière Ferrari (M€) vs AML (M£)



Performance boursière Ferrari vs AML (base 100)



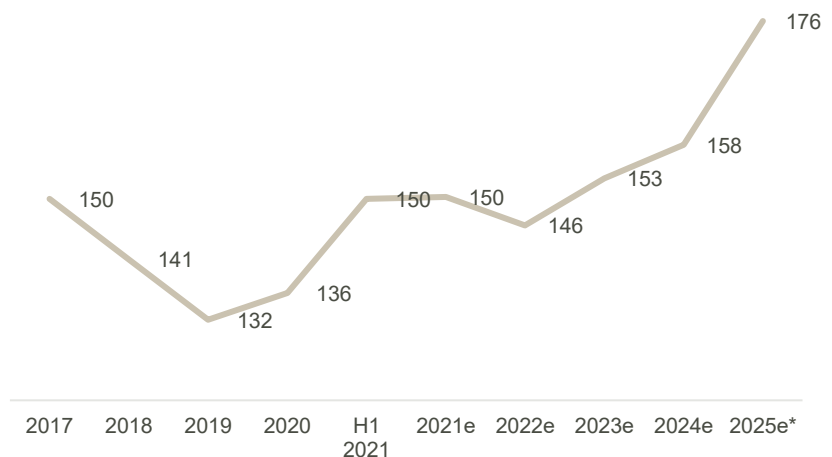
Graphiques n° 4 - Sources: Sociétés, ODDO BHF Securities

### Années difficiles pour AML

Les difficultés d'Aston Martin ces dernières années sont l'illustration parfaite des principaux écueils de l'automobile de luxe ; en plus d'avoir sous-estimé la complexité et le temps nécessaire au développement de certains de ses nouveaux véhicules, le groupe a surchargé son réseau, conduisant à un effondrement des prix de ventes. Depuis 2019, le groupe est engagé dans un rééquilibrage de son offre et de sa demande, passant par un déstockage forcé. Le redressement de l'ASP et des valeurs résiduelles semble indiquer que nous avons atteint le bout de ce processus. Cependant, il faudra du temps pour restaurer l'exclusivité de la marque.



### Prix moyen Aston Martin (k£) hors séries limitées



Graphique n° 5 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

\*Année d'introduction dans le segment Sport moteur central

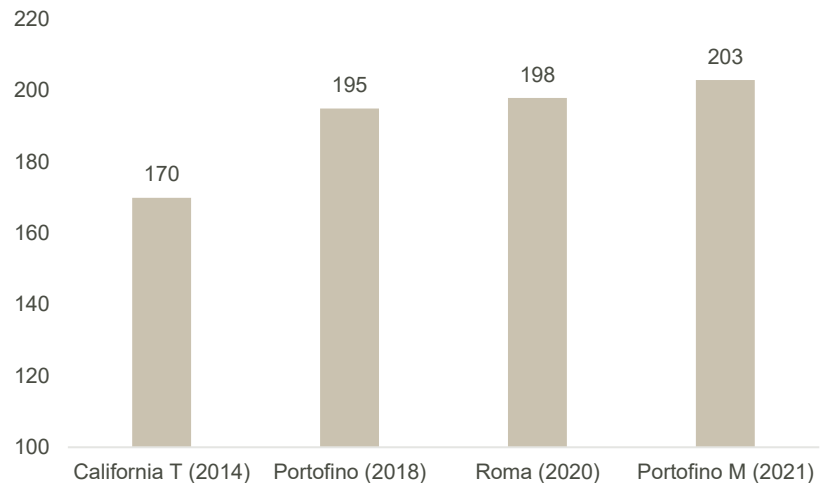
### Ferrari a démontré une parfaite maîtrise du modèle

A l'inverse, Ferrari a démontré une parfaite maîtrise du modèle de l'automobile de luxe. Le groupe contrôle strictement les volumes distribués, avec une liste d'attente qui dépasse systématiquement les 12 mois (et se rapprochait même des 18 mois à fin 2020 du fait des retards de production engendrés par le COVID). En plus des volumes, le groupe contrôle à qui il vend ses voitures, les modèles les plus exclusifs (séries limitées) n'étant vendus qu'à des clients existants, voire les meilleurs clients, ce qui incite les achats répétés. De fait, 65% des ventes en 2020 étaient réalisées auprès de clients existants et le groupe estime que 32% de ses clients ont plus qu'une Ferrari. Le portefeuille produits de Ferrari est varié, fréquemment renouvelé, et le groupe a même récemment pénétré avec succès de nouveaux segments (GT, hybride, bientôt SUV) pour adapter son offre aux nouvelles demandes du marché. L'institut Brand Finance a encore élu Ferrari comme la plus forte marque d'Europe, et la deuxième dans le monde en 2021.

Le groupe gère également bien son pricing, notamment à travers des séries limitées (les dernières Monza SP1&2 ont été pricedées à 1,6 M€ vs une moyenne de ~200 k€ pour les GT et ~300 k€ pour les autres modèles) ou encore en introduisant des versions cabriolet de ses modèles de séries (prime de prix +10% en moyenne). Ferrari ne communique pas sur son ASP et en calculer un aurait peu de sens compte tenu du fort impact des séries limitées, mais l'évolution favorable des prix des modèles GT nous semble donner une indication encourageante du pricing power du groupe.



## Evolutions prix GT Ferrari (k€)

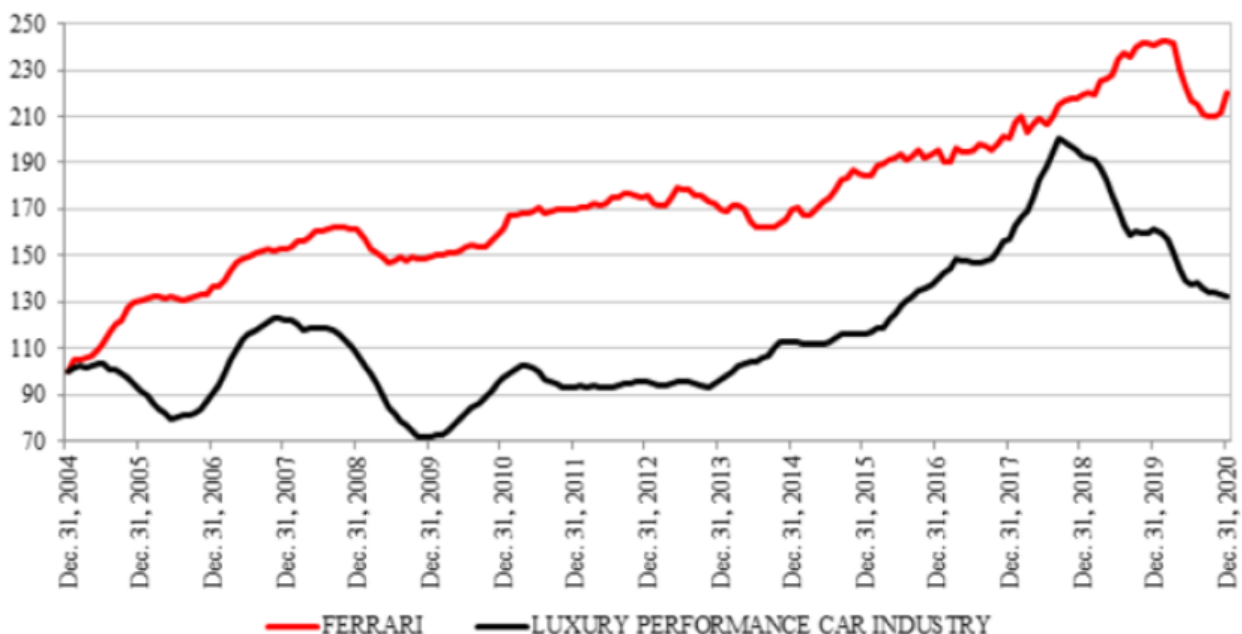


Graphique n° 6 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

La maîtrise de l'exclusivité et la désirabilité de Ferrari sont bien représentées par des valeurs résiduelles qui sont plus élevées que la moyenne. En plus de l'indication qu'elle donne sur la force de l'image de marque du groupe, la résilience des valeurs résiduelles soutient les ventes de véhicules neufs en réduisant le coût de détention d'un véhicule.

Une autre bonne illustration, selon nous, de la maîtrise de Ferrari sur le modèle de constructeur de luxe est la faible volatilité des ventes. Si l'automobile de luxe est généralement moins exposé que l'automobile classique à la cyclicité économique, le secteur reste souvent proie à une forte volatilité du fait de l'impact des sorties de produit (sans compter les décalages fréquents...). La stabilité avec laquelle les ventes de Ferrari ont progressé ces dernières années illustre une parfaite compréhension du cycle produit et une exécution industrielle irréprochable jusqu'en 2020.

## Evolution des volumes Ferrari vs comparables automobile luxe\* (base 100)



Graphique n° 7 – Sources : Sociétés, ODDO BHF Securities

\*Volumes de véhicules deux-portes dont la puissance dépasse 500cv et le prix est supérieur à 150k€



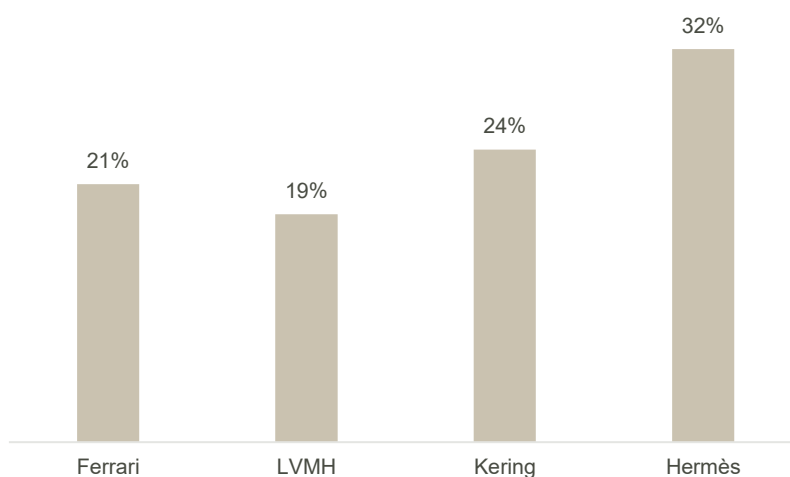


## Et donc seul Ferrari peut à ce stade se comparer aux acteurs du luxe

L'importance de la gestion de l'exclusivité dans l'automobile de luxe amène à une comparaison avec les autres segments du luxe dans leur ensemble.

En effet, nous pouvons aussi remarquer que Ferrari affiche des niveaux de rentabilité très similaires aux grands acteurs du luxe.

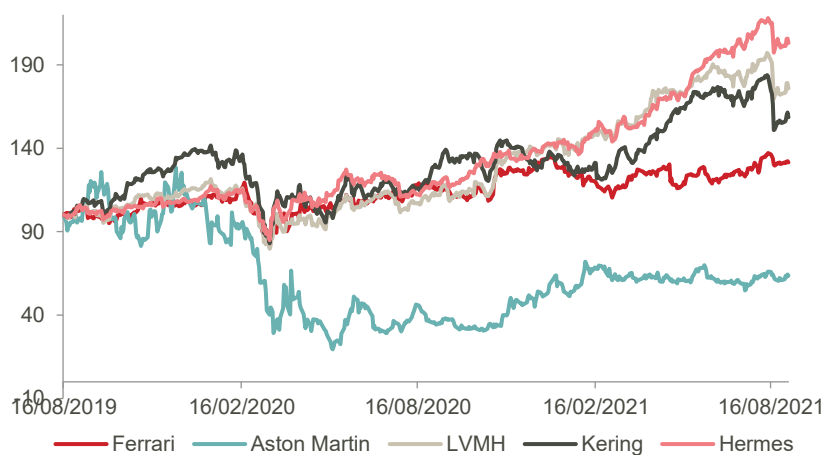
### Marge d'EBIT 2020 Ferrari vs luxe



Graphique n° 8 – Sources : Sociétés, ODDO BHF Securities

Ces similitudes ont justifié une forte corrélation entre la performance boursière de Ferrari et celles des acteurs du luxe.

### Evolution des cours de Bourse sur 2 ans

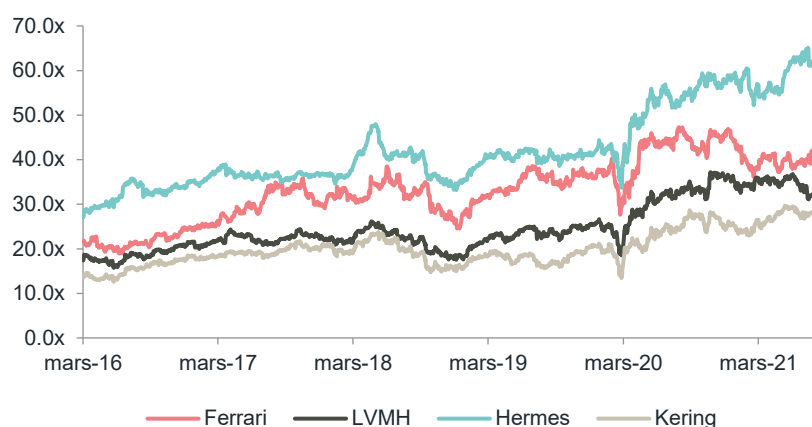


Graphique n° 9 – Source : FactSet



Une relation que nous trouvons également dans les multiples de valorisation, en particulier ceux d'Hermès.

#### Evolution du multiple de PE 12 prochains mois Ferrari vs luxe



Graphique n° 10 – Source : FactSet

## C'est pourquoi il est encore trop tôt pour AML, alors qu'il y a une opportunité sur Ferrari

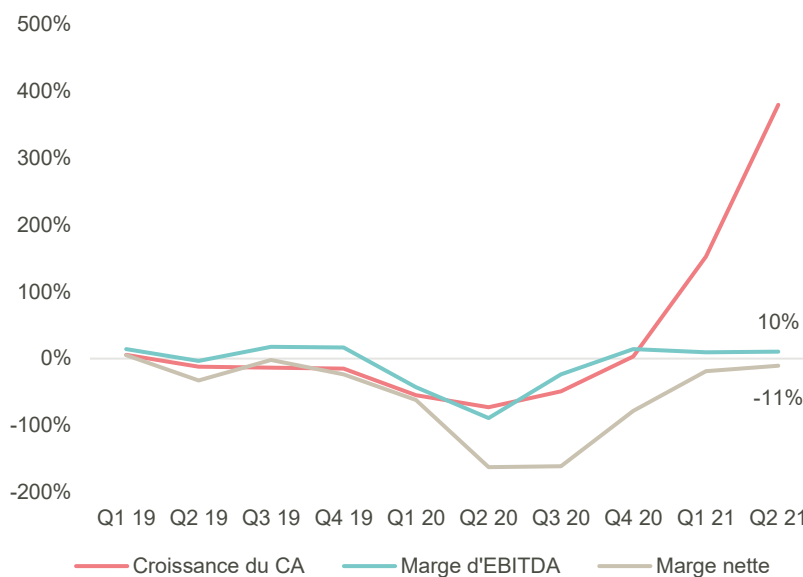
### Mission pas encore totalement réussie pour AML

#### Des premiers signaux de reprise après deux années très difficiles

Les erreurs stratégiques d'Aston Martin ont entraîné un effondrement des volumes, du CA, et de la rentabilité du groupe ces deux dernières années. Face à de sérieuses difficultés financières, le groupe a dû faire appel au marché à 4 reprises en 2020. Les augmentations de capital ont permis de renflouer la société avec 776 M£ de cash (net), mais au prix d'une forte dilution (90%).

2020 a cependant marqué une année de renouveau sur de nombreux aspects : le groupe a amélioré sa situation financière, a fait rentrer un nouvel actionnaire de référence (Lawrence Stroll), a annoncé deux nouveaux plans stratégiques, ainsi qu'un partenariat technologique avec Mercedes qui va lui permettre d'utiliser les technologies du constructeur allemand en retour de 20% de son capital.

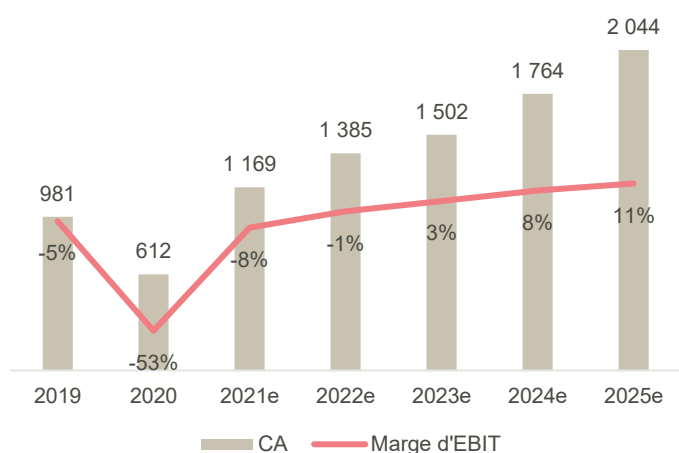
La restructuration du groupe semble commencer à porter ses fruits, avec un rééquilibrage des ventes wholesale/retail, une restauration de l'ASP, ainsi qu'un retour à la croissance et un EBITDA positif depuis le T4 2020.


**Evolution CA, EBITDA et RN d'Aston Martin (k£)**


Graphique n° 11 - Source: Société

**Des perspectives de développement positives, mais risque d'exécution élevé**

Aston Martin affiche désormais de belles perspectives de croissance. Le lancement du DBX depuis le S2 2020 a permis de passer une vitesse supérieure et les ventes de la Valkyrie devraient (enfin) démarrer au S2 cette année. A moyen terme, le refresh du portefeuille GT/Sport attendu en 2023 devrait soutenir la dynamique. Nous attendons un TMVA 2020-25e du CA de 27% (16% sur 2021-2025e) et une réduction progressive des pertes jusqu'à l'atteinte d'un breakeven d'EBIT attendu en 2023.

**Scénario CA et marge d'EBIT d'AML (M£)**


Graphique n° 12 - Source: ODDO BHF Securities

Cependant, le risque d'exécution nous semble encore très élevé. Nous attendons l'atteinte d'un cash-flow positif qu'à partir de 2024, avec un point bas de cash brut à seulement 187 M£ en 2023 (250 M£ en incluant le cash potentiel des warrants), ce qui implique un nouveau recours probable au marché en cas d'accident de parcours. Or, nous estimons justement que le risque de décalage n'est clairement pas négligeable, au vu du programme de sorties chargé d'ici 2023 (nous comptons 9 modèles à sortir en incluant les



restylages), avec une expansion dans une nouvelle catégorie de véhicule (sportive à moteur centrale), alors même qu'Aston Martin a plusieurs fois souffert de décalages par le passé. A court terme, les ventes vont rester très dépendantes du DBX (le SUV devrait représenter entre 50-60% des volumes dans les 2 prochaines années), et le groupe devra accélérer sur les prochains exercices (nous attendons 3,3k unités cette année vs les attentes du groupe d'atteindre à terme 4k+ unités) dans un contexte de concurrence accrue, avec une offre qui ne se distingue pas des pairs (performance inférieur, technologie plus ancienne).

## Nous initions à Neutre avec un objectif de cours de 20 £

Compte tenu de l'horizon distant de l'atteinte de la profitabilité, nous optons pour une valorisation par multiple appliqués aux agrégats 2025 que nous actualisons. Pour nos multiples de référence, nous nous servons des multiples de Ferrari auxquels nous appliquons une décote de 20% pour tenir compte d'une rentabilité inférieure (marge d'EBIT Aston Martin 2025e de 11% vs 25%e pour Ferrari en 2021). Nous ne retenons que l'EBIT car les différentes méthodologies comptables (capitalisation R&D) et structures financières (Aston Martin levier 2025e de 2x vs cash net industriel pour Ferrari dès 2021) limitent la comparabilité avec l'EBITDA et le PE.

Il convient aussi de tenir compte de la future dilution. Entre les warrants (qui ont strike à 10 £ et sont donc déjà dans la monnaie) et la seconde tranche attribuable à Mercedes, il reste 17,6m d'actions à émettre, soit 15% du capital actuel.

Notre valorisation induit un objectif de cours de 20 £, soit un upside de 1% par rapport au cours actuel, justifiant une recommandation Neutre sur le dossier.

### Valorisation Aston Martin

<b>EBIT 2025 Aston Martin (M£)</b>	<b>227</b>
<b>RN 2025 Aston Martin (M£)</b>	<b>88</b>
Multiple d'EBIT référence (Ferrari 12 mois+ décote 20%)	24
Multiple de RN de référence (Ferrari 12 mois+ décote 20%)	31
Dette nette et autres retraitements (incl. Warrants, provisions)	1 134
Nombre d'actions dilué (m)	132,5
Objectif de cours 2025 moyen (£)	27
Taux d'actualisation	10%
<b>Objectif de cours actualisé (£, arrondi)</b>	<b>20</b>
Cours actuel (£, arrondi)	20
Upside / (downside)	1%

Tableau n°13 - Source: ODDO BHF Securities

## Ferrari – toujours un cheval gagnant

### Accrochage (limité) après un parcours sans faute

Ferrari avait affiché un parcours sans faute jusqu'en 2020 avec un TMVA 2015-2019 de 9% sur le CA et 20% pour l'EBIT (marge 2019 de 24,4%) faisant fi des difficultés du secteur automobile. Le momentum s'est interrompu en 2020 avec la fermeture des usines du groupe pendant 7 semaines (soit 15% du temps de production), le conduisant à enregistrer sa première baisse du CA depuis 2009. Si les dégâts auront finalement été très limités au vu du contexte (décroissance du CA 2020 de 8% dont -3% seulement pour les voitures, baisse de la marge d'EBIT de 370 pb à 20,7%), la prudence du



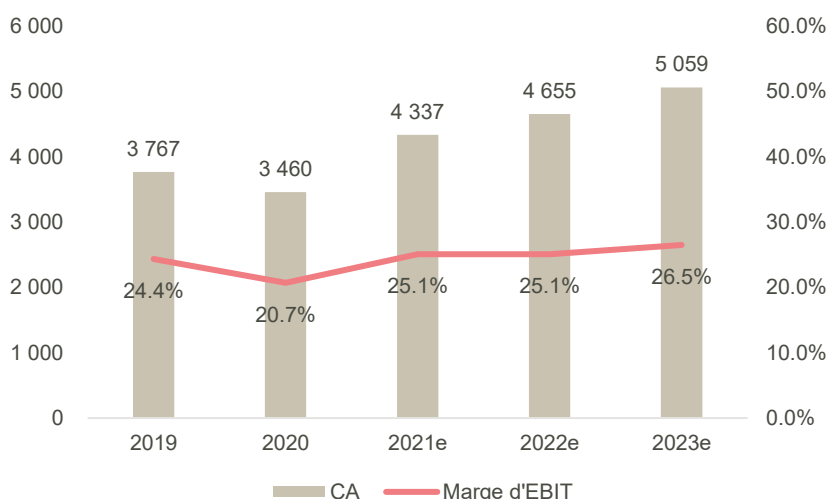
groupe et le décalage de projets l'ont amené repousser ses objectifs 2022 d'un an.

### **Mais nous attendons un rebond fort et supérieur aux attentes**

La baisse de 2020 ne devrait être que temporaire, les indicateurs restant très bien orientés, tant au niveau de la demande (carnet de commandes record, liste d'attente >12 mois, rebond des valeurs résiduelles en 2021) que de l'offre. La dynamique en 2021 et 2022 restera soutenue par le mix, ainsi que les ramp-up des nombreux modèles présentés ou introduits en 2020 (SF90 Stradale & Spider, Roma, Portofino M, 488 GT Modificata). Si nous avons, à ce stade, encore peu de détails sur 2023, la sortie du premier SUV du groupe, le Purosangue, devrait à minima soutenir la dynamique, et au mieux lui permettre de passer une vitesse supérieure, notamment en Chine.

Nous attendons un TVMA 2020-2023e de 14% sur le CA (8% sur 2019-2023e) et 23% sur l'EBIT (10% sur 2019-23e).

#### **Scénario CA (M€) et marge d'EBIT Ferrari**



Graphique n° 14 - Source: ODDO BHF Securities

Notons que nous sommes au-dessus du consensus et de la guidance société pour 2021 et 2022. En effet, la guidance d'une marge d'EBIT 2021 comprise entre 22,6% et 23,7% (émise en février au moment des résultats annuels puis confirmée au T1) nous semble trop prudente au vu du Q1. Alors que de nombreux indicateurs pointent vers une reprise soutenue du marché en 2021 (cf commentaires concurrents dans l'automobile de luxe en partie Secteur), nous estimons qu'il y a clairement une chance de bonne surprise (pour un acteur qui, rappelons-le, en était habitué avant 2020). Notons également que nous sommes très proches de la guidance initiale d'EBIT de la société pour 2022 (>1,2 Md€) et estimons même que celle-ci est toujours atteignable dans un scénario optimiste.

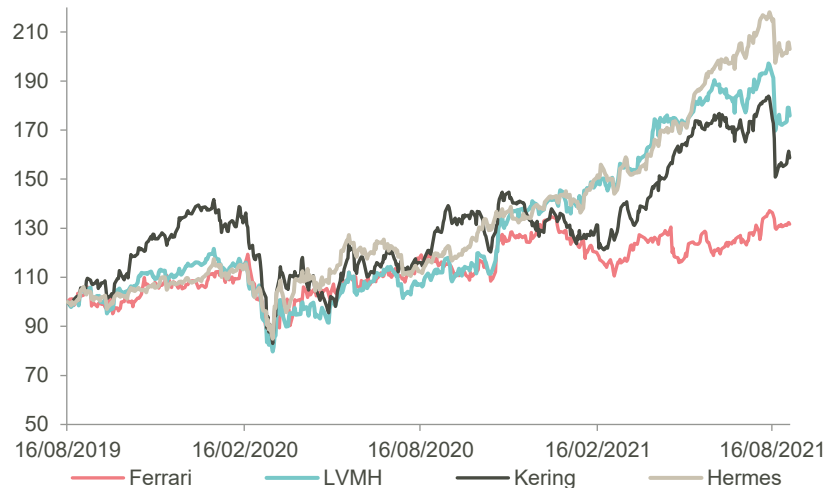
Au niveau du cash, nous ne pensons pas que les investissements à venir dans l'électrique vont avoir un effet démesuré sur les besoins d'investissements de Ferrari. En effet, nous estimons que le BEV devrait rajouter 300 à 500 M€ d'investissements incrémentaux aux projets actuels d'ici 2025, soit ~2% du CA cumulé sur la période, largement compensés par la croissance, alors que le groupe a déjà commencé à investir dans ces nouvelles technologies depuis de nombreuses années (LaFerrari hybride en 2013, hybridation dans la F1 depuis 2014, modèle SF90 PHEV en 2019). Nous pensons en outre que le fort pricing power du groupe lui permettra de générer une rentabilité satisfaisante sur le BEV (à l'instar de la SF90, qui est relative sur la rentabilité grâce à une prime de 81% vs le modèle sport thermique sur lequel elle est basée).



## Nous initions à Surperformance avec un objectif de cours de 221 €

Le cours de Bourse de Ferrari a historiquement évolué en ligne avec ceux des grands acteurs du luxe avant un décrochage en 2021.

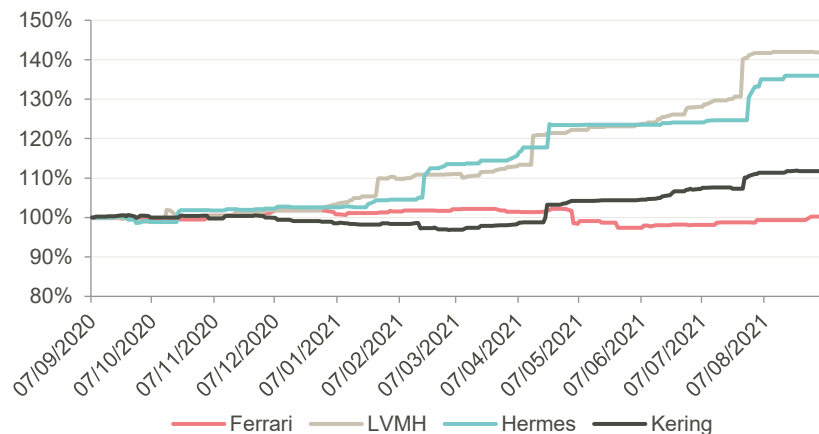
### Evolution des cours de Bourse sur 2 ans (base 100)



Graphique n°15 - Source : FactSet

Une partie de cette correction s'explique par un momentum de résultats moins favorable, avec des révisions à la baisse pour Ferrari vs des révisions à la hausse pour les grands acteurs du luxe, traduisant un impact plus lourd de la crise du COVID sur l'activité de Ferrari. En effet, avec ses capacités de production regroupées à Maranello en Italie, le groupe a été davantage pénalisé par les confinements que les acteurs traditionnels du luxe à l'empreinte globale. Cependant, notons que le mouvement de révisions des résultats sur Ferrari est reparti à la hausse depuis la publication du S1, ce qui devrait entraîner une poursuite du rattrapage du titre. A l'inverse, il est possible que ce soit désormais les acteurs du luxe qui subissent des révisions à la baisse, suite à la nouvelle politique du gouvernement chinois qui vise à réduire les inégalités et qui pourrait potentiellement impacter les ventes de produits de luxe dans le pays (ce qui impacterait aussi Ferrari, mais dans une proportion moindre car rappelons que le groupe ne génère que ~6% de son CA dans le pays vs 30-35% en moyenne pour les acteurs du luxe traditionnel).

### Evolution des BPA du consensus 2022e



Graphique n°16 - Source : FactSet



La sous-performance de Ferrari reflète aussi certainement des craintes autour de la transformation électrique du groupe. Cependant, comme expliqué ci-avant, nous trouvons ces craintes surjouées et pensons que les bons résultats que nous attendons pour 2021 ainsi que le CMD de 2022 devraient dissiper ces doutes et restaurer le bon momentum long terme du titre.

Compte tenu du lien entre Hermès et Ferrari tant d'un point de vue boursier qu'opérationnel (position de leader sur le segment haut de gamme, stratégie de maîtrise des volumes pour maintenir l'exclusivité, pricing power/rentabilité best-in-class), nous utilisons les multiples d'Hermès pour valoriser Ferrari. Nous appliquons une décote de 15%, proche de la moyenne historique alors que les multiples des deux sociétés s'étaient fortement rapprochés avant le décrochage récent de Ferrari.

**Notre valorisation induit un objectif de cours de 221 €, soit un potentiel de 19% sur le cours actuel, justifiant notre recommandation Surperformance.**

#### Valorisation Ferrari

En M€	2022e
CA	4 655
EBITDA	1 711
EBIT	1 167
RN	901
Multiples Hermès	
VE/CA (x)	13
VE/EBITDA (x)	31
VE/EBIT (x)	35
PE (x)	54
Prime / décote	15%
Objectif de cours induit (€)	2022e
VE/EBITDA	244
VE/EBIT	193
PE	225
<b>Objectif de cours moyen (€)</b>	<b>221</b>
Prix actuel (€)	186
Upside (downside)	19%

Tableau n°17 Source: ODDO BHF Securities



# FERRARI ET AML DESORMAIS BIEN POSITIONNES SUR LES DERNIERES TENDANCES DU MARCHE

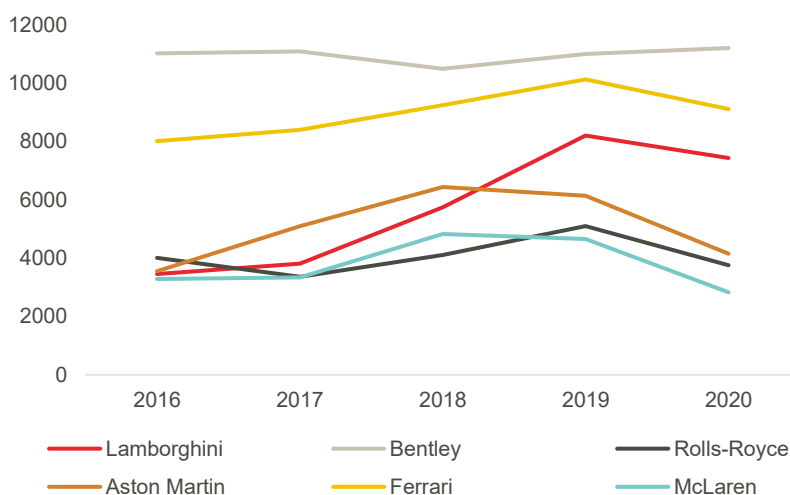
Après une chute exceptionnelle en 2020, le secteur de l'automobile de luxe devrait repartir sur une meilleure dynamique dès cette année. Il continue de bénéficier de la croissance structurelle et résiliente de son marché adressable, les High Net Worth Individuals qui devrait lui permettre de continuer à surperformer la production automobile. Cependant, l'évolution démographique du marché vers l'Asie, des populations plus jeunes, ou encore plus féminines ont entraîné un changement de préférences. Alors que Ferrari et Aston Martin ont mis du temps à s'adapter à ces nouvelles tendances, les deux acteurs sont désormais bien positionnés pour en profiter. Aston Martin pourra s'appuyer dès 2021 de la sortie de son SUV, le DBX. Ferrari a pris une approche plus progressive (modèles GT, PHEV, SUV à partir de 2023) qui offre peut-être moins de potentiel immédiat mais qui n'expose pas le groupe à une tendance ou un marché en particulier.

## Sortie de piste en 2020, rattrapage en 2021

### Chute exceptionnelle en 2020

Alors que les acteurs de l'automobile de luxe européens avaient jusque-là résisté au déclin du secteur automobile enclenché depuis 2018, les ventes ont chuté en 2020 avec une baisse de 22% pour notre échantillon luxe.

### Evolution des volumes de notre échantillon luxe



Graphique n° 18 – Sources : Sociétés, ODDO BHF Securities

\*Pour Aston Martin et McLaren, nous avons décidé d'afficher les volumes retail qui reflètent davantage la demande finale. Sur une base wholesale, Aston Martin aurait affiché une baisse en 2020 de -42% et McLaren de -64%





Au-delà de la baisse générale du secteur en 2020, nous soulignons des disparités importantes entre des acteurs qui ont bien résisté (Lamborghini -9%, Ferrari -10%, Bentley -14% Lamborghini) et d'autres dont les ventes se sont effondrées (Aston Martin -42%, McLaren -64%, Rolls-Royce -24%). Pour AML et McLaren, la crise pré-date 2020 et dépasse clairement des problèmes d'offre ; les deux acteurs sont engagés depuis 2019 dans un rééquilibrage de leur offre et leur demande, auquel est venue s'ajouter la crise, plongeant les deux acteurs dans le trouble financier (soldé chez Aston Martin par des augmentations de capital + de nouveaux financements bancaires). Les divergences de performance illustrent aussi les différences de stratégies : les acteurs ayant le mieux performé étant généralement ceux qui le mieux réussi leur expansion en Chine et/ou qui ont développé un SUV. Ferrari est l'exception notable à cette règle.

## 2021 devrait s'inscrire sous de meilleurs auspices

2021 devrait marquer un rebond plus généralisé du secteur, porté par la reprise quasi-totale de la production (le luxe devrait être moins impacté que le mass-market par la crise des semiconducteurs), des nouveaux produits, un rééquilibrage de l'offre et de la demande chez Aston Martin et McLaren, et un potentiel de rattrapage d'une partie des volumes perdus en 2020. Le rebond des valeurs résiduelles au S2 2020 après un S1 compliqué envoie un message rassurant sur la santé du marché.

## Vers une année record en 2021

La plupart des acteurs du luxe ont connu un très bon T1 avec dans de nombreux cas des résultats records et des carnets d'ordre qui donnent une bonne visibilité sur la poursuite de l'embellie.

### Indicateurs d'activité des acteurs de l'automobile de luxe en 2021

	Croissance S1 21	S1-21 / S1- 19	Guidance croissance FY 21 / FY 20	FY 21 / FY 19	Indication
Ferrari	36%	6%	24%	14%	Carnet d'ordre record, +20% yoy (~+10% retraité des retards COVID). Backlog ~12mois
Aston Martin	242%	23%	77%*	2%*	Backlog 4-6mois, offre/demande rééquilibrée, ASP core +32% yoy
Lamborghini	37%*	7%*			Ventes s1 record. Carnet d'ordre +25% yoy,
Rolls Royce	92%*	19%			Ventes S1 record. Carnet d'ordre 6mois+
McLaren**	118%	-35%			

Tableau n°19 - Source : ODDO BHF Securities

\*Volumes

\*\*T1 (S1 non publié)

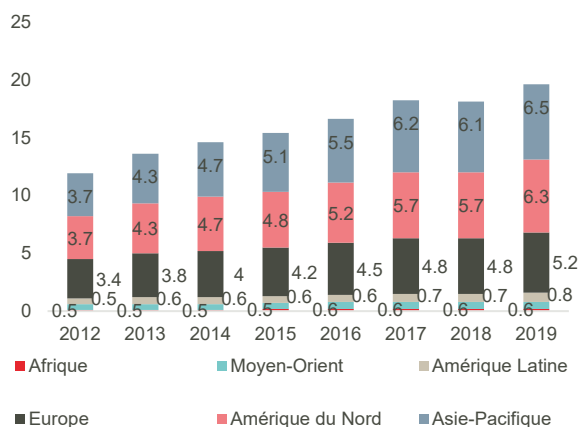
## Le marché adressable continue de progresser, mais les préférences ont évolué

Si toutes les régions hors Amérique Latine ont historiquement affiché des taux de croissance des HNWI dynamiques, la croissance a été particulièrement forte en zone Asie-Pacifique (TMVA de 9,2% en valeur, 8,4% en volume), laquelle représente aujourd'hui le premier marché mondial (30% en valeur, 33% en nombre). L'Amérique du Nord reste également une zone à la fois dynamique (TMVA 8,0%) et majeure (29% en valeur, 32% en nombre). L'Europe est troisième en taille (23% en valeur, 27% en nombre), mais 4<sup>ème</sup> en termes de croissance (TMVA 6,3%), derrière le Moyen-Orient (TMVA 7,1%) qui représente toutefois un nettement plus petit marché (12% en valeur, 3% en nombre).

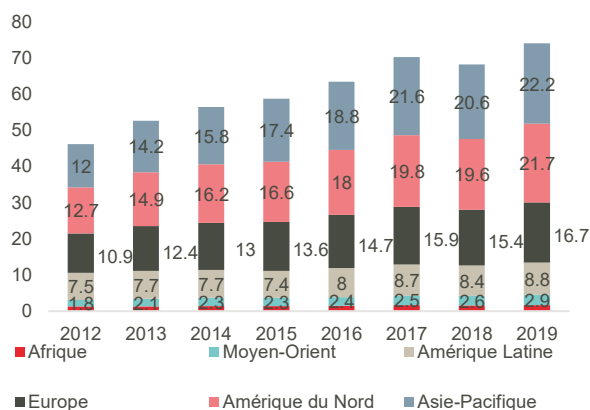


Il est également intéressant de noter que cette population a aussi su se montrer résiliente pendant la crise, en particulier les franges les plus élevées. En effet, le Knight Frank 2021 Wealth Report estime que le nombre de UHNWI a encore progressé de 2% en 2020 (dont +12% en Asie, +4% en Amérique du Nord, et +1% en Europe), la croissance de la valeur des actifs (en particulier les actions et l'immobilier) ayant permis de contrecarrer les effets de la crise.

Evolution du nombre de HNWI (m)



Evolution de la richesse des HNWI (1000 Md\$)



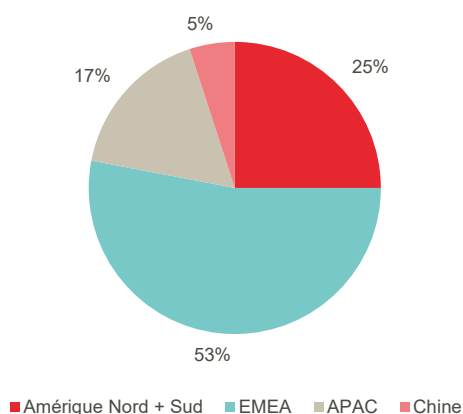
Graphiques n° 20 - Sources: Capgemini Wealth Report, ODDO BHF Securities

En plus de la montée en puissance de l'Asie dans les populations HNWI, nous relevons deux autres tendances notables avec la croissance des populations féminines et un rajeunissement du segment. Ces évolutions démographiques ont fait évoluer les préférences du marché. Aussi, et même si le marché adressable reste en croissance structurelle, il nous paraît essentiel pour les constructeurs de luxe de proposer des produits en phase avec la nouvelle demande du marché.

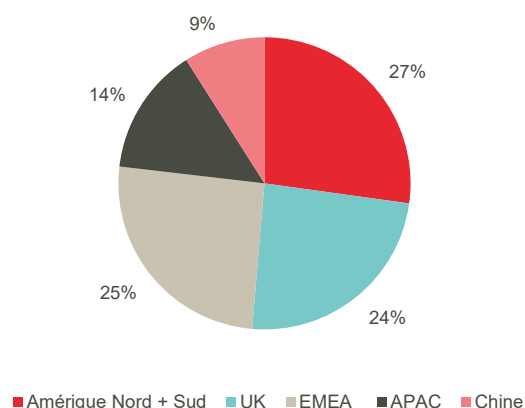
## Désormais bien positionnés pour accélérer en Chine

Sous-pénétrée aujourd'hui, la Chine représente un fort potentiel de croissance pour les acteurs de l'automobile de luxe, à condition de connaître ses particularités. Aston Martin et Ferrari ont lancé de nouvelles initiatives qui devraient leur permettre d'accélérer dans le pays et soutenir leur croissance. L'enjeu nous semble toutefois plus stratégique pour Aston Martin, qui compte à la fois sur la Chine pour retrouver une dynamique de volume positive mais aussi pour améliorer son mix.

Répartition géographique du CA Ferrari



Répartition géographique du CA Aston Martin



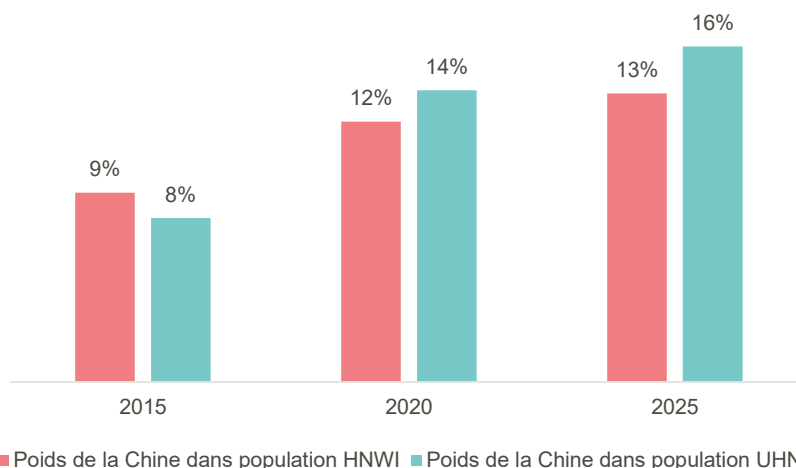
Graphique n° 21 - Source: ODDO BHF Securities



## La Chine, un marché à fort potentiel, mais sous-pénétré

L'enrichissement de l'Asie et notamment de la Chine offre un potentiel de développement important pour les acteurs de l'automobile de luxe. Le pays accueille déjà le plus grand nombre de UHNWI et cette part est amenée à continuer à progresser dans les prochaines années.

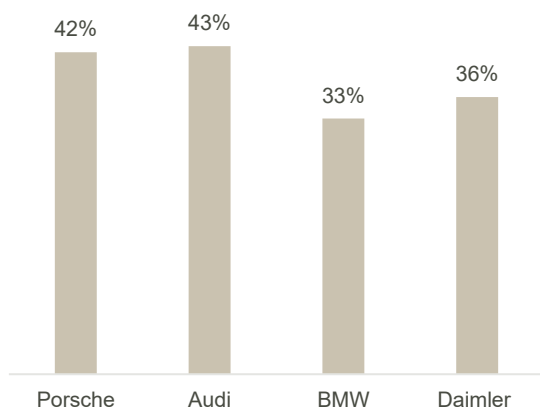
### Poids de la Chine dans population HNWI et UHNWI



Graphique n° 22 - Sources: Knight Frank, ODDO BHF Securities

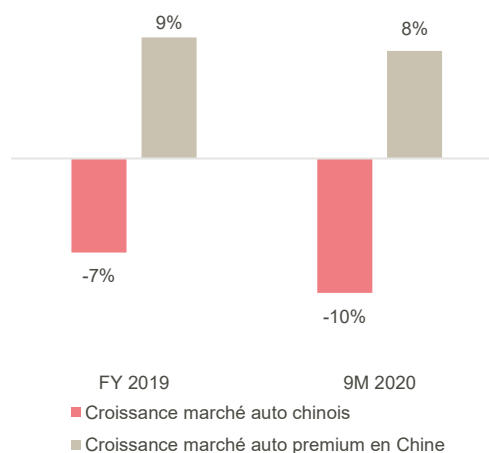
Un marché adressable dynamique et encore peu adressé, conjugué à une offre locale encore peu développée, créent un terreau fertile au développement des acteurs du luxe occidental. Le succès des marques de luxe traditionnelles, mais aussi des marques de véhicules premium laissent entrevoir le potentiel de ce marché.

### Part des ventes réalisées en Chine en 2020 pour acteurs premium



Graphiques n° 23 - Sources: Sociétés, ODDO BHF Securities

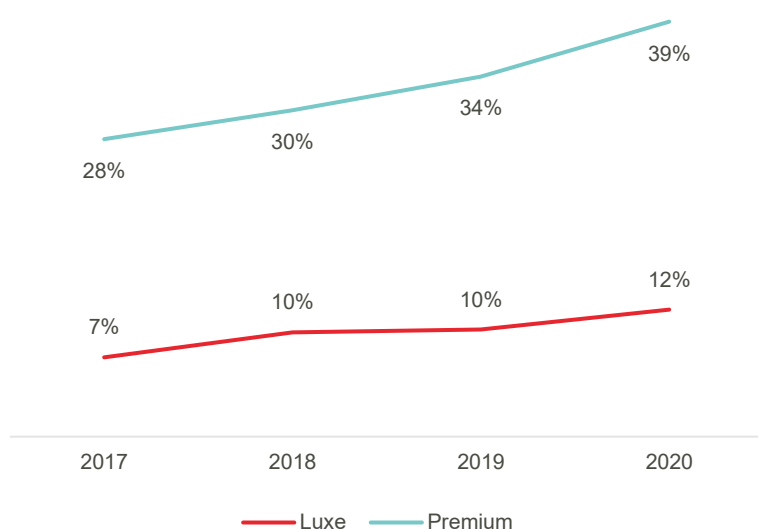
### Surperformance du segment premium en Chine



Cependant, et malgré le potentiel que représente la Chine, force est de constater que les acteurs de l'automobile de luxe restent aujourd'hui sous-exposés à ce marché.



### Evolution du poids moyen de la Chine dans les volumes



Graphique n° 24 - Sources: sociétés, ODDO BHF Securities

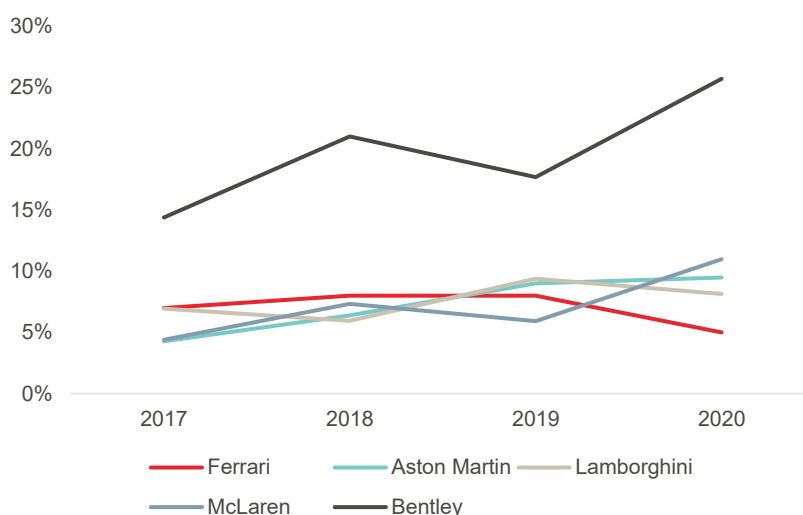
\*Premium : Audi, BMW, Daimler, Porsche

\*\*Echantillon luxe exclut Rolls-Royce

### Des caractéristiques en rupture avec l'offre traditionnelle de Ferrari et Aston Martin

L'analyse de la performance en Chine par constructeur fait apparaître des disparités importantes.

### Evolution du poids de la Chine dans les volumes de notre échantillon



Graphique n° 25 - Sources: sociétés, ODDO BHF Securities

\*Certaines baisses en 2020 malgré la bonne tenue du marché automobile chinois dans son ensemble s'expliquent par un changement de réglementation CO2 amenant certains constructeurs à avancer les livraisons en 2019

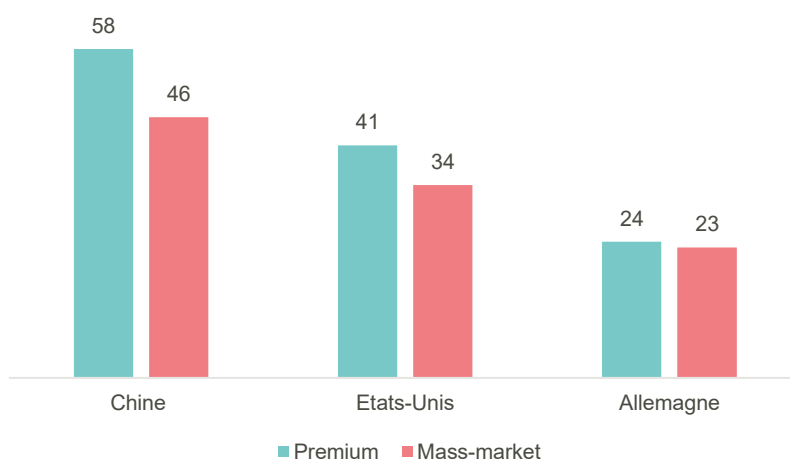
\*\*Rolls-Royce ne dévoile pas ses ventes par pays, mais le CEO a déclaré lors du salon de Shanghai de 2019 que la Chine représentait le deuxième pays du groupe après les Etats-Unis et qu'il deviendrait sûrement le premier dans un futur proche, ce qui laisse donc supposer une pénétration plus proche de celle de Bentley que des autres acteurs.



Le succès relatif de Bentley, Rolls-Royce, de Maybach (marque de luxe de Mercedes qui génère l'essentiel de ses ventes en Chine), mais aussi plus généralement des acteurs du premium, suggèrent que le consommateur chinois semble préférer les berlines, et éventuellement les SUV (proposé par Bentley et plus récemment Lamborghini et Rolls-Royce) aux modèles sport. Cette observation est renforcée par l'analyse du succès de Porsche en Chine, largement tiré par ses SUV Cayenne/Macan ainsi que sa Panamera quatre portes (la Chine étant le premier marché pour ce véhicule). Plusieurs raisons expliquent, selon nous, cette préférence : culture de sport automobile moins développée, qualité moindre de l'infrastructure routière, recours fréquent à des chauffeurs, ou encore présence de plus de femmes dans les populations acheteuses (d'après Aston Martin, 40% de ses ventes en Chine sont réalisées auprès de femmes).

Une autre particularité du consommateur chinois est son plus jeune âge, tournant en général autour de 40 ans, voire 35 ans pour certains modèles (par exemple la toute électrique Taycan de Porsche), contre ~55 ans pour d'autres régions. Cette caractéristique explique sans doute l'appétence des consommateurs locaux pour la technologie.

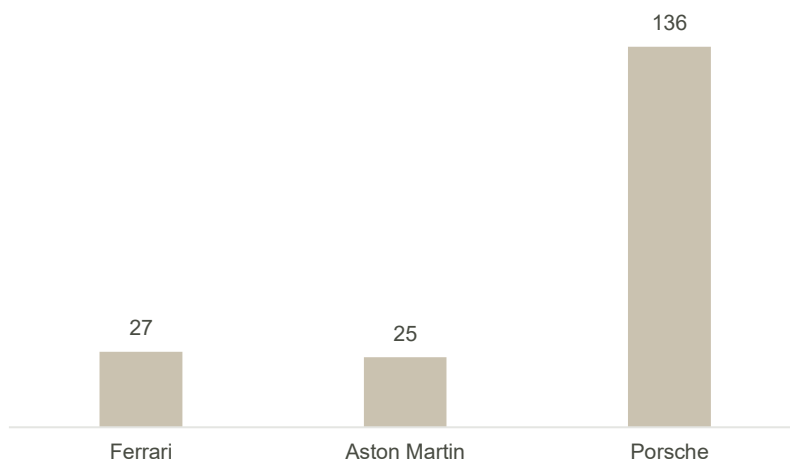
#### Part des consommateurs prêt à changer de véhicule pour une meilleure connectique (%)



Graphique n° 26 - Source: McKinsey

Enfin, nous pourrions aussi noter la popularité des véhicules électriques en Chine, soutenue notamment par différents mécanismes de subventions. Si les véhicules de luxe coûtent trop cher pour pouvoir bénéficier de la plupart des nouveaux mécanismes de subventions à l'achat, tout véhicule considéré comme « New Energy » (BEV, PHEV et FEV, mais pas HEV), peut toujours bénéficier de dérogations sur les limites de plaque d'immatriculation.

Au-delà des préférences produit, il faut aussi souligner que le succès du premium en Chine repose sur une politique d'investissements massifs dans le développement d'une présence locale (image de marque, réseaux, produit...). Alors que la plupart des marques du luxe sont déjà très bien identifiées dans les marchés occidentaux, il leur faudra investir temps et argent pour développer leur présence en Chine.

**Points de vente en Chine**

Graphique n° 27 - Source: Sites sociétés

Ces différentes préférences expliquent selon nous le succès jusqu'à aujourd'hui limité de Ferrari et Aston Martin en Chine. En effet, les deux constructeurs sont historiquement spécialisés sur la voiture de sport deux places, avec en outre des intérieurs et/ou une technologie traditionnellement limitée. Ces constructeurs ne disposent pas non plus de la même force de frappe financière pour développer leur présence et leur technologie que d'autres acteurs comme Bentley ou Rolls Royce qui ont pu profiter des réseaux respectifs de VW et BMW.

### Aston Martin et Ferrari lancent de nouvelles offensives en Chine

Conscients du potentiel non-adressé en Chine, Aston et Ferrari ont chacun lancé de nouvelles initiatives dans le pays, tout en adoptant des stratégies différentes. Les deux groupes nous paraissent désormais bien positionnés pour tirer parti de l'opportunité que représente ce marché, et ce dès 2021.

#### Aston Martin mise tout sur le SUV

Aston mise sur son nouveau SUV, le DBX pour adresser une plus grande partie de la population chinoise. Nous pouvons déjà constater l'impact du SUV puisque la Chine représentait 22% des volumes du groupe au T4 2020 (vs 9% pour l'année pleine). Si ce taux devrait se normaliser au cours des prochains trimestres après une phase de stockage initiale, le taux de pénétration des ventes en Chine devrait graviter vers un niveau supérieur à l'historique (~15%). La sortie de versions hybrides (hybride léger à partir du T3 2021 et hybride rechargeable à partir de fin 2023) s'inscrit également dans la tendance locale, mais notons que l'hybride léger présente moins d'intérêt pour le consommateur chinois que les modèles rechargeables car il ne rentre pas dans la catégorie « New Energy Vehicle » du pays et ne bénéficie donc pas des mêmes dérogations d'immatriculations (et des villes comme Shanghai ont même annoncé supprimer le statut pour les PHEVs d'ici 2023). Enfin, et au-delà des volumes, rappelons que la croissance d'Aston en Chine entraînera un effet mix positif car le groupe applique une prime de prix dans le pays.



## Ferrari prend l'approche de l'élégance et de l'hybride, en attendant SUV

Les ventes de Ferrari en Chine ont atteint un point bas en 2020, pénalisées par un effet d'anticipation de livraisons en 2019 en amont d'un changement de réglementation CO2. Au-delà de cet effet, la pénétration du groupe en Chine reste historiquement inférieure à la moyenne, ce que nous attribuons en grande partie à un portefeuille produits fortement pondéré vers les voitures de sport. L'image de marque du groupe, inégalable dans les pays occidentaux, est peut-être aussi moins développée en Chine.

Néanmoins, Ferrari a, sans explicitement l'admettre, manifestement commencé à adresser le « problème » chinois. Le groupe a dévoilé fin 2019, la Ferrari Roma, un modèle GT mettant l'accent sur l'élégance et même s'il s'agit toujours d'une deux-portes, le groupe a indiqué avoir enregistré un niveau de commandes en Chine 50% supérieur à celui de son précédent modèle GT (Ferrari Portofino). Les livraisons de ce modèle (disponible en Chine seulement à partir de mi-2020) devraient porter les ventes du groupe dans le pays cette année. En sus, Ferrari a également confirmé que la SF90 hybride rechargeable connaissait aussi un fort succès dans le pays. Notons que ces deux véhicules sont équipés du nouveau système d'interface homme-machine (Human Machine Interface, HMI) avec de plusieurs nouvelles technologies de pointe (head-up display, nouvel infotainment, nouvelles fonctionnalités sur volant et cluster d'instruments retravaillé), ce qui s'inscrit aussi dans la lignée des préférences locales.

Ferrari Roma



Ferrari Roma interior with new HMI



Graphiques n° 28 - Source: Société

Les résultats T1 du groupe ont fait ressortir un début de reprise en Chine, avec des volumes en croissance de +424% (mais sur faible base de comparaison avec COVID + reconstitution de la liste d'attente au T1 2020), soit 7% des volumes, ce qui reste toujours inférieur aux pairs mais conforme à la moyenne historique du groupe. Ferrari a aussi indiqué que son carnet de commande en Chine avait doublé au T1. S'il est difficile d'interpréter précisément cette indication, nous estimons que les ventes de Ferrari en Chine pourraient rapidement (dès cette année) atteindre 10% des volumes (vs 5% en 2020 et 8% en 2019).

Au-delà de 2021, nous pensons que le SUV PuroSangue devrait permettre de passer à la vitesse supérieure, en ouvrant l'accès à un nouveau segment de clientèle, même si cela ne devrait qu'arriver qu'à partir de mi-2023 (en se basant sur une sortie fin-2022 et un cycle de livraison classique qui priorise l'Europe avant les Etats-Unis et la Chine).

L'attache de Ferrari à son portefeuille de voitures sportives devrait néanmoins limiter son potentiel de pénétration en Chine à court terme. A moyen terme, le groupe pourrait collecter les fruits de ses investissements dans le développement d'une culture sportive locale (événements, cours de conduite offert avec tout achat d'un véhicule, etc.). Notons également à ce titre que Porsche a indiqué constater une augmentation de la demande pour les voitures sportives en Chine, de respectivement +70% et +50% pour ses modèles deux-portes sportives 911 et 718 (soutenu, toutefois, par la sortie de nouvelles versions et sans doute de faibles bases de comparaison).

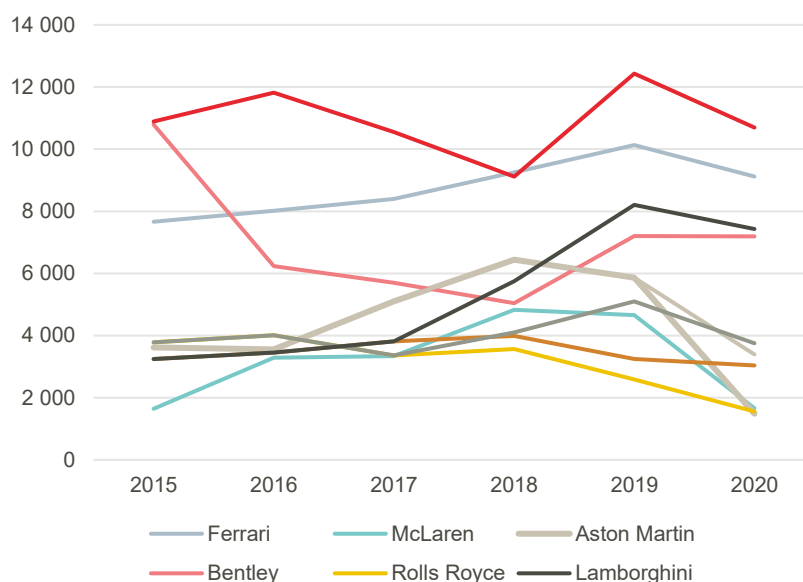


## Et enfin arrivés sur le SUV

### SUV, le nouveau filon du secteur

L'automobile de luxe n'est pas immunisée contre la vague SUV. Si le secteur a mis plus de temps à se lancer sur ce type de produit, longtemps considéré comme techniquement ou stylistiquement incompatible, tous les acteurs du luxe européen hormis McLaren ont désormais lancé (ou du moins, annoncé pour Ferrari) leur modèle « LUV » (Luxury Utility Vehicle). Comme mentionné ci-avant, les SUV ont rencontré une forte popularité en Chine, mais également aux US et dans d'autres pays comme la Russie ou l'Inde. Le potentiel du SUV dans le luxe est particulièrement intéressant car il permet à ses acteurs d'accéder à une nouvelle clientèle qui n'était pas intéressée par les voitures de sport, et donc, en théorie, de minimiser la cannibalisation (un avantage par rapport au mass-market/premium). Cependant, nous remarquons que hors SUV, la plupart des constructeurs auraient affiché des volumes en baisse ces dernières années, illustrant la dépendance du luxe à ce nouveau segment.

#### Volumes luxe incl. & excl. SUV



Graphique n° 29 - Sources: sociétés, ODDO BHF Securities

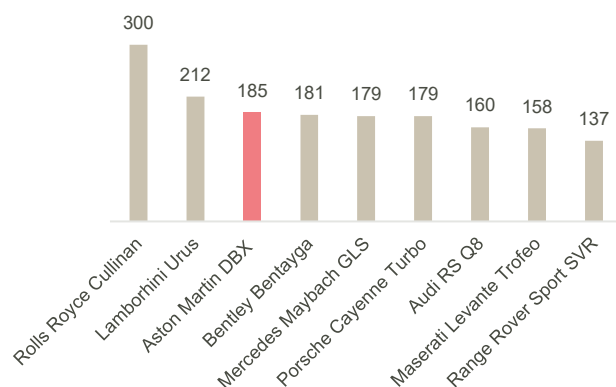
### Un marché désormais concurrentiel, mais toujours en croissance

Le marché du LUV est encore relativement immature, mais presque tous les acteurs ont désormais au moins un produit dans cette catégorie. Bentley a été le précurseur avec les premières ventes du Bentayga en 2016, suivi par Lamborghini avec l'Urus (2018), Rolls-Royce avec le Cullinan (2018), Aston Martin avec le DBX (2020), et bientôt Ferrari avec le Purosangue (2023e). A ces acteurs du luxe classique, nous estimons qu'il faut aussi ajouter certains acteurs du premium, dont les versions haut-de-gamme, entrent en concurrence directe avec le luxe. L'avance prise par les constructeurs premium dans le SUV (nous sommes déjà à la 3<sup>ème</sup> génération de Cayenne), font d'eux des concurrents d'autant plus sérieux.

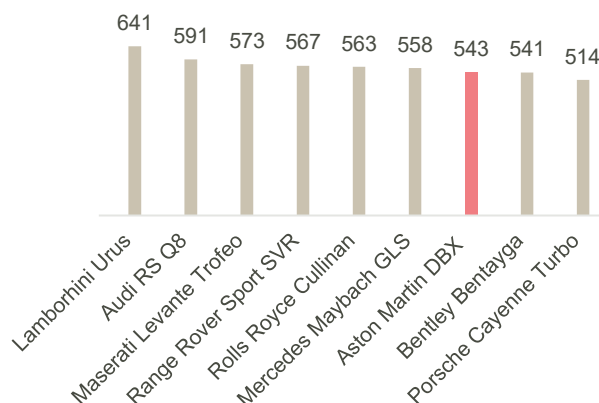




## Prix des SUV luxe + premium (k€)



## Puissance des SUV luxe + premium (cv)



Graphiques n° 30 - Sources: Sociétés, ODDO BHF Securities

Le déluge de nouveaux modèles SUV pose naturellement la question de la capacité du marché à absorber ces volumes. S'il est difficile d'estimer la profondeur du marché compte tenu de son immaturité et de sa capacité à étendre le marché adressable, nous remarquons que :

- Le marché n'a pas encore montré de signe d'essoufflement. Les ventes étaient dynamiques chez tous les acteurs jusqu'en 2019 (+35% de croissance pour le segment) et n'ont pas sous-performé en 2020.
- Les SUV atteignent désormais 60% des ventes chez Lamborghini, Rolls Royce et 55% chez Aston au S1. Si ce taux ne semble pas anormal (chez Porsche, les SUV ont historiquement représenté entre 60 et 70% des ventes, même si cela a été réparti sur 2 modèles), il suggère que nous approchons du niveau optimum et donc que la croissance des ventes de SUV devrait dorénavant évoluer plus en ligne avec les autres modèles.
- Nous estimons que le marché des SUV de luxe (incluant les versions haut de gamme des marques premium) atteignait 47k unités en 2019, mais que celui du premium représentait ~900k unités. L'entrée des acteurs du luxe sur ce segment pourrait potentiellement leur permettre d'attaquer une partie du marché premium. Si celui-ci est aussi plus concurrentiel, il est assurément plus profond.
- Bentley a historiquement réussi à vendre ~5k unités de son Bentayga par an. Même si cela a été réalisé grâce à des mises à jour fréquentes (diesel en 2017, PHEV en 2018, V8 en 2019, refresh en 2021) et dans un environnement moins concurrentiel, cela peut servir de point de référence (objectif similaire pour Aston Martin). Le poids du SUV dans les volumes de Bentley a baissé en 2020, mais cela pourrait s'expliquer par l'anticipation d'une nouvelle version en 2021.

## AML va en bénéficier plus vite, mais Ferrari est moins exposé

Encore une fois, Aston Martin et Ferrari ont saisi l'importance de ce nouveau relais de croissance mais se distinguent par leur approche. AML a placé son SUV au cœur de son offre (objectif de 50-60% des ventes) et le succès (la solvabilité ?) du groupe reposera donc en grande partie sur ce modèle/segment. Chez Ferrari, le SUV, qui n'arrivera qu'à partir de 2022/2023, est présenté comme une extension de l'offre (20-30% des ventes selon nous), réduisant l'exposition du groupe au dynamisme, mais aussi à la saturation potentielle du segment.



## Aston Martin démarre fort avec le DBX

Aston a saisi pleinement, quoiqu'assez tardivement l'opportunité SUV. Le DBX a été lancé sans accroc au S2 2020, avec des ventes qui ont atteint 1 171 unités au T4 et 1 595 unités au S1 2021 soit respectivement 64% et 55% des ventes du groupe. Nous attendons donc 3.3k unités pour l'année pleine. Il convient aussi de noter qu'il s'agit de ventes réalisées auprès du réseau de distribution du groupe (et donc pas de la demande finale réelle), mais le carnet d'ordre (6 mois+) semble encourageant et nous pensons que le groupe sera aussi dorénavant plus attentif à ne pas surcharger son réseau après les écueils des dernières années. On pourrait aussi mentionner la réception commerciale positive au nouveau SUV, qui a le mérite d'avoir été développé sur sa propre plateforme, contrairement à plusieurs de ses concurrents (par exemple le Bentayga et l'Urus qui sont développés sur la même plateforme Volkswagen, également partagée avec Porsche et Audi). En revanche, il y a aussi une contrepartie à cette indépendance, qui s'exprime à travers un système d'infotainment qui provient de Daimler mais d'une version datant de 2016, critique fréquente à l'encontre du véhicule et qui pourrait éventuellement lui être dommageable (notamment en Chine). Le nouveau partenariat avec Mercedes devrait permettre d'adresser ce problème avec les nouveaux refresh produits en 2023.

### Interieur et infotainment DBX



Graphique n° 31 - Source: société

Avec un pricing en bas de fourchette du segment LUV (prix de base 185 k€ vs Urus à 212 k€, et Cullinan >300 k€), le groupe vise manifestement une stratégie de volumes, s'attaquant aux parts des Porsche Cayenne, Land Rover, et Bentayga. En outre, le DBX devrait également bénéficier de la sortie d'une version hybride léger au T3 de cette année et d'une version performance qui devrait être dévoilé d'ici la fin du T2 (livraisons T1/T2 2022).

Tous ces éléments nous rendent assez confiants dans la capacité du groupe à atteindre environ 3,6k unités d'ici à 2022. Toutefois, rappelons que le groupe vise vendre entre 5k et 6k unités de SUV à moyen terme (soit >50% de son objectif de 10k unités à horizon 2024/25) et, si la version PHEV du DBX attendue en 2023/24 devrait apporter un soutien aux ventes, nous estimons qu'il sera difficile de maintenir ce niveau sur un modèle vieux de 5 ans, à fortiori dans le luxe où les modèles vieillissent plus vite (Bentley a historiquement réussi à vendre ~5k Bentayga par an, mais dans un environnement concurrentiel plus favorable et grâce à la sortie régulière de nouveaux modèles). Nous pensons donc que pour atteindre ces objectifs, le groupe devra sûrement développer un nouveau modèle d'ici là (comme Porsche a fait avec la Macan).



## Pas d'impact du SUV avant 2023 chez Ferrari, et sûrement dans des proportions moindres

Ferrari aura aussi finalement cédé aux chants de sirènes du SUV avec le Purosangue. Le groupe sera le dernier acteur de notre échantillon luxe à amener son SUV sur le marché (à condition que McLaren tienne sa promesse de ne pas en développer). La date définitive n'est d'ailleurs toujours pas connue, nous savons juste qu'il sera annoncé d'ici 2022. Le groupe n'a pas indiqué de prévisions de volumes ni de prix, mais a d'ores et déjà prévenu qu'il ne deviendrait pas « un nouveau Porsche ». Si cela reste assez vague, nous estimons que Ferrari vend ~2 k de ses modèles GT par an et 4 à 5 k de son modèle sport, et donc pourrions supposer une fourchette de 2 k à 3 k d'unités pour le Purosangue et un niveau de prix sûrement nettement supérieur aux concurrents.

Il convient aussi de noter que la définition FUV (Ferrari Utility Vehicle) du groupe semble se distinguer du SUV classique. Si le modèle n'a pas encore été dévoilé, nous savons déjà que le constructeur ne concèdera aucun compromis sur la performance, et les premières images de véhicules test (non confirmées) semblent en effet indiquer un design plus sportif que les SUV classiques. Si nous respectons l'envie de Ferrari de rester cohérent à son image de marque (le SUV n'étant généralement pas favorablement perçu par les fans de voitures de sport, et en particulier chez Ferrari<sup>1</sup>), il y a un « risque » que le véhicule ne corresponde pas à tous les consommateurs, notamment les chinois qui attachent beaucoup d'importance au confort (spacieux...) du véhicule, même si le succès de la Panamera en Chine montre qu'il y a aujourd'hui un marché pour une quatre places sportive. En outre, rappelons que les tentatives précédentes de véhicules « confort », la Ferrari FF et la GTC4 Lusso, n'ont vraisemblablement pas connu un énorme succès (à en juger les valeurs résiduelles), avec des pics de ventes sûrement inférieurs à 2 k/an. Cependant, même si ce risque venait à se matérialiser, nous estimons que l'impact sera mineur pour le groupe. En effet, rappelons que Ferrari est le seul acteur de notre échantillon luxe affichant un taux de croissance positif de ses ventes de véhicules de sport/GT entre 2015 et 2020 (+18% même après crise COVID). Nous voyons ainsi le développement du SUV du groupe comme une nouvelle corde à son arc, sans pour autant engendrer de dépendance. Si le risque de saturation sur ce segment venait à se matérialiser, l'impact pour Ferrari serait minime.

---

## Flatteur sur les ventes mais pas la rentabilité ?

Compte tenu de la similarité des tendances entre le marché des SUV du mass-market et du luxe, on pourrait imaginer un impact financier similaire. Cependant, et alors que les SUV représentent un des principaux gisements de rentabilité dans les segments mass-market et premium, nous ne pensons pas que ce soit le cas pour le luxe. En effet, nous ne constatons pas de corrélation ni d'impact visiblement positif sur l'évolution de la rentabilité des acteurs du luxe qui ont fortement développé leur gamme SUV comme Bentley ou encore Porsche. Intuitivement, cela fait sens car les modèles SUV du luxe ne sont en général pas les plus chers de la gamme, alors que les coûts de matériaux sont supérieurs. Nous estimons ainsi que le DBX d'Aston Martin (185 k€), déjà dans le bas de la fourchette de prix des LUV, pourrait avoir une rentabilité plus proche de « l'entrée de gamme » Vantage (150 k€) que de la DB11 (190 k€), même si, à court terme, l'effet mix devrait être positif puisque le succès commercial du modèle engendre moins de subventions d'achat. A l'inverse, nous pensons que Ferrari, qui pilote ses projets en fonction de leur retour sur investissement, ne diluera pas sa rentabilité avec son Purosangue.

---

<sup>1</sup> <https://www.ferrarichat.com/forum/threads/ferrari-suv-fuv-purosangue-wild-speculation-poll-what-engine-power-price.602295/>



## Marché des séries limitées et des voitures de collection toujours résilient

### Pas de signe de faiblesse pour les séries limitées, en particulier chez Ferrari

En plus de leurs modèles de série les constructeurs de luxe ont ces dernières années intensifié le développement de voitures en série limitées, dites supercars et hypercars.

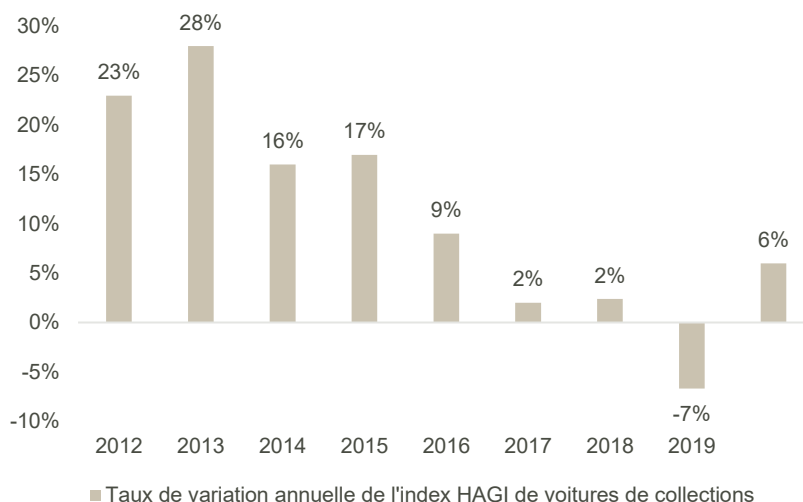
Autrefois rarissimes, l'afflux de nouvelles super/hyper-cars sur le marché amène régulièrement à des questions autour de l'éventuel impact sur l'exclusivité des marques de voiture de luxe. Nous ne voyons cependant pas de signaux de faiblesse particuliers à court terme. Tous les derniers modèles en série limités développés par Ferrari avaient été vendus avant même qu'ils soient officiellement présentés, qu'importe leur prix (Monza SP1 & SP2, 1,8 M\$, 500 unités) ou leur volumes (812 Competizione et 812 Aperta, respectivement 600 k\$ et 700 k\$ vendus à 1 598 exemplaires combinés). En ce qui concerne Aston, le groupe a aussi déjà vendu tous les exemplaires de sa Valkyrie coupe (2,5 M£ ; 150 exemplaires à livrer sur 2021/22) mais il lui restait il y a quelques mois quelques-unes des 88 unités de son Speedster (765 k£, à livrer sur 2021/22) à écouler. Nous pensons que le groupe a à ce stade vendu peu de Valhalla (600 k£, 750-1000 unités selon nous 2023/24), mais cela ne nous semble pas particulièrement alarmant à ce stade compte tenu de l'horizon de livraison éloigné (à partir du H2 2023) et du fait que le marché attend sûrement de voir la performance de la Valkyrie sur lequel le modèle est basé avant de se décider sur un achat.

### Le marché des voitures de collection a bien résisté en 2020, mais devra évoluer

Les super/hyper-cars étant souvent considérées comme des investissements pour les collectionneurs, nous pensons que l'analyse des transactions des voitures de collection peut servir d'indicateur avancé de la demande du marché. Contre les attentes, le marché des voitures de collection a enregistré une progression de 6% en 2020 selon le HAGI Top Index, avec une performance particulièrement forte pour Ferrari (+14%). Après les annulations d'enchères du S1, le marché s'est fortement ressaisi au S2. Il est possible que les interdictions de voyage et les risques (perçus ou réels) posés par le transport en commun ait soutenu la vente de véhicules. Cela s'inscrit cependant dans un contexte quelque peu mitigé pour l'automobile de collection ces dernières années. En effet, après une explosion des ventes entre 2012 et 2016, la croissance des dernières années a été beaucoup plus modeste. Nous constatons également que plusieurs véhicules mis aux enchères n'ont pas atteint leur seuil limite. Toutefois, que les marques les plus reconnues (et notamment Ferrari) continuent de bénéficier d'une forte désirabilité auprès des collectionneurs.



### Evolution de l'indice HAGI de voitures de collection



Graphique n° 32 - Source: Historical Auto Group Index

Au-delà des craintes de surchauffe, un des risques pesant au-dessus du marché des voitures de collection est que le renforcement des restrictions d'émissions de CO2 finisse par impacter la valeur de ces véhicules. A ce stade, ce risque n'a pas l'air d'avoir sensiblement impacté le marché, peut-être parce que les premières interdictions de véhicules à combustion ne sont pas attendues avant 2030/35. En revanche, nous estimons qu'il sera important pour les constructeurs de proposer des modèles cohérent avec les normes d'émissions (hybrides, voire tout-électrique) d'ici la deuxième moitié de décennie. En outre, notons que l'évolution démographique des HNWIs pourrait aussi impacter ce marché. En effet, les voitures de collection ne sont que le 5<sup>ème</sup> investissement de passion des asiatiques alors qu'elles occupent la 2<sup>ème</sup> position dans la majorité des autres marchés.

### Investissements de passion dans le monde (1 = plus populaire)

	Asie	Am.Nord	Europe (ex-UK)	Moyen-Orient	Russie	UK	Moyenne
Art	2	1	1	1	1	1	1
Voitures de collection	5	2	2	3	6	2	2
Montres	1	4	3	2	3	4	3
Vin	4	3	3	6	4	3	4
Bijouterie	3	5	5	4	2	5	5

Tableau n° 33 - Source: Knight Frank



## ET DES CRAINTES SUR L'ELECTRIFICATION SURJOUÉES

---

*Alors que les constructeurs automobiles mass-market ont désormais bien entamé leur transition énergétique, ce n'est clairement pas encore le cas pour les constructeurs du luxe, dont les plans d'électrification semblent à la fois lointains (pas avant 2025 pour la majorité), et peu détaillés.*

*Jusque-là épargné par le statut de petit constructeur, le durcissement du cadre réglementaire va enclencher une accélération de l'électrification du luxe dans les prochaines années, entraînant naturellement une intensification des questionnements autour de son impact commercial et financier. Nous retrouvons ici les questions usuelles posées à l'automobile classique (technologie, rentabilité, investissements...) mais également d'autres considérations particulières au monde du luxe (perception client d'une voiture de luxe sans moteur, performance...).*

*Nous pensons néanmoins que, comme pour le mass-market, ces enjeux devraient pouvoir être surmontés et qu'ils ne devraient pas bouleverser outre-mesure la hiérarchie actuelle.*

### Cette fois-ci le secteur n'échappera pas à la transformation

---

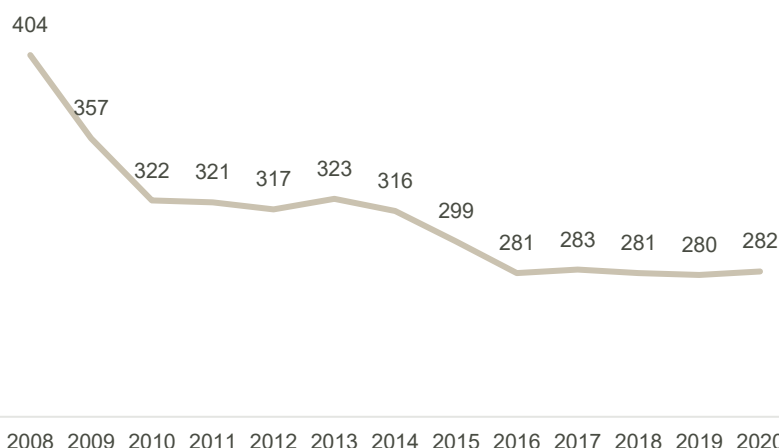
#### Peu d'impact des normes d'émission de CO2 actuelles

Les constructeurs automobiles de faibles volumes bénéficient de dérogations aux réglementations environnementales, avec des traitements qui diffèrent selon les régions :

- **En Europe**, chaque constructeur vendant moins de **10k unités dans l'Union européenne** est autorisé à déroger aux quotas d'émissions de CO2 en vigueur mais doit néanmoins montrer une amélioration progressive de son taux d'émission. Ferrari devait ainsi respecter à fin 2021 un taux de CO2/km de 277g (vs 290g en 2016), soit un niveau bien supérieur à celui imposé aux constructeurs mass-market (95g en moyenne avant retraitements). Le groupe était toujours au-dessus de son seuil en 2020 (282g), mais l'arrivée des modèles hybrides devrait soutenir une amélioration sur les prochains exercices. Nous comprenons en outre que les pénalités engendrées par le dépassement sont minimales.



### Evolution des émissions de CO2 de Ferrari en Europe (g/km)



Graphique n° 34 - Source: Société

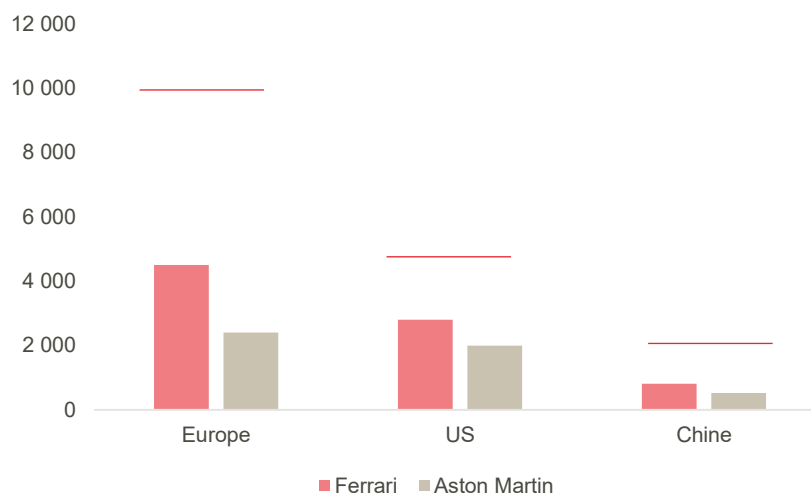
- **Aux Etats-Unis**, 2 organismes et standards distincts avec l'EPA et la NHTSA, en plus de certains Etats comme la Californie qui cherchent à établir leur propre régulation. L'EPA a autorisé les constructeurs développant moins de **5k unités pour le marché américain** déroger aux normes d'émissions générales et de proposer leur propre standard qui sont actuellement en cours de finalisation. Les réglementations NHTSA, quant à elles, s'appliquent aux constructeurs produisant plus de **10k véhicules au niveau mondial**. Enfin, l'Etat de Californie a son propre système de régulation. Celui-ci avait été remis en cause par l'administration Trump, mais l'administration Biden devait rendre le droit à la Californie de fixer ses propres objectifs et il deviendra donc sûrement nécessaire aux constructeurs petits volumes de pétitionner à nouveau pour des exemptions.
- En **Chine**, un constructeur petit volume est défini comme **important moins de 2k unités dans le pays**. Les constructeurs de petits volumes doivent démontrer un taux minimum d'amélioration de CAFC (Corporate Average Fuel Consumption), sans quoi ils doivent acheter des crédits NEV sur le marché.

Ferrari et AML sont aujourd'hui en dessous de la plupart des seuils en vigueur pour continuer à bénéficier de dérogations aux normes d'émissions de CO2. Si certains de ces seuils pourraient bientôt être dépassés (Ferrari devrait perdre son exemption NHTSA cette année et les deux constructeurs pourraient également passer au-dessus des normes en Chine), les achats de crédits requis pour régulariser leur situation (qui pour rappel dépendent du nombre de véhicules vendus) sont minimes dans le cadre actuel.





### Volume par région et seuils



Graphique n° 35 - Source: ODDO BHF Securities

### Mais vers des interdictions du moteur à combustion en 2030/35

Si les constructeurs de luxe devraient donc continuer à bénéficier de dérogations des règles d'émissions à court/moyen terme (hormis quelques achats de crédits), ils font désormais face à une pression beaucoup plus prégnante avec l'accélération de nouvelles mesures visant à faire disparaître les véhicules à combustion. Au total, nous comptons plus de 30 pays et plus de 20 villes majeures visant à bannir ces véhicules, généralement à horizon 2030/35 et, alors que le doute planait généralement sur le traitement de l'hybride, plusieurs pays l'ont explicitement intégré à leur plan. C'est par exemple le cas de la Californie, du Royaume-Uni, et maintenant de l'Union Européenne qui vient d'annoncer une interdiction totale pour la vente de nouveaux véhicules thermiques + hybride d'ici 2035 avec suppression des exemptions pour les petits constructeurs d'ici 2030.

### Des objectifs ambitieux mais un démarrage lent

Malgré certaines annonces récentes d'objectifs long terme ambitieux, force est de constater que le secteur de l'automobile de luxe a pris un train de retard dans l'électrique, avec très peu d'offre tout-électrique, et aucune chez les 6 principaux acteurs européens. Cela fait suite notamment à plusieurs reports ou abandons de projets (Aston Martin Rapide E BEV, Lamborghini Estoque BEV, Lamborghini Urus PHEV...), illustrant les difficultés (commerciales, financières) à développer une offre BEV viable dans l'automobile de luxe.

Les constructeurs du luxe ont pour l'instant concentré leurs efforts sur l'hybride, un compromis assez facile car il permet d'augmenter la puissance du véhicule (via l'ajout de moteurs électriques), sans pour autant adresser les principaux défis techniques et commerciaux posés par le tout-électrique (pas de problème d'autonomie, poids maîtrisé, son préservé, investissements limités...). Le passage au tout-électrique représente donc toujours un important défi pour les constructeurs d'automobile de luxe.





### Progrès et ambitions dans l'EV des acteurs du luxe

	Ambitions électrique	Date de premier HEV	Date de premier PHEV	Date de premier BEV
Aston Martin	90% électrifié d'ici 2030	Q3 2021 (DBX)	2023/24 (DBX)	~2025
Ferrari	60% hybride d'ici 2022 (décalé)	2013 (LaFerrari)	2019 (SF90 Stradale)	2025
Rolls Royce	?	?	?	d'ici 2030 (Silent Shadow)
Bentley	100% PHEV d'ici 2026 et 100% BEV d'ici 2030	2017 (Bentayga)	2019 (Bentayga)	2025/26
McLaren	100% électrique d'ici 2035	-	2013 (P1)	2025-2030
Lamborghini	-100% hybrides d'ici 2024 - Emissions -50% d'ici 2025	2020 (Sian)	2023	2025-2030

Tableau n°36 – Sources :sociétés, ODDO BHF Securities

Il existe tout de même une offre de véhicules de performance tout-électrique sur le marché aujourd'hui, mais celle-ci reste principalement concentrée sur l'ultra haut de gamme des super/hypercars. Dans cette catégorie, nous relèverons l'acteur croate Rimac avec la Nevera, l'italien Pininfarina (groupe Mahindra) avec sa Batista (basée sur une architecture de Rimac), ou Lotus avec la Evija, toutes prévues pour le S2 2021. Les prix élevés de ces véhicules (~2M€) permettent de compenser les investissements liés à l'électrification, mais ils limitent de fait leur statut à celui de véhicule de niche (~150 unités produites).

Nous pourrions aussi éventuellement citer Porsche, dont les versions performance de sa Taycan atteignent des niveaux de prix qu'on trouve dans le luxe (156 k€ pour la Turbo et 190 k€ pour la Turbo S), de même qu'Audi avec la version RS de son e-tron GT. Notons cependant que ces véhicules ne prétendent pas aux niveaux de performance que l'on trouve habituellement dans le luxe. Le Roadster de Tesla pourrait être le prochain véhicule à afficher des niveaux de performance dignes d'un véhicule de sport, mais le retard pris dans le développement du véhicule (date de sortie définitive toujours pas annoncée) semble témoigner du défi en jeu.

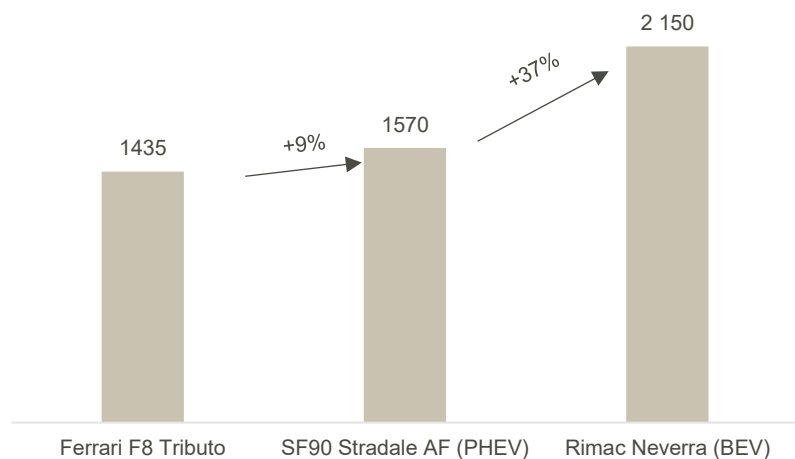
## Des défis techniques, mais du temps et de l'expérience pour les adresser

Avec un niveau de performance encore limité, le tout-électrique représente un défi technique/technologique pour le luxe, à fortiori

### Une technologie contraignante et qui devrait le rester à Court terme

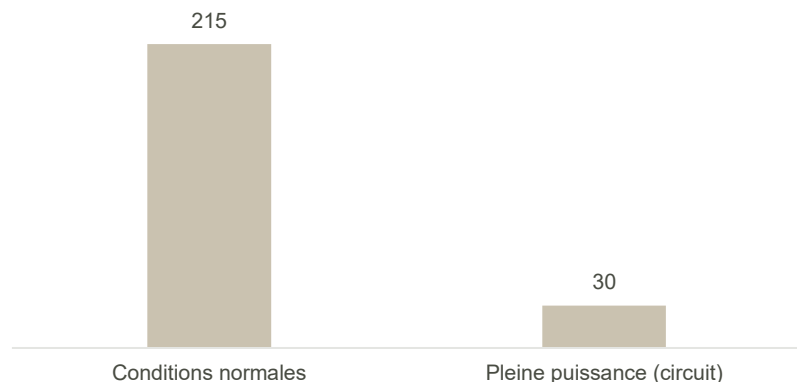
### Une technologie encore contraignante pour le luxe

Si la technologie électrique permet d'atteindre des niveaux d'accélération records (couple instantané), elle pose aussi d'importants défis techniques, à savoir le poids additionnel et l'autonomie réduite. Ces défis sont amplifiés pour les véhicules de sport : l'autonomie d'une batterie se réduit à vitesse exponentielle quand le moteur tourne à forte puissance, tandis que le poids additionnel impacte le maniement, pourtant central à la bonne conduite du véhicule.


**Poids de voitures semblables mais à différentes motorisations (kg)**


Graphique n° 37 - Sources: Sociétés, ODDO BHF Securities

Les barrières techniques et technologiques sont d'ailleurs l'un des principaux arguments mis en avant par les constructeurs d'automobile de luxe pour avoir retardé leur passage au tout-électrique. Si nous pensons que cet argument masque au moins en partie des considérations plus pécuniaires, il est vrai que les performances des voitures de sport tout-électriques sont aujourd'hui assez limitées. D'ailleurs, le fait que Tesla, sûrement l'un des acteurs les plus avancés sur la technologie électrique aujourd'hui, continue de repousser son Roadster, atteste selon nous des limites de l'électrique aujourd'hui.

**Autonomie de la Lotus Evija (BEV) sous différentes conditions**


Graphique n° 38 - Source: ODDO BHF Securities



## Et probablement pas d'innovation de rupture dans la batterie avant la deuxième partie de décennie

Il convient aussi de souligner que nous n'attendons pas, à court terme, de rupture technologique qui permettrait faire un bon dans la performance. En effet, la source de toutes les problématiques en lien avec les véhicules électriques aujourd'hui provient de la batterie, à la fois trop lourde (~600 kg pour le système de batterie tout-électrique, 250 kg pour du PHEV) et peu efficace. En sus, et si beaucoup de progrès ont été réalisés dans la performance des véhicules électriques, la technologie batterie n'a elle-même qu'assez peu évolué ces dernières années. La Nevera de Rimac utilise globalement la même technologie de cellule (Lithium-ion cylindriques NMC) que les premières Model 3. Alors qu'il y a une quantité presque innombrable de projets de recherche en cours (lithium-métal, lithium air, graphène, solid-state...), tous promettant des forts potentiels, aucun n'a encore franchi l'étape du laboratoire. Même le solid-state, qui semble être la technologie la plus avancée aujourd'hui et pourrait donc représenter le plus de potentiel à moyen terme, ne devrait voir ses premières applications qu'à partir de 2025 (avec ses précurseurs QuantumScape et Solid Power qui commencent tout juste à planifier des usines pilotes), et même potentiellement plus tard pour les voitures de performance (où la forte résistance interne pourrait être problématique). On pourrait aussi mentionner ici les nouvelles cellules 4680 de Tesla, même s'il s'agit de la même composition chimique avec un processus industriel retravaillé et donc dont les améliorations devraient être plus incrémentales que révolutionnaires, mais dont l'horizon semble plus proche (même s'il semble s'éloigner au vu du décalage des projets du groupe). Si le secteur du luxe pourrait avancer plus rapidement que le mass-market dans certains cas en s'affranchissant des contraintes d'industrialisation à grande échelle à bas coût (généralement perçu comme le premier défi pour la production de batterie), nous n'anticipons pas d'application de technologies de ruptures avant plusieurs années.

---

## Mais les constructeurs ont jusqu'à 2025 pour résoudre Ces défis, sans risquer de pertes de parts de marché

Les premiers véhicules électriques des grands acteurs du luxe et notamment Ferrari et Aston Martin, ne sont pas attendus avant 2025/26. En plus de laisser du temps pour résoudre les défis techniques (et financiers) posés par l'électrique, nous ne nous ne pensons pas que l'horizon de temps éloigné expose les constructeurs du luxe à des pertes de parts de marché disproportionnées car :

- La clientèle « historique » de l'automobile de luxe (d'ailleurs appelée « petrolheads ») reste aujourd'hui en grande majorité fidèle au moteur à combustion.
- L'offre devrait toujours être assez limitée d'ici là, la plupart des acteurs du luxe s'étant alignés sur des dates de sorties post-2025. Certains acteurs du premium s'attaquent dès aujourd'hui au segment, comme Porsche avec la Taycan Turbo S à 190k€, ou Audi avec la RS e-tron GT (140k€), mais avec des niveaux de performance discutables. Quant aux hypercars, elles sont par nature limitées en nombre (généralement 130-150 unités totales), et aussi en performance à ce stade.
- Les modèles hybrides attendus dans l'interim devraient pouvoir satisfaire une clientèle plus soucieuse de son impact environnemental.



## Ferrari seul mais bien armé, AML bien accompagné

### Ferrari, rare Cavallino seul face à une armada de partenariats

Les contraintes techniques posées par l'électrification ne seront pas abordées de la même manière par les acteurs du luxe. Les filiales de groupe s'appuieront largement sur les systèmes de propulsions développés par leur maison-mère (Lamborghini, Rolls-Royce, Bentley) ou les capitaux qu'elle leur fournit (Lotus, Pininfarina, Alpine). Certains plus petits acteurs ont développé des partenariats (Aston Martin-Mercedes, Pininfarina-Rimac, Koenigsegg-Rimac, Alpine-Lotus, Jaguar-(X)). Ferrari, lui, fait cavalier seul. En outre, le groupe a toujours mis en avant son taux élevé d'internalisation, et nous pensons donc qu'il développera une grande partie des technologies en interne.

### Mais le groupe devrait tirer parti des enseignements de la F1 et de la SF90, ainsi que de son nouveau dirigeant

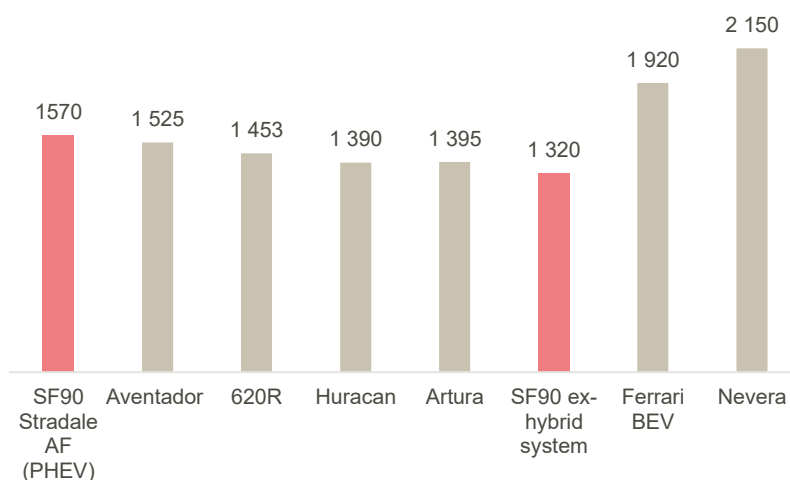
La Formule 1, en plus de servir d'outil marketing, est utilisée comme un laboratoire technologique dont les innovations ruissellent vers les produits homologués des constructeurs. L'introduction d'une motorisation hybride en Formule 1 à partir de 2014 a permis à Ferrari de développer un savoir-faire sur l'ensemble des technologies électriques : batterie et leur système de contrôle, onduleurs, freinage régénératif, logiciel... Ces compétences ont d'ailleurs permis au groupe de développer (avec succès) deux hybrides rechargeables (SF90 Stradale et 296 GTB), qui représentent déjà une marche technologique considérable par rapport aux hybrides légers et confèrent une avance au constructeur par rapport à ses concurrents (première PHEV de série pas attendue avant 2023 chez AML).

Si toute la technologie et les investissements ne sont bien évidemment pas parfaitement transposables aux véhicules routiers, nous pensons qu'un constructeur de voiture de sport comme Ferrari est particulièrement bien positionné pour tirer parti des technologies F1. En effet, le groupe semble avoir déjà intégré plus d'inspirations F1 que ses pairs (expertise sur les moteurs, fibre de carbone, palettes de changement de vitesse, modes de conduite etc.).

Nous trouvons aussi encourageant les progrès de Ferrari sur le poids. La SF90 a battu des records en termes de puissance/kg, avec un poids du véhicule hors-système hybride (-250kg) qui rivalise avec Lamborghini et McLaren. En l'état actuel, une Ferrari BEV serait 11% plus légère que la Rimac Nevera (en prenant l'hypothèse d'un poids identique pour le pack batterie). En outre, Ferrari a réalisé cette performance malgré une utilisation selon nous moins intense que ses pairs en fibre de carbone (Ferrari étant historiquement un spécialiste de l'aluminium), ce qui laisserait supposer qu'il y a encore de la marge d'amélioration pour la BEV à venir. Là encore, le groupe devrait aussi pouvoir s'inspirer de la F1 où le matériau est très largement utilisé.



### Poids actuel et théorique des véhicules Ferrari vs pairs (kg)



Graphique n° 39 - Source: ODDO BHF Securities

Enfin, face au besoin d'accélérer le développement de nouvelles technologies (batteries mais aussi software, infotainment, etc.), nous pensons que le choix chez Ferrari d'un nouveau CEO issu du monde technologique pourrait s'avérer judicieux. En plus de son bon track-record en matière de leadership, l'expérience de M.Vigna en tant que directeur chez STM pourrait apporter des compétences techniques précieuses. Pour rappel, STM fournit des composants électroniques qui peuvent remplir nombreuses différentes fonctions au sein du véhicule, allant des unités de contrôle, au display/infotainment, mais ayant aussi une influence directe sur la performance du véhicule (le groupe est le premier fournisseur d'onduleurs en carbure de silicium, un des éléments clés pour améliorer l'efficacité du moteur électrique). Si M.Vigna ne dirigeait pas la division Power Electronics lui-même, il ne fait pas doute qu'il a les capacités et les contacts nécessaires pour structurer cette activité chez Ferrari.

### Formule E – la fausse bonne idée ?

Au vu des possibilités de transfert de connaissance entre la Formule 1 et les voitures routières, on pourrait imaginer que la Formule E (électrique) remplisse le même rôle pour les technologies électriques, et donc justifier une éventuelle entrée de Ferrari dans la compétition (lequel a jusqu'à aujourd'hui nié toute intention de participation). Cependant, nous pensons que cela pourrait être une fausse bonne idée, car les spécifications techniques actuelles de la Formule E semblent en limiter l'apprentissage potentiel. En effet, le tournoi impose aujourd'hui un unique type de batterie (dont la dernière génération a été développée par Lucid, et la prochaine par Williams Advanced Engineering), alors qu'il s'agit selon nous du principal élément de différenciation et d'amélioration de la performance des véhicules électriques. Nous notons d'ailleurs BMW et Audi ont justifié leur départ de la Formule E par le manque d'apprentissage qu'offrait la compétition.



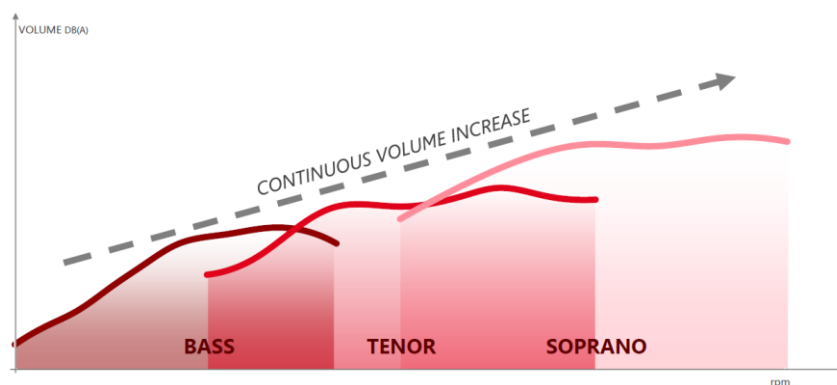
## L'électrique redéfinit la proposition de valeur, mais il y a bien un marché pour la BEV sportive

### Redéfinition de la proposition de valeur

#### Silence étouffant

Dans une interview, le directeur technique de Ferrari admettait que le son était l'une des premières préoccupations de ses clients. Nous pensons d'ailleurs qu'au sein de l'univers des constructeurs de luxe, Ferrari est l'un des plus exposés à cette problématique (de la même manière que Lamborghini ou McLaren) du fait de son image « sport » et de sa notoriété sur les moteurs à combustion puissants. Si Aston Martin vend aussi des voitures de sport, le constructeur joue sur une image plus « subtile » avec l'élégance également mis au centre de sa proposition de valeur, une image plus compatible selon nous avec un moteur silencieux. Bentley et Rolls-Royce pourraient de leur côté même profiter du silence pour renforcer l'image luxe-confort de leur véhicule.

#### La musique Ferrari



Graphique n° 40 - Source: Ferrari

Les constructeurs de luxe sont actuellement attelés à résoudre ce problème et nous nous attendons à ce que cela devienne un point d'innovation et de différenciation important à l'avenir. Peu d'indications précises n'ont été fournies pour l'instant, mais cela aboutira à l'introduction de sons artificiels dans l'habitacle. À titre d'exemple, nous pourrions citer Lotus qui a embauché le producteur de musique de Britney Spears et Susan Boyle pour reproduire une version du son de la Formule 1.

Enfin, notons que Ferrari affirme avoir reçu des retours positifs de ses clients sur l'émotivité générée par la conduite de son hybride, même en mode tout-électrique.

#### Convergence de performance, mais cela fait longtemps que la vitesse n'est plus reine

Même si nous pensons que les constructeurs devraient savoir résoudre les défis techniques posés par l'électrique, nous pensons qu'il sera plus difficile pour eux qu'auparavant de se démarquer sur la performance, et ce pour deux raisons :

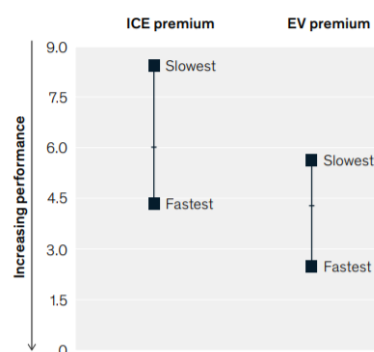


- Contrairement au moteur à combustion, ils ne bénéficient pas de décennies d'expérience de développement du système de propulsion du moteur électrique. Au contraire, ils sont en retard par rapport à des acteurs du pure-électrique qui investissent dans leur R&D depuis de nombreuses années et dont les modèles atteignent déjà des niveaux de performance records (la Nevera de Rimac et la Plaid de Tesla se disputant actuellement le titre de la plus rapide accélération avec un 0-60km/h en moins de 1.9s, vs 2,5s pour la SF90 de Ferrari)
- Les caractéristiques du moteur électrique conduisent fatalement à plus d'homogénéité. La simplicité relative du moteur électrique réduit l'écart de performance entre les modèles. Seuls quelques dixièmes de secondes séparent les performances des deux véhicules, mais la Plaid coûte 129k\$ alors que la Nevera a été annoncée à 2,4m\$.

Tesla Model Plaid vs Rimac Nevera

	Plaid	Nevera
0-60 (sec)	1,99	1,85
1/4 mile	9,23	8,6
Vitesse Max (mp/h)	200	258*
Autonomie (miles)	390**	340*
Prix (000\$)	129	2 400

Différence moyenne d'accélération entre véhicules premium (accélération 0-100km/h, en sec)



Graphiques n° 41 - Sources: Sociétés, McKinsey, ODDO BHF Securities

\*Estimation société

\*\*Cycle d'homologation non précisé pour la Plaid

Nous ne voyons toutefois pas la perte d'hégémonie sur la vitesse comme un facteur de risque significatif pour les acteurs du luxe, même pour un acteur plus orienté performance comme Ferrari. Après tout, cela fait longtemps que Ferrari (et encore moins Aston Martin), ne recherche plus à battre des records d'accélération pour ses voitures routières, le groupe préférant se focaliser sur l'expérience globale de conduite. Cela s'explique aussi par une relation de rendements décroissants : aux niveaux de puissance désormais atteints, toute addition incrémentale apporte peu, et peut même se montrer contreproductive en rendant le véhicule plus difficile à maîtriser. La montée en puissance des modèles GT moins puissants ces dernières années montre également que la performance n'est plus au centre des préoccupations des clients du luxe. Nous pensons néanmoins que la convergence de performance entre les constructeurs va accentuer les autres aspects du véhicule : design (extérieur et intérieur), technologie, perception marque, etc.

## Il existe déjà un marché pour l'électrique de sport

Alors que la question autour de l'acceptation commerciale du véhicule électrique, surtout chez Ferrari, mais aussi chez Aston prend de la place dans les débats, nous rappelons que :

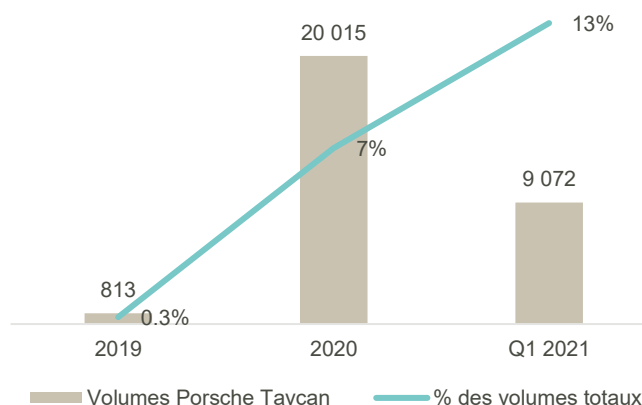
- **Il s'agit d'un enjeu éloigné avec une longue phase de transition** – Les premiers véhicules électriques des grands acteurs du luxe ne sont pas attendus avant 2025/26 et, même à cet horizon, le véhicule électrique ne représentera qu'une petite minorité de leur portefeuille produits. Même en Europe où ils feront face aux réglementations CO2 les plus strictes, les constructeurs continueront à vendre des véhicules à combustion ou hybride (lesquels ont déjà été commercialisés avec succès) jusqu'en 2030/35 (+ un



reliquat au-delà pour les voitures de circuit). En dehors d'Europe, soit ~50% et des ventes de Ferrari et d'Aston Martin (et sûrement un poids plus élevé d'ici là), les constructeurs devraient pouvoir continuer à distribuer leurs modèles classiques jusqu'au moins 2030/35

- **Il y a bien un (nouveau) marché pour la voiture électrique de luxe, même pour les modèles sport**— Si les grands acteurs du luxe ne sont pas encore lancés, il y a déjà sur le marché des voitures de performance électrique, et nous constatons que celles-ci ont connu un large succès. Rappelons que l'électrique peut permettre d'accéder à une nouvelle clientèle qui n'achèterait pas une voiture sportive à combustion (déjà observé chez Ferrari avec sa SF90 PHEV). Plutôt qu'une menace, l'électrique pourrait donc représenter une opportunité. La meilleure illustration de point est sûrement la Taycan de Porsche, dont 9 072 unités ont été vendues au T1 2021, soit déjà 13% des ventes du groupe et presque autant que l'iconique 911 (9 133). Le succès du modèle électrique de Porsche montre d'ailleurs aussi que ni la performance, ni le prix sont les uniques (ou même les principaux) critères de sélection d'un consommateur, sans quoi le modèle peinerait par rapport à la modèle S de Tesla.

#### Volumes Porsche Taycan



Graphique n° 42 - Source: Société

Nous pensons donc que les premières voitures électriques des constructeurs du luxe ont de bonnes chances de succès. Tactiquement, le premier véhicule électrique de certains constructeurs, et en premier lieu Ferrari pourrait même revêtir un intérêt particulier pour des collectionneurs.

## Impact financier incertain, surtout pour Ferrari, mais qui devrait pouvoir être surmonté

Le défi financier engendré par l'électrification est sûrement l'aspect qui nourrit le plus de craintes et de débats autour des acteurs du secteur, et en particulier Ferrari qui va développer ses technologies et ses compétences en interne (vs partenariat avec Mercedes pour AML), et qui a déclaré qu'il comptait continuer à développer ses modèles à combustion en parallèle, ce qui implique que les besoins d'investissements dans l'électrique seront incrémentaux et non substitutifs. Néanmoins, nous pensons que le groupe pourra s'appuyer sur son échelle, son expérience, sa flexibilité et son pricing power pour faire face à ces besoins. Notre analyse de scénarios de Capex induit des besoins incrémentaux de 300 à 500 M€ par an, soit un niveau qui peut être largement absorbé sans augmenter le taux de Capex du groupe. A long terme, nous pensons que l'électrique pourrait même réduire le niveau d'investissement et renforcer le ROCE du groupe.





## Ferrari est un rare cavalier seul mais devrait pouvoir bénéficier de son pricing power et ses expériences

### La moitié du chemin déjà été fait grâce à la SF90 et la F1 ?

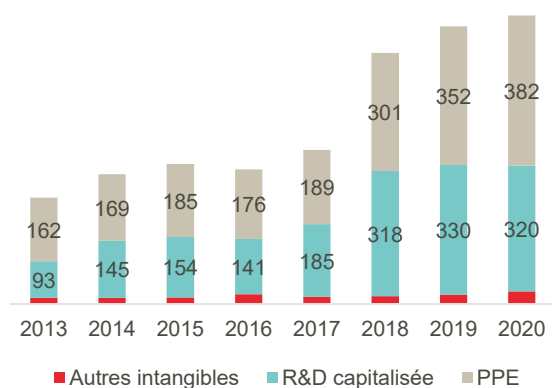
Ferrari a accumulé du savoir-faire sur les technologies d'hybridation au plus haut niveau depuis de nombreuses années (hybride léger sur l'hypercar LaFerrari en 2013, technologie PHEV en F1 depuis 2014). Le groupe aussi consenti d'importants investissements dans le développement de la technologie PHEV à ses voitures routières avec la SF90, qui nous semble l'un des plus techniquement avancé du marché de l'automobile de luxe (rapport poids/performance record), et plus récemment avec la 296 GTB.

Ainsi, et contrairement à plusieurs de ses concurrents directs, une partie des investissements en lien avec l'électrification a donc déjà été réalisée par le groupe (en effet, la différence principale entre une PHEV et une BEV est l'absence de moteur à combustion et une plus grande batterie). Si les montants investis dans l'hybride n'ont pas été dévoilés, ils ne sont clairement pas négligeables si l'on en croit Lamborghini qui va investir 1,5 Md€ dans les quatre prochaines années dans l'hybridation de sa gamme (alors même que le groupe bénéficie des plateformes de VW). Nous pouvons aussi tirer quelques enseignements du partenariat d'Aston Martin avec Mercedes : dans son accord technologique avec le constructeur allemand (pour rappel : valeur totale estimée à 286 M£), Aston Martin attribue 140 M£ de la valeur totale de l'accord aux technologies d'hybridation légère + d'électronique, et 146 M£ aux technologies PHEV+BEV (attribution réalisée par un auditeur). Sur la base de ces ratios, le chemin pourrait donc déjà être à moitié fait pour Ferrari, en tout cas en ce qui concerne la R&D (et rappelons que la R&D représente généralement plus de 70% des investissements du groupe).

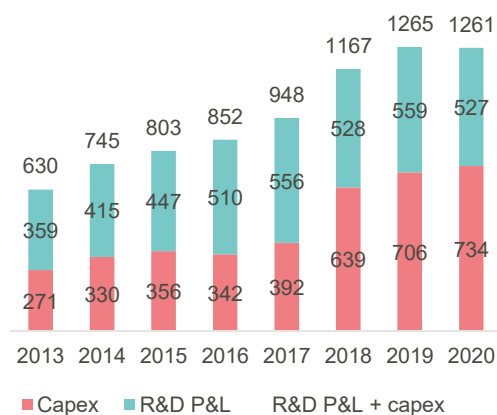
D'ailleurs, nous remarquons aussi que les investissements de Ferrari ont déjà progressivement augmenté ces dernières années, en particulier à partir de 2018, ce qui coïncide avec le début du développement de la SF90. Nous avons donc déjà vu l'impact de l'électrification sur les investissements du groupe, mais sans que cela n'ait perturbé la perception du marché.

Enfin, le fait que le groupe a continué à investir sur des niveaux élevés en 2020 et 2021 malgré un programme de sortie de produits moins riche confirme que le groupe a déjà commencé à investir sur la prochaine étape technologique, réduisant d'autant les besoins d'investissements futurs.

Evolution des Capex de Ferrari (M€)



Evolution R&D + Capex Ferrari (M€)



Graphiques n° 43 - Sources: Sociétés, McKinsey, ODDO BHF Securities



## Une flexibilité qui devrait limiter les investissements dans l'outil de production

Un important chantier d'investissement dans l'électrique pour les acteurs du mass-market et du premium a été dans l'élaboration de plateformes spécifiques. En effet, et à la différence du HEV et du PHEV, le tout-électrique imposé une refonte de l'architecture du véhicule.

### Architecture Mercedes AMG PHEV vs skateboard BEV vs Rimac H-type



Tableau n°44 – Sources: Mercedes, Rimac, ODDO BHF Securities

Toutefois, nous pensons que le luxe pourrait bénéficier de sa flexibilité pour limiter les investissements requis. En effet, avec ses plus petits volumes et ses prix plus élevés, le luxe n'est pas soumis aux mêmes contraintes de productivité et d'effets d'échelle que les constructeurs du mass-market ou même du premium. La production de Ferrari reste d'ailleurs en grande partie manuelle. On pourrait donc imaginer que groupe utilise une plateforme commune pour la production de ses véhicules à combustion et électriques (déjà le cas pour le PHEV puisque la SF90 est produite sur les mêmes lignes de production que le reste des véhicules du groupe) ce qui limiterait l'investissement dans l'infrastructure. A titre d'exemple, nous rappelons que **BMW qui a fait le choix d'une plateforme flexible n'a investi « que » 200 M€ pour adapter son outil de production** (un montant faible même pour Ferrari qui a investi 708 M€ en Capex hors F1 en 2020) pendant que Volkswagen investissait 7 Md\$ sur sa plateforme MEB (quoique dimensionnée, il est vrai, pour des volumes beaucoup plus élevés). Nous notons que Ferrari a investi 40 M€ dans la rénovation de son usine de moteurs il y a quelques années, ce qui pourrait donner une idée des montants en jeu.

En outre, l'outil de production de Ferrari nous semble correctement dimensionné. Les usines de Maranello disposent d'une capacité de 14/15k unités (et potentiellement plus avec un shift additionnel), soit presque 50% de plus que la production actuelle.

## Make vs Buy – plusieurs scénarios pour la batterie

Le montant final d'investissement dans l'électrique dépendra beaucoup du niveau d'internalisation que Ferrari décide d'adopter. Deux domaines, en particulier, peuvent représenter des montants très importants : les batteries et le logiciel. Si les fonctions logicielles (Infotainment, ADAS/conduite autonome, over-the-air updates...), peuvent représenter un véritable gouffre financier, nous ne pensons pas que ce sera le cas pour Ferrari car 1/ le groupe a déjà commencé à développer certains systèmes (ADAS, HMI...) et 2/ il nous semble peu probable que le groupe cherche à développer la conduite autonome, qui est de loin le domaine du logiciel le plus intense en capitaux. En revanche, nous n'excluons pas une intégration verticale dans le domaine de la batterie.

La batterie d'un véhicule électrique est composée de cellules, qui sont ensuite assemblées en modules puis en pack, formant le système de batterie (+système de refroidissement et logiciel de gestion énergétique). Actuellement, la majorité des constructeurs sont intégrés jusqu'au niveau du module ou du pack, mais délèguent la production de la cellule à des groupes spécialisés (CATL, LG Chem, SK Innovation, Panasonic, Northvolt...). Cependant, nous pensons que plusieurs éléments pourraient justifier que



Ferrari cherche à remonter la chaîne de valeur jusqu'à la production de cellules :

- La performance de la cellule a une influence significative sur la performance générale du véhicule, c'est en quelque sorte l'équivalent du moteur pour le véhicule à combustion. Il sera donc difficile pour Ferrari de se distinguer de ses pairs (ou même rivaliser avec certains acteurs bien avancés comme Tesla) sans maîtriser les complexités de la cellule (composition chimique et architecture).
- Les véhicules de luxe vont avoir besoin de cellules spécialisés et il est possible que les acteurs traditionnels de la cellule n'investissent pas sur ce créneau du fait d'une demande limitée. Lors de son Power Day du mois de mars, Volkswagen expliquait que 20% de ses véhicules les plus performants auraient besoin de cellules spécialisées. Nous notons aussi des annonces récentes sur la création d'une JV entre Porsche et Customcells (spinoff de l'institut de recherche Fraunhofer) dans la production de cellules.

Il est donc fort probable que Ferrari remonte la chaîne de valeur jusqu'au niveau de la cellule. Nous remarquons que le groupe a acheté des parcelles de terrain ces dernières années (>60 M€ en 2019/20) alors qu'il est loin d'avoir atteint la limite de ses capacités de production, ce qui nous amène à croire que cet espace pourrait être dédié aux batteries (même si cela pourrait simplement être pour l'assemblage modèle/pack). Selon nous, l'option la plus probable est que le groupe investisse dans une unité de recherche de cellules avec potentiellement une usine pilote pour contrôler le processus de fabrication. Il n'est pas impossible que le groupe investisse aussi dans la production des cellules elles-mêmes (en particulier au vu des rumeurs annonçant que certains constructeurs de voitures de sport comme Porsche ou Rimac étudiaient la possibilité). En revanche, cela nous semble moins probable car 1/ cette étape présente, selon nous, moins de valeur ajoutée, 2/ une des raisons qui motive certains constructeurs à investir dans la production de cellule est l'envie de sécuriser des capacités pour faire face à d'éventuelles pénuries, mais nous jugeons ce risque comme moins élevé pour les constructeurs bas-volume de luxe (comme le démontre en ce moment leur relative immunité à la crise des semi-conducteurs), et 3/ il sera difficile pour le groupe d'atteindre des effets d'échelle. Dans le cas où Ferrari se lancerait dans la production de cellules (pour un meilleur contrôle qualité/performance par exemple), une option possible/probable serait la JV, qui reste la voie privilégiée par beaucoup de constructeurs (Tesla avec Panasonic, Stellantis-Saft, GM-LG, Ford-SKI, Porsche avec Customcells, etc.).

Pour estimer le montant à investir dans la R&D de cellule, nous pourrions prendre comme référence les montants dédiés à la recherche et la production de cellules en petite série qui ont été communiqués par plusieurs constructeurs.

#### Investissements dans la R&D et production petite série de cellules

	Nature de l'investissement	Montant investi (m€)	Surface (m²)
BMW	Centre de compétence dédié à la recherche sur les différentes chimies et architecture de batteries	200	8 000
	Usine pilote de fabrication de cellules	110	14 000
Daimler	Campus dédié à la recherche et la production de cellules en petite série ainsi qu'au développement de systèmes de propulsion électrique	"Montant à 3 chiffres"	
Ford	Battery lab + usine pilote	155	18 000

Tableau n° 45 - Source: ODDO BHF Securities



L'étape de production de cellule est plus compliquée à estimer étant donné l'absence de projets de la taille dont aurait besoin Ferrari (max 3-4k voitures électriques par an dans un premier temps selon nous). Les grands projets de gigafactory ont généralement un coût aux alentours de 80 M€/gwh, ce impliquerait un besoin d'investissement de 40 M€ pour Ferrari. Cela calcul ne tient toutefois pas compte des effets d'échelle perdus, sauf pour l'investissement Leclanché, mais ce dernier n'est pas un projet greenfield. En outre nous pensons que le groupe pourrait investir dans un excès de capacité (comme il le fait pour ses véhicules à combustion), ce qui doublerait le montant d'investissements. Au final, **un montant de l'ordre de 100 M€ semble réaliste pour développer des capacités de production de cellules**. L'annonce récente de Porsche sur un investissement d'un « high double digit M€ amount » dans la production de cellules de batteries dans le cadre de sa JV avec Customcells (objectif de produire pour 1k véhicules par an) semble également valider ce montant.

#### Investissements potentiels dans la production de cellules

Société	Projet	Montant investi(m€)	Capacité (GWh)	Véhicules (000)	Coût (M€/GWh)
ACC	R&D+prod	5 000	48	675	104
Leclanché	Expansion Usine Allemagne	54	0.7	7,5	77
SKI	Usine en Hongrie	2 300	30		77
Samsung SDI	Expansion usine Hongrie	740	10		74
SVOLT	Usine Saarland	2 000	24	400	83
Britishvolt	Usine Blythe	2 900	30	300	97
<b>Prix/gwh moyen en M€ (A)</b>					<b>81</b>
Taille pack batterie Ferrari (kwh)					120
Volumes BEV moyen-terme Ferrari					4 000
Capacité batterie requise gwh (B)					0,48
<b>Investissements requis M€ (A x B)</b>					<b>41</b>
Ajustement (échelle, greenfield, techno et capacité)					50
<b>Hypothèse investissements requis M€ (A x B)</b>					<b>91</b>

Tableau n° 46 - Source: ODDO BHF Securities

Enfin, l'étape d'assemblage (cellule=>modules=>pack) devrait être la moins intense en capitaux. Nous pourrions ici prendre comme référence la société Microvast qui a investi 50 M€ pour une capacité de production de 300k à 500k modules, soit 10k à 15k véhicules.

Nous résumons ces différents scénarios d'investissements dans le tableau ci-dessous :

#### Scénarios d'investissements batterie de Ferrari (M€)

Niveau d'intégration	R&D, production, assemblage	R&D, production (JV), assemblage	R&D, assemblage
R&D Cellules	200	200	200
Production cellules	100	50	0
Assemblage	50	50	50
Montant total investi dans la batterie	350	300	250

Tableau n° 47 - Source: ODDO BHF Securities



## **Des besoins additionnels que nous estimons entre 300 M€ à 500 M€ et qui devraient rentrer dans la progression naturelle des Capex du groupe**

Au-delà de la batterie et de l'adaptation de l'outil de production, nous estimons que la plupart autres domaines d'investissements pourraient rentrer dans le cycle de développement existant du groupe. Ferrari devra évidemment continuer à développer ses modes de propulsion électrique, mais cela pourrait rentrer dans les investissements usuels de développement produit (le moteur est déjà systématiquement retravaillé pour chaque produit), et rappelons que 1/ il dispose déjà d'une expérience avec l'hybride et 2/ le groupe a encouru des Capex exceptionnels en 2020 (achats de terrain, développement du Purosangue). Nous identifions quelques risques avec notre scénario, avec 1/ d'éventuels besoins d'investissements supplémentaires : notamment dans les systèmes de gestion de batterie (logiciel, refroidissement), des technologies d'allègement (fibre de carbone), ou encore fonctionnalités logicielles de mise-à-jour « over-the-air » et 2/ des montants qui pourraient dépasser ceux de nos comparables de références du fait d'un niveau de technicité plus avancé et/ou d'effets d'échelle moindres.

Nous voyons donc différents cas de figures pour les investissements de Ferrari dans sa transformation technologique :

- **Scénario investissements faibles** – Ferrari investit dans la R&D de cellule de batterie mais sous-traite la production finale à un partenaire tiers capable de répondre aux critères d'exigence du groupe. Les batteries sont assemblées dans de nouvelles usines dont les parcelles auront déjà été achetées à fin 2021. Les véhicules sont assemblés sur les lignes de production existantes du groupe avec un investissement limité pour adapter la production à l'architecture BEV. Les autres besoins d'investissements (e-powertrain, software...) sont couverts par les budgets d'investissements actuels.
- **Scénario investissements moyens** : Ferrari s'engage dans la production de cellules, mais via une JV avec un partenaire. Les usines nécessitent plus d'investissements que prévu (nouvelle architecture cellule/pack, système de refroidissement). Le groupe investit un peu plus que par le passé dans son usine afin d'adapter la production à l'architecture BEV.
- **Scénario investissements lourds** : Le groupe continue d'investir des montants importants pour optimiser le système de propulsion électrique. Le groupe investit dans une nouvelle ligne de production dédiée au BEV. Il encourt d'autres investissements incrémentaux (logiciel over-the-air...).

### Scénarios d'investissements technologiques Ferrari (M€)

Scénario	Investissement limité	Investissement moyen	Investissement élevé
Batteries	250	300	350
Outil de production	40	60	80
Autres (e-drive, OTA...)		40	80
<b>Investissements totaux</b>	<b>290</b>	<b>400</b>	<b>510</b>

Tableau n° 48 - Source: ODDO BHF Securities

Ces investissements devraient être lissés sur la période allant jusqu'à la première sortie de véhicule tout-électrique (dévoilé 2025 mais donc sûrement livré 2026). Si nous prenons l'hypothèse qu'aucun de ces investissements n'a été réalisé aujourd'hui, cela impliquerait des besoins de 60 à 100 M€ par an. Ces montants pourraient toutefois être réduits de montants déjà investis (comme les 60 M€ de parcelles de terrain par exemple).

Pour essayer de vérifier la cohérence de notre approche, nous comparons ces chiffres à différents montants globaux qui ont été communiqués par certains acteurs comparables :



### Investissements globaux dans l'électrification

Porsche	A annoncé augmenter ses investissements dans la mobilité électrique 3 Md€ à 6 Md€ entre 2018-2022 (50% R&D / 50% PPE), dont: 1/ 500 M€ pour développer la Taycan et ses dérivées 2/ 1 Md€ pour électrifier le reste de sa gamme, 3/ plusieurs centaines de M€ pour étendre ses capacités de production et 4/ 700 M€ pour développer des nouvelles technologies (infrastructure de recharge, mobilité...)
Aston Martin	Partenariat technologique avec Mercedes valorisé à £286m (335 M€), dont 1/ 50% (~168 M€) pour l'accès aux technologies de propulsion classique/hybride léger + électronique, et 2/ 50% (~168 M€) pour l'accès aux technologies PHEV et BEV
Lamborghini	1,8 Md€ dans l'hybridation de la gamme
Rimac	Ne détaille pas ses investissements, mais nous estimons que le groupe a levé un montant proche de 240 M€ depuis sa création

Tableau n° 49 - Sources: Sociétés, ODDO BHF Securities

Notons que les entités de VW (Porsche et Lamborghini) semblent avoir une définition assez large de l'investissement dans la « mobilité électrique » qui, selon nous, englobe tous les investissements à partir du moment où le produit dispose d'une forme d'électrification (HEV, PHEV, BEV), mais qui ne représente donc pas l'investissement incrémental dans la technologie. Toutefois, les 500 M€ dédiés au développement de la Taycan semblent cohérent avec nos estimations du coût de développement d'une Ferrari BEV (mais rappelons néanmoins que la Taycan est vendu à >20k unités par an vs ~10k d'unités au total pour Ferrari).

### Une hausse à court/moyen terme avant une probable baisse à long terme

Enfin, il convient de noter que nous pensons qu'il s'agira uniquement d'un effet court/moyen terme (principalement jusqu'en 2025). Au-delà, la relative simplicité de la technologie électrique pourrait/devrait même réduire les investissements et avoir un effet relatif sur les marges et les ROCE. C'est d'ailleurs ce qu'ont commencé à laisser entendre les constructeurs premium/mass-market lors de leurs dernières présentations de résultats, encouragés par des taux de rentabilité supérieurs aux attentes sur leurs modèles électriques.

L'éventuel abandon d'un des moteurs (probablement le V12) réduirait aussi le besoin d'investissement du groupe.

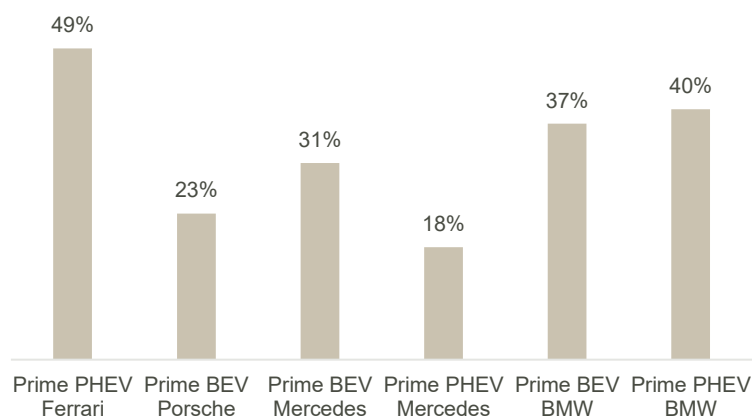
### Et un pricing power qui devrait permettre préserver les marges et le ROCE

Les investissements ne représentent qu'une partie de l'équation, le plus important reste de savoir s'ils pourront être compensés par des revenus et donc de préserver les marges et les retours sur capitaux. Sur ce point, nous sommes confortés par le fait que :

- Les prix des véhicules électrifiés sur le marché aujourd'hui sont en général supérieurs à ceux des véhicules à combustion et c'est particulièrement vrai pour Ferrari dont la SF90 affiche la prime la plus élevée que nous avons trouvée, illustrant le pricing power de Ferrari. Ce pricing power devrait permettre au groupe d'amortir les investissements et même de contrer une éventuelle pression déflationniste sur les véhicules électriques.



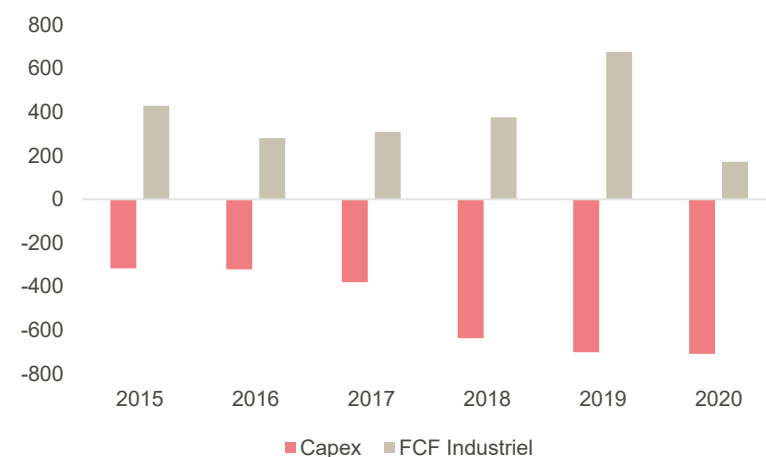
### Primes de prix modèles électrifiés vs thermique



Graphique n° 50 - Sources: ODDO BHF Securities

- En plus du succès commercial, la première PHEV du groupe est relative sur les marges de Ferrari. Si l'équation est en général plus complexe pour le tout-électrique, c'est principalement à cause des coûts de la batterie qui représentent 30 à 40% de la valeur d'un véhicule mass-market, mais qui pourraient être mieux amortis dans le luxe, à fortiori si les prix des batteries continuent de baisser d'ici 2025. En effet, le PDG de Porsche avait d'ailleurs confirmé en mars que la Taycan était déjà rentable (seulement dans sa 2<sup>ème</sup> année de production) et que le modèle atteindrait sous peu une marge à deux chiffres (vs marge d'EBIT groupe de 15%), et ce malgré une prime de pricing relativement modeste.
- Ferrari a par le passé bien réussi à compenser les investissements, même en 2018 quand les Capex ont presque doublé (379 M€ à 637 M€).

### FCF vs Capex Ferrari (M€)



Graphique n° 51 - Sources: Société, ODDO BHF Securities





# Aston Martin Lagonda

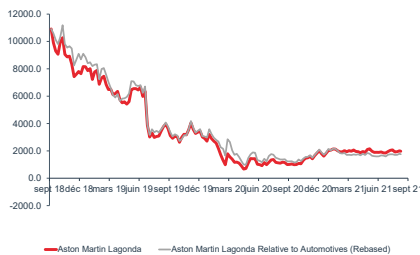
Neutre → | Objectif 2000p

Cours (07/09/2021) : 1974.00p | Potentiel : 1 %

Révision	2021e	2022e
BPA	ns	ns

## Mission pas encore totalement accomplie

Mercredi 08 Septembre 2021



Données produit			
AML LN   AML.L			
Capitalisation boursière (M£)	2 269		
VE (M£)			
Extrêmes 12 mois (p)	965.6	-	2 273
Flottant (%)	ns		
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-3.2	-10.3	79.5
Perf. rel. Indice Pays	-3.8	-14.0	39.6
Perf. rel. Automotives	1.2	-0.7	26.0
Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M£)	1 169	1 385	1 502
EBITDA (M£)	161	266	327
EBIT courant (M£)	-93.5	-14.0	51.6
RNpg (M£)	-195	-130	-74
BPA (p)	-169.95	-112.99	-64.47
DNA (p)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	ns	ns	ns
P/B (x)	3.8	4.9	5.8
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	ns	ns	ns
VE/CA (x)			
VE/EBITDA (x)			
VE/EBIT courant (x)			
Gearing (%)	157	240	ns
Dette nette/EBITDA (x)	5.9	4.4	3.7

Next Events	
26/10/2021	Earnings Release

## Des premiers signaux de reprise après deux années très compliquées

Après avoir vendu pendant des années plus de voitures que n'en demandait le marché, Aston Martin est engagé depuis 2018 dans un déstockage forcé pour restaurer l'exclusivité de sa marque. Alors que le CA avait déjà baissé de 11% entre 2018 et 2019, la crise a empiré le déclin avec une chute du CA de 38% en 2020. La rentabilité a aussi été lourdement touchée, avec des pertes atteignant 419 M£ en 2020, et obligeant le groupe à faire appel 4 fois au marché l'année dernière, lui permettant de lever 776 M£ mais au coût d'une forte dilution. Nous constatons néanmoins des premiers signaux de reprise aujourd'hui avec un retour à la croissance, une restauration des valeurs résiduelles et de l'ASP, et un EBITDA positif.

## Un nouveau départ sur de nombreux plans

Depuis 2020, Aston Martin a trouvé de nouveaux financements en faisant rentrer un nouvel actionnaire de référence (Lawrence Stroll), a mis en place une équipe de management complètement renouvelée (du CEO, ex-CEO de Mercedes AMG Tobias Moers, en passant le CFO, COO et jusqu'à de nombreux patrons de divisions), et a annoncé deux nouveaux plans stratégiques avec des objectifs 2025 revus à la baisse. Le groupe vise désormais en 2024/25 de ventes de 10k unités par an, un CA de 2 Md£ et un EBITDA de 500 M£ Enfin, Aston Martin a signé un partenariat technologique en novembre avec Mercedes qui lui donnera accès aux technologies du constructeur allemand en retour de 20% de son capital à terme.

## Belles perspectives de croissance mais pas de breakeven avant 2024

Aston Martin devrait désormais bénéficier d'un meilleur momentum grâce à un programme de lancement de produits soutenu : SUV depuis le T4 2020, Valkyrie hypercar au S2 2021, rafraichissement portefeuille GT/Sport en 2023 et expansion dans le mid-engine à partir de 2023/24. Nous attendons ainsi un TMVA du CA de 27% entre 2020 et 2025 (13% sur 2019-2025). Cependant, les surinvestissements et le fort endettement vont continuer à peser sur la rentabilité du groupe via les D&A et les frais financiers. Ainsi le breakeven est seulement attendu à partir de 2023 sur l'EBIT et 2024 sur le résultat net.

## Et le risque d'exécution reste élevé

Avec une consommation de cash jusqu'en 2023, le cash brut d'Aston Martin atteint dans notre scénario un point bas en 2023 à 187 M£ (250 M£ en incluant le cash potentiel des warrants), exposant le groupe à un besoin d'augmentation de capital en cas de dérapage. Or, nous pensons justement que le risque opérationnel n'est clairement pas négligeable compte tenu de 1/ le besoin de sortir tous les produits à temps alors que certains véhicules (mid-engine notamment) sont très différents de ce que fait habituellement le groupe, et qu'il a fait face à des retards plusieurs fois par le passé 2/ la forte dépendance jusqu'en 2023 sur le succès du DBX (60% des volumes et 45% du CA en 2022) dans un segment désormais concurrentiel.

## Nous initions à Neutre avec un OC à 20 £

Compte tenu de l'horizon distant de l'atteinte de la profitabilité, nous optons pour une valorisation par multiple appliqués aux agrégats 2025 que nous actualisons. Après prise en compte de la dilution à venir (15% du capital), notre valorisation induit un objectif de cours de 20 £ et une opinion Neutre.

**Anthony Dick** (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 66  
anthony.dick@oddo-bhf.com

**Michael Foundoukidis** (Analyste)  
+33 (0)1 55 35 42 59  
michael.foundoukidis@oddo-bhf.com





## Des signes de reprise après deux années très compliquées

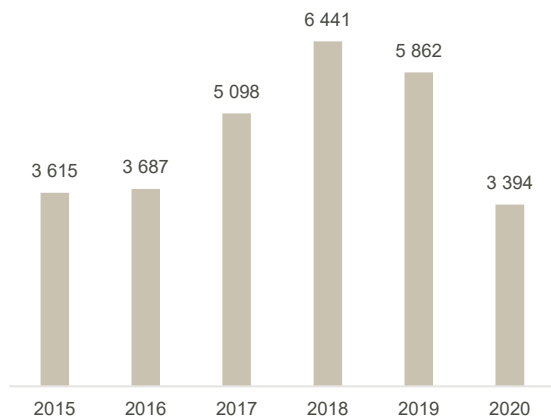
### Effondrement du CA et de la rentabilité depuis 2018

#### Un excédent d'offre, puis le COVID ont conduit à un effondrement du CA

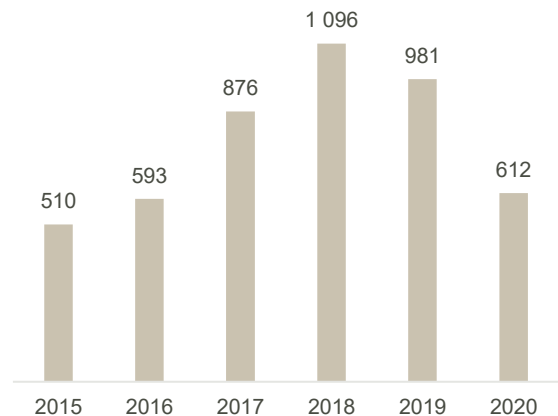
Aston Martin réalise la quasi-intégralité de son chiffre d'affaires grâce à la vente de véhicules et de pièces détachées, avec une petite activité de licence et de sport automobile (2% du CA 2020).

Le groupe a connu une forte contraction de son chiffre d'affaires depuis 2018, en raison principalement d'un excédent d'offre. Le groupe a surestimé la demande pour ses véhicules de sport et a surstocké ses concessionnaires, les conduisant à couper leurs prix pour écouler les volumes. Le COVID a compliqué la tâche en 2020, notamment en repoussant encore la sortie de la Valkyrie, l'hypercar du groupe.

Evolution des volumes d'Aston Martin



Evolution du CA d'Aston Martin (M£)



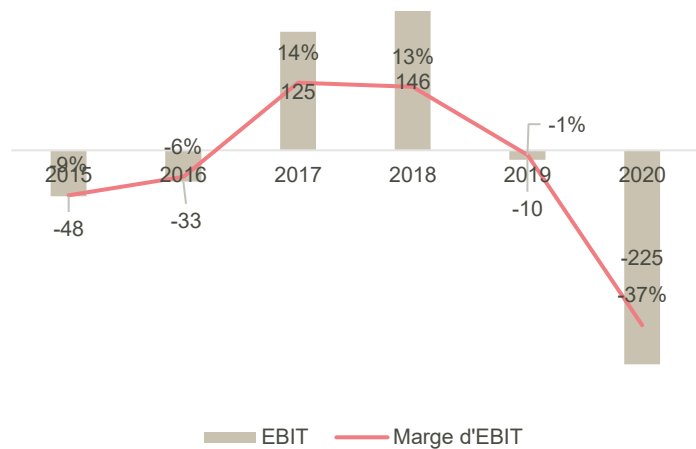
Sources: Société

#### Qui ont largement amputé une rentabilité déjà fragile

La rentabilité du groupe s'est naturellement effondrée avec la baisse du CA, alors qu'elle était déjà faible. En effet, au pic de 2017, le groupe générait une marge d'EBIT ajusté de 14% contre 21.5% en moyenne chez Ferrari sur 2015-2020 (et plus proche de 25% ces dernières années).



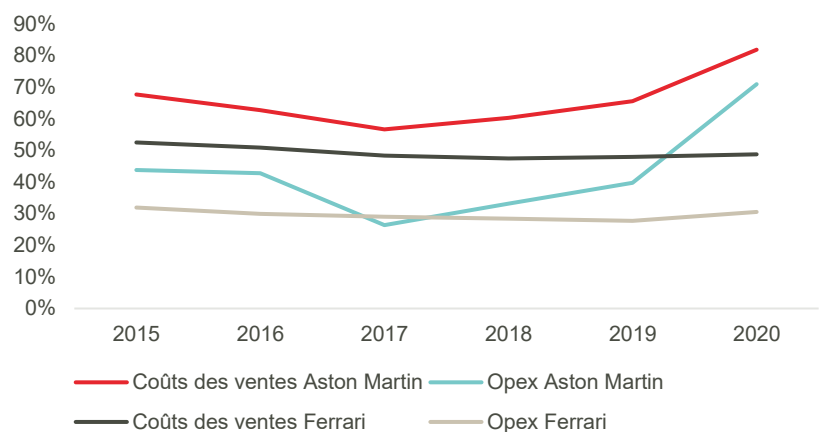
### Evolution de l'EBIT ajusté d'Aston Martin (M£)



Source: ODDO BHF Securities

La comparaison de la structure de coûts entre les deux groupes fait ressortir une faiblesse structurelle au niveau de la marge brute, traduisant un pricing trop faible et/ou un manque d'efficacité opérationnelle.

### Comparaison coûts Aston Martin vs Ferrari (en % du CA)

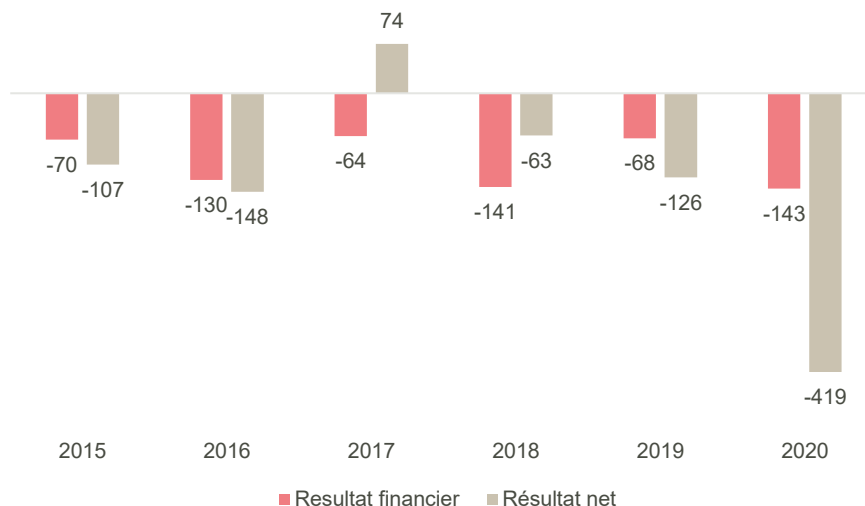


Source: ODDO BHF Securities



Enfin, l'endettement a aussi été un poids permanent sur les résultats du groupe. L'endettement brut (incl. IFRS16) d'Aston Martin au 31/12/2020 représentait 1,2 Md£ et l'endettement net 727 M£, pour un EBITDA ajusté de -70 M£.

#### Evolution du résultat net d'Aston Martin (M£)



Source: ODDO BHF Securities

## Nouveau management, nouveaux financements, et nouvelle stratégie

2020 a été une année de transition pour Aston Martin sur de nombreux aspects :

### Des nouveaux financements, mais qui restent coûteux pour les actionnaires

Aston Martin a fait évoluer sa structure de capital en 2020 :

- 4 augmentations de capital fortement dilutives et un nouvel actionnaire de référence** – Face aux difficultés financières du groupe, Aston Martin a procédé à 4 augmentations de capital en 2020 qui ont permis de renflouer la société avec 776 M£ de cash (net), au prix d'une forte dilution (90%). Ces opérations ont aussi permis de faire entrer un nouvel actionnaire de référence en la personne de Lawrence Stroll (~16% du capital et un poste de directeur du Conseil d'Administration). Mr Stroll est un entrepreneur milliardaire canadien qui a fait fortune dans le milieu de la mode et est par ailleurs le propriétaire de l'équipe de Formule 1 Racing Point, désormais renommée Aston Martin Cognizant F1 team.. En plus du financement, l'arrivée de Mr Stroll et la combinaison avec l'équipe de Formule 1 permettent d'offrir une plateforme de promotion à Aston Martin.
- Extension des maturités de dettes, mais à prix fort** – Le groupe a également refinancé sa dette long terme en étendant la maturité de ses bonds de 2022 à 2025/26. Ce refinancement donne des marges de manœuvre au groupe mais les échéances restent fortes, avec des taux respectifs de 10,5% sur le Senior Secured Note 1st lien (nominal 1 085 M\$) et 15% (dont 6% en PIK) sur le SSN 2<sup>nd</sup> lien (nominal 335 M\$). A noter que les deux bonds ont des clauses de non-remboursement jusqu'à novembre 2023 pour le 2<sup>nd</sup> lien et novembre 2024 pour le 1st lien et donc que les taux devraient courir jusqu'à au moins cette date (et qu'un éventuel refinancement avant leur terme engendrerait des pénalités). Au SSN 2<sup>nd</sup> lien, sont associés des warrants qui donnent le droit de souscrire à un



maximum de 6,3m d'actions Aston Martin (5,5% du capital actuel) à un strike de 10 £ (vs prix actuel 19 £).

## Une nouvelle équipe de management expérimentée

Avec la réorganisation du capital, Aston Martin a conduit une profonde refonte de son équipe de management avec plusieurs profils expérimentés, notamment :

- **Un nouveau CEO**, Tobias Moers, qui était l'ex-CEO / CTO de Mercedes AMG (18 ans dans le groupe, dont presque 7 ans en tant que CEO) avant de rejoindre Aston Martin en Août 2020.
- **Un nouveau CFO**, Kenneth Gregor, qui avait précédemment occupé le poste de CFO chez Jaguar Land Rover pendant 11 ans jusqu'en juin 2019 et a rejoint Aston Martin en juin 2020.
- **Un nouveau COO**, Michael Straughan (11/2020), ancien membre du comité de direction de Bentley.
- **Des nouveaux responsables de BU**, notamment un nouveau responsable d'ingénierie véhicule, ingénierie powertrain, ingénierie électrique, nouveau responsable de ventes, et des nouveaux responsables régionaux, etc.

## Nouveau partenariat technologique avec Mercedes (aussi dilutif)

Alors qu'Aston Martin et Mercedes entraînaient déjà une relation de client-fournisseur (le constructeur allemand fournit à Aston ses moteurs V8 ainsi que d'autres composants via un accord commercial), les deux groupes ont renforcé leurs liens en octobre 2020 en signant un nouveau partenariat technologique qui donnera l'accès à Aston Martin à un ensemble de technologies Mercedes (notamment son architecture électrique et hybride) en échange d'un maximum de 20% d'actions Aston Martin et deux sièges au conseil d'administration (9 sièges actuellement). Au moment de l'accord, ces actions étaient valorisées à 286 M£, soit un prix par action post-regroupement de 12,4 £, mais après la hausse du cours récente, nous calculons une valeur actuelle de 430 M£ (et notons une provision de compensation dans le cas où les actions Aston repasserait sous le seuil de prix au moment du deal avec un possible complément de 29 M£). Un des principaux avantages du partenariat est qu'il permettra à Aston Martin d'accéder aux toutes dernières technologies de Mercedes alors qu'il avait toujours 12-18 mois de retard auparavant. Aston Martin a distribué une première tranche d'actions à Mercedes en décembre pour accéder aux technologies de propulsion (notamment l'hybridation légère qui sera utilisée dès le T3 de cette année dans son SUV) et d'architecture électronique de Mercedes. Cette opération a porté la participation de Mercedes dans Aston Martin de ~3% à ~12% et lui a attribué un siège au Conseil d'Administration. Nous estimons que le groupe distribuera une deuxième tranche d'actions en 2023 (date du premier hybride rechargeable) qui lui permettra d'accéder aux technologies PHEV et BEV de Mercedes. Enfin, l'accord technologique a permis à Aston de renégocier son accord commercial de fournisseur avec Mercedes ce qui devrait lui permettre d'obtenir des conditions d'achats (prix ou engagements de volumes) plus favorables.

## Deux nouveaux plans stratégiques

Les nouveaux financements, partenariats, et équipes de management, ont conduit Aston Martin à formuler de nouveaux objectifs 2024/25 :

- Des volumes de ~10k unités vs une guidance moyen terme de 14k unités précédemment.
- 2 Md£ de CA.
- Un EBITDA ajusté de 500 M£, soit une marge de 25% vs >30% précédemment.



- Des Capex moyens entre 250 M£ et 300 M£.

Si nous estimons que la révision à la baisse des objectifs de volume témoigne d'une vision plus réaliste de la demande finale et devrait in fine permettre une meilleure création de valeur en restaurant l'exclusivité, elle nécessite aussi un ajustement de la structure de coûts du groupe, celle-ci ayant été dimensionnée pour une production à 14k unités. Aussi, le groupe a annoncé en parallèle plusieurs mesures de réduction de coûts, dont :

- Une réduction d'effectif de jusqu'à 500 employés (sur un total de 2 450 au 31/12/2019).
- Une révision des projets de développement avec notamment l'abandon du véhicule électrique du groupe (Rapide E) ainsi que son moteur V6 hybride (désormais fourni par Mercedes) et le décalage du lancement de la marque Lagonda à « pas avant 2025 » contre 2022 auparavant.
- Des mesures additionnelles à l'initiative du nouveau CEO via un nouveau plan, « Project Horizon » qui vise à générer 30% d'efficacité industrielle. Les détails du plan n'ont pas été dévoilés, mais il couvrira de nombreux domaines de coûts, principalement variables, comme les achats, coûts de production, logistique, etc. Concrètement, le groupe a déjà annoncé qu'il allait regrouper la production de la plupart de ses véhicules (hors DBX) dans son usine à Gaydon et la majorité de ses opérations de peinture dans sa deuxième usine à St Athan, en plus de réduire le nombre de lignes et de stands de production.

---

## Des premiers signaux de reprise

### **Ventes wholesale et retail désormais alignées, carnet de commandes et ASP restitués**

La chute de 42% des volumes wholesale en 2020 est à mettre en perspective avec les efforts de rééquilibrage de l'offre et de la demande des produits du groupe. En effet, les ventes retail ont affiché une baisse légèrement moins importante de 31%, même si celle-ci reste supérieure à la moyenne de notre échantillon luxe (-22%). Le contrôle des volumes distribués aux concessionnaires a ainsi permis de réduire l'inventaire de ses modèles Sport/GT (ex-SUV) de 1 580 unités en 2020 (contrebalancé par une augmentation du stock de SUV au moment du lancement), après avoir déjà été réduit de 190 unités en 2019. Le groupe estime que l'inventaire concessionnaire a désormais atteint un niveau normatif et assure que les ventes wholesale sont alignées avec les ventes retail (sans plus d'indication précise puisque le groupe a arrêté de communiquer sur les ventes retails depuis le T1). En sus, Aston a indiqué lors du call S1 un carnet d'ordres solide procurant plus de 4 mois de visibilité.



#### Evolution volumes retail vs wholesale d'Aston Martin (M£)



Source: ODDO BHF Securities

La fin du processus de rééquilibrage d'offre et de demande peut s'observer dans l'ASP du groupe qui a désormais retrouvé des niveaux pré-crise.

#### Evolution de l'ASP core d'Aston Martin (k£)



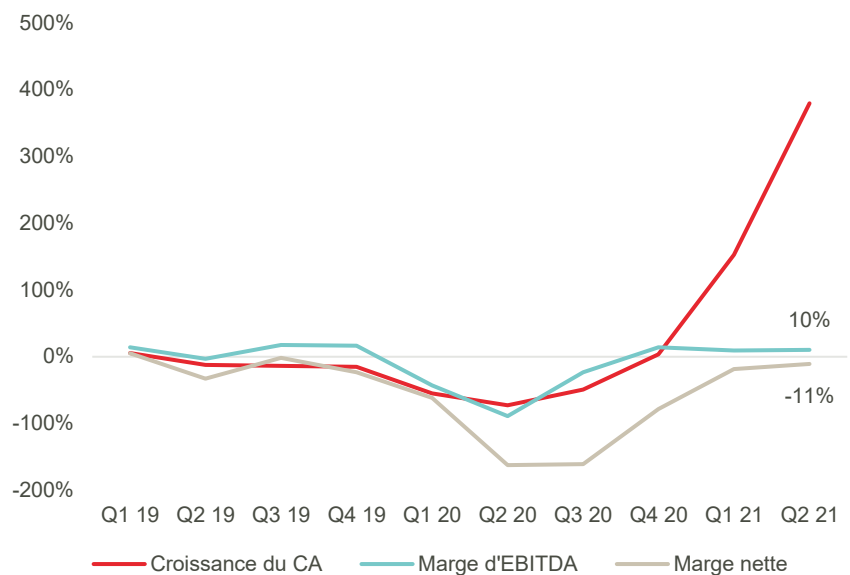
Source: Société

#### Retour à la croissance, et rentable au niveau de l'EBITDA, mais pas du résultat net

L'amélioration des agrégats opérationnels se reflète bien dans les finances du groupe, avec un retour à la croissance et un EBITDA positif depuis le T4 2020, confirmé au S1, même si Aston Martin reste encore déficitaire.



### Croissance du CA et évolution des marges



Source: Société

## Forte croissance des résultats en perspective, mais risque d'exécution non négligeable

Les ventes tirées par le SUV et la Valkyrie, en attendant le restylage Sport/GT de 2023

### Deux nouveaux segments pour rafraîchir le portefeuille produit

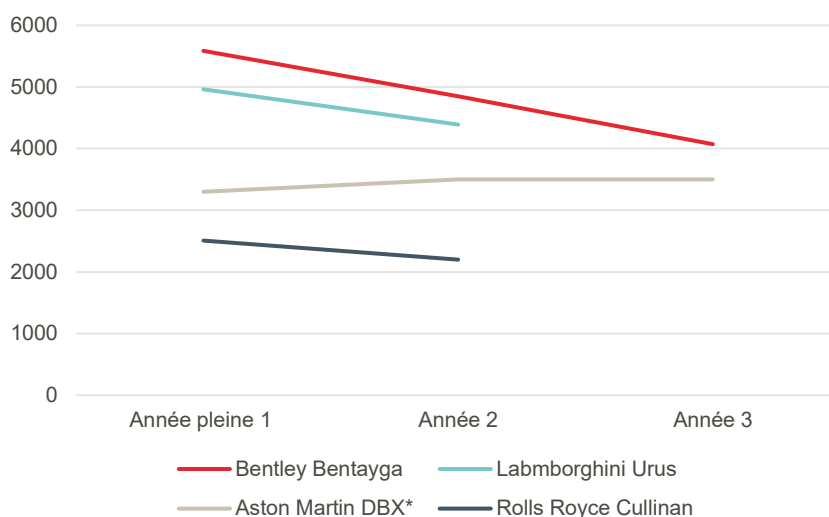
Nous pouvons décomposer les volumes et le CA du groupe entre :

- **Les modèles GT** (DB11, DBS Superleggera) – le segment historique d'Aston Martin et qui a souffert ces dernières années. Les ventes devraient rebondir en 2021 (reprise marché + déstockage complété), mais nous attendons une baisse du segment en 2022 en amont de la sortie de nouvelles versions restylées en 2023. Notons qu'à ce stade, aucune électrification (PHEV ou BEV) n'est prévue sur ces modèles avant les nouvelles versions post-2025.
- **Les modèles Sports**, l'autre segment historique du groupe, avec un seul véhicule dans le portefeuille aujourd'hui, la Vantage, qui est aussi le véhicule d'entrée de gamme d'Aston Martin. Ses ventes ont été décevantes jusqu'à aujourd'hui, mais devraient se redresser 2021 grâce à 1/ des nouvelles versions (Roadster, F1) 2/ un pricing revu à la baisse et 3/ un potentiel boost marketing avec l'utilisation de ce modèle comme voiture de sécurité en F1. Comme pour les modèles GT, nous attendons une baisse des ventes en 2022 avant le restylage aussi prévu pour 2023.
- **Les modèles SUV** – nouvelle catégorie depuis la sortie du DBX fin 2020. Le groupe vise 4-5k unités par an dans ce segment (niveau semblable aux concurrents dans le segment SUV de luxe), soit plus 50% des volumes totaux. Ce ratio devrait être plus qu'atteint avec le DBX cette année (nous prévoyons 3,3k unités, soit 55% des volumes totaux), et sûrement jusqu'en



2023/24 grâce aux nouvelles versions (hybride léger T3 2021, version performance 2022, PHEV 2023). Cependant, nous sommes un peu moins optimiste que la société sur les prévisions de volumes du DBX (pic à 3,6k unités dans notre scénario vs guidance de 4k+), une prudence que nous justifions par 1/ le constat que les ventes de SUV des concurrents ont atteint leur pic lors de leur première année pleine de commercialisation (soit l'année 2021 pour AML), et ce malgré la sortie de versions dérivées, 2/ une concurrence accrue sur le segment des SUV de luxe (avec pour rappel l'arrivée du Purosangue de Ferrari en 2022/23), d'autant que le DBX ne se démarque ni sur la performance (où l'Urus de Lamborghini l'emporte) ni sur l'intérieur (spécialité de Bentley une nouvelle fois démontrée dans le Bentayga), même si les restylages prévus pour 2022 (version performance) et 2023 (PHEV + infotainment) devraient l'aider à rivaliser. En outre, nous pensons qu'il pourrait être difficile de maintenir des volumes de 3-5k unités par jusqu'en 2025 sur un modèle vieux de 5 ans, ce qui implique qu'un nouveau modèle SUV devra, selon nous, être développé d'ici là (avec les Capex que cela implique, même si une partie des investissements du DBX devraient être transférables). Nous intégrons dans notre scénario un second SUV à partir de 2024. Concernant la rentabilité et comme décrit dans notre partie Marché SUV, nous estimons que le DBX sera légèrement dilutif, avec un niveau de marge entre la Vantage et la DB11.

#### Ventes de SUV de luxe (en unités)



Sources: Sociétés, ODDO BHF Securities \*Estimation ODDO BHF

- **Les modèles « mid-engine »**, nouvelle catégorie du groupe avec trois véhicules qui vont se succéder:
  - **La Valkyrie**, l'hypercar d'Aston Martin. C'est le premier modèle « mid-engine » du groupe, ce qui lui donne une importance stratégique car il pourrait décider du succès des futurs modèles dans cette catégorie (en particulier la Valhalla, adoubée « Son of Valkyrie » car largement basée sur ce modèle). Comme c'est souvent le cas pour les hypercars, le développement de la Valkyrie a été laborieux mais, après avoir plusieurs fois repoussé sa sortie (initialement prévue pour fin 2018), le management a confirmé lors du call S1 son objectif de démarrer les livraisons au S2 cette année. Nous notons que le groupe a procédé à plusieurs changements dans la stratégie de commercialisation du modèle ces derniers mois, avec l'introduction d'une version Spider (toit ouvrant) et l'augmentation du nombre d'unités à produire à 275 unités (dont 150 pour la version coupe, 85 pour la version Spider, et 40 pour la version circuit) contre 175 initialement. Malgré l'augmentation du volume prévu, nous pensons qu'AML devrait pouvoir entièrement écouler toutes les versions de sa Valkyrie car les 150 modèles originaux avaient été sursouscrits. Avec des prix allant de 2,5 M£ (HT) pour la version coupe à 3,0 M£ pour la version circuit, l'augmentation des volumes devrait permettre d'apporter près de ~280 M£ de CA additionnel (sur un total de





~730 M£ pour le modèle dans toutes ses versions), reconnu entre fin 2021 et 2023 dans notre scénario. La Valkyrie aura donc un poids important dans le CA d'AML, en particulier en 2022 (près de 30% du CA groupe). En revanche, avec les retards et excédents de coûts liés au développement du véhicule, nous estimons que sa rentabilité au niveau de l'EBIT sera finalement limitée, même si l'augmentation du nombre d'unités à vendre devrait permettre de mieux amortir les investissements. Ainsi, et alors que nous pensons qu'il y a de l'upside sur le CA 2022 du consensus qui ne nous semble pas avoir pleinement intégré l'augmentation du nombre d'unités de Valkyrie, nous sommes finalement en ligne sur l'EBIT.

- La **Valhalla**, la supercar d'Aston, suivra la Valkyrie (début des livraisons estimé au S2 2023), avec un prix « réduit » (~600 k£), des volumes un peu plus importants (750-1000 unités selon nous) et une motorisation PHEV. Certains modèles ont été préservés, mais nous estimons que l'essentiel reste encore à écouler, ce qui implique un certain risque commercial en plus du risque opérationnel lié au développement de ce nouveau type de véhicule, alors même que le groupe fera face à une concurrence déjà bien établie sur la super-PHEV d'ici là (Ferrari sera sûrement à sa deuxième génération de super-PHEV après la SF90 et McLaren va sortir son Artura dès cette année). Notons également que le groupe a baissé le prix annoncé pour la Valhalla (de 900 k£ à 600 k£), ce qui devrait être compensé par une augmentation des volumes (500 à 750-1000 unités selon nous), peut-être pour se rapprocher du pricing des concurrents (Ferrari sf90 Stradale à partir de 360 k£).
- La **Vanquish**, sera le modèle de série dans la catégorie « mid-engine » à un horizon 2024/25 et est aussi prévue en PHEV. A terme, et en cas de succès, le modèle pourrait représenter des volumes annuels de 1500 à 2000 unités si l'on se base sur les ventes de modèles semblables des concurrents.
- **Autres « Specials »** : le portefeuille produits d'Aston Martin contient aujourd'hui quelques autres modèles à prix élevé (DB5 Goldfinger 2,5 M£, Speedster 765 k£), mais en volumes très réduits (25 unités pour le DB5, 88 unités pour le Speedster) avec un impact donc finalement limité sur les résultats du groupe. AML a laissé entendre que d'autres modèles Specials pourraient être développés dans les prochaines années mais avec des prix réduits (500-600 k£ vs 1 M£+ en moyenne historiquement) et des volumes plus importants (500-1000 vs quelques dizaines) et donc une contribution globale plus significative. Nous n'intégrons toutefois pas, à ce stade, d'autre Specials sur l'horizon de notre scénario compte tenu 1/ d'un planning de développement déjà chargé d'ici 2023 (9 nouveaux modèles en comptant les restylages), 2/ des ressources financières limitées et 3/ des incertitudes sur l'appétence du marché pour ce type de véhicule dans un contexte de concurrence accrue sur le segment des supercars.
- La future Aston Martin BEV, attendue en 2025/26, mais dont aucun détail n'a pour le moment été dévoilé.



## Accélération des volumes en fin de plan, mais risque d'exécution non négligeable

Nous résumons notre scénario dans le tableau ci-après :

Scénario volumes Aston Martin						
En M£	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Volumes wholesale</b>	<b>3 394</b>	<b>6 030</b>	<b>5 913</b>	<b>7 530</b>	<b>9 066</b>	<b>10 064</b>
Croissance	-42%	78%	-2%	27%	20%	11%
Dont SUV	1 516	3 300	3 600	3 500	3 950	4 600
Croissance		118%	9%	-3%	13%	16%
% du total	45%	55%	61%	46%	44%	46%
Dont GT	1 116	1 200	950	2 250	2 700	2 400
Croissance		8%	-21%	137%	20%	-11%
% du total	33%	20%	16%	30%	30%	24%
Dont Sports	691	1 410	1 200	1 680	2 016	1 814
Croissance		104%	-15%	40%	20%	-10%
% du total	33%	23%	20%	22%	22%	18%
Dont Mid-engine	0	45	145	100	400	1 250
Croissance			222%	-31%	300%	213%
% du total		1%	2%	1%	4%	12%
Dont autres Specials	71	75	18	0		
Croissance		6%	-76%			
% du total	2%	1%	0%	0%		
ASP (k£)	157	177	215	183	179	187
ASP core (ex-Specials) (k£)	136	150	146	152	157	175

Source: ODDO BHF Securities

**Après le rebond de 2021, il faudra sûrement atteindre la fin du plan pour voir une vraie accélération des volumes** – L'atteinte de l'objectif 2024/25 de 10k unités se jouera principalement sur la fin du plan avec les restylages des modèles GT/Sport (attendus courant 2023) et le démarrage des ventes de la Valhalla (H2 2023e). En effet, la croissance des volumes devrait être limitée en 2022 (baisse attendue des ventes GT/Sport en amont du refresh) en restant très dépendante du DBX, soulignant encore une fois le rôle majeur que ce véhicule joue dans le succès d'Aston Martin. Les ventes S1 du DBX (1 595 unités wholesale, ventes retail non détaillées mais supérieures à ce nombre selon le groupe), sont, à ce stade, encourageantes pour notre objectif 2021, mais il faudra aussi soutenir ce momentum l'année prochaine.

## Forte croissance du CA en perspective

Le CA du groupe devrait ainsi connaître croissance importante sur l'horizon de notre scénario, y compris en 2022 malgré la baisse des volumes, car le mix (Valkyrie essentiellement) devrait compenser. Nous attendons un TMVA 2020/25 du CA de 27% et 2021/2025 de 13%.



### Scénario CA d'Aston Martin

En M£	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>CA Cars</b>	535	1 070	1 270	1 378	1 621	1 880
<i>Croissance</i>	-39%	100%	19%	9%	18%	16%
<b>CA Spare parts</b>	57	75	89	96	113	132
<i>Croissance</i>	-10%	32%	19%	9%	18%	16%
<b>CA Servicing</b>	7	11	13	14	16	19
<i>Croissance</i>	-29%	62%	19%	9%	18%	16%
<b>CA Brand and motorsports</b>	14	14	14	14	14	14
<i>Croissance</i>	-51%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total CA Aston Martin</b>	<b>612</b>	<b>1 169</b>	<b>1 385</b>	<b>1 502</b>	<b>1 764</b>	<b>2 044</b>
<i>Croissance</i>	-38%	91%	19%	8%	17%	16%
<b>Consensus FactSet</b>		1 156	1 339	1 534		
<i>ODDO vs css</i>		1%	3%	-2%		

Source: ODDO BHF Securities

Au niveau du CA, nous notons :

- **Nous sommes au-dessus du consensus de CA jusqu'en 2022, mais en dessous sur 2023 et le risque de décalage n'est pas à exclure.** Comme expliqué ci-avant, nous pensons que le consensus n'a pas encore totalement intégré les nouveaux modèles de la Valkyrie pour 2022 (en particulier la version Spider annoncée en Août). En revanche, nous sommes plus prudents sur 2023, en tablant sur une sortie des modèles restylés en courant d'année et des volumes de SUV de 3,5k unités. Notons également que tout retard dans la sortie d'un modèle (ce qu'Aston Martin a déjà subi plusieurs fois par le passé) décalerait naturellement les prévisions alors que la situation financière du groupe laisse peu de marges de manœuvre. Si les restylages présentent selon nous un risque relativement limité, la Valhalla (prévue pour le S2 2023) est un nouveau modèle qui emploie en outre une architecture différente de celle habituellement utilisée par le groupe. L'expérience très opérationnelle de Tobias Moers chez AMG devrait aider (même si le dirigeant a lui-même fait face à des retards importants sur la Project One, dont la date de sortie n'a toujours pas été dévoilée, 2 ans après le lancement prévu), mais le risque de décalage n'est pas négligeable.
- **La personnalisation peut représenter une source d'upside important.** Si le pricing du groupe devrait retrouver un niveau normatif en 2021 après des années de rabais pour écouler les stocks, il reste encore un potentiel d'amélioration important via la vente d'options de personnalisation des véhicules. Nous intégrons aujourd'hui des niveaux de personnalisation allant de 5% à 12% selon les modèles, ce qui reste assez sensiblement inférieur aux niveaux de Ferrari (15-20% en moyenne). Un alignement des taux de personnalisation relèverait nos estimations de CA 2023 de 5% (toutes choses égales par ailleurs), ce qui nous placerait en ligne avec le consensus.

### Un breakeven encore lointain à cause des D&A et des frais financiers

#### 🔴 Marge brute et EBITDA en hausse, mais les D&A et les frais financiers vont continuer de peser

Concernant les marges, nous notons :

- **D'importants leviers sur la marge brute**, avec 1/ le rebond des volumes 2/ une amélioration du pricing avec le rééquilibrage de l'offre et de la demande 3/ l'effet mix favorable à partir du S2 avec le début des ventes de la Valkyrie et 4/ les efforts d'optimisation du plan Horizon qui, pour rappel, a pour objectif de générer 30% d'efficacité opérationnelle. Nous estimons qu'à terme, une marge brute d'environ 40% (vs 50% chez Ferrari) est atteignable, même si celle-ci devrait encore être impactée cette année (regroupement des sites de production toujours en cours).



- **SG&A hors D&A** – devraient progresser moins rapidement que le CA.
- **D&A** – vont augmenter sensiblement et dès 2021 à la suite des investissements importants des dernières années et en particulier le projet Valkyrie.
- **Frais financiers** : vont également rester élevés avec pour rappel une dette pas refinancée avant 2025 dans notre scénario.

## ☛ Breakeven d'EBIT seulement à partir de 2023 et de résultat net en 2024

### Scénario résultats d'Aston Martin

En M£	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Total CA Aston Martin</b>	<b>981</b>	<b>612</b>	<b>1 169</b>	<b>1 385</b>	<b>1 502</b>	<b>1 764</b>	<b>2 044</b>
<i>Croissance</i>	-11%	-38%	91%	19%	8%	17%	16%
<b>Consensus FactSet</b>			1 156	1 339	1 534		
<i>ODDO vs css</i>			1%	3%	-2%		
<b>Coût des ventes</b>	<b>-643</b>	<b>-501</b>	<b>-783</b>	<b>-887</b>	<b>-916</b>	<b>-1050</b>	<b>-1206</b>
<i>% du CA</i>	-66%	-82%	-67%	-64%	-61%	-60%	-59%
<b>Marge brute</b>	<b>338</b>	<b>111</b>	<b>386</b>	<b>499</b>	<b>586</b>	<b>714</b>	<b>838</b>
<i>% du CA</i>	34%	18%	33%	36%	39%	41%	41%
<b>Selling &amp; Distribution</b>	<b>-95</b>	<b>-80</b>	<b>-90</b>	<b>-96</b>	<b>-101</b>	<b>-108</b>	<b>-116</b>
<i>% du CA</i>	-10%	-13%	-8%	-7%	-7%	-6%	-6%
<b>Administrative &amp; other operating</b>	<b>-276</b>	<b>-354</b>	<b>-389</b>	<b>-416</b>	<b>-433</b>	<b>-463</b>	<b>-496</b>
<i>% du CA</i>	-28%	-58%	-33%	-30%	-29%	-26%	-24%
<b>Other</b>	<b>-19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<i>% du CA</i>	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>-52</b>	<b>-323</b>	<b>-94</b>	<b>-14</b>	<b>52</b>	<b>143</b>	<b>227</b>
<i>% du CA</i>	-5%	-53%	-8%	-1%	3%	8%	11%
<b>EBIT css</b>			-96	-15	77		
<i>Marge EBIT css</i>			-8%	-1%	5%		
<i>ODDO vs css</i>					-33%		
<b>D&amp;A</b>	<b>129</b>	<b>155</b>	<b>255</b>	<b>280</b>	<b>275</b>	<b>280</b>	<b>285</b>
<i>% du CA</i>	13%	25%	22%	20%	18%	16%	14%
<b>EBITDA</b>	<b>119</b>	<b>-70</b>	<b>161</b>	<b>266</b>	<b>327</b>	<b>423</b>	<b>512</b>
<i>% du CA</i>	12,1%	-11,5%	13,8%	19,2%	21,7%	24,0%	25,0%
<b>EBITDA css</b>			155	243	338		
<i>ODDO vs css</i>			4%	9%	-3%		
<b>Resultat financier</b>	<b>-68</b>	<b>-143</b>	<b>-135</b>	<b>-135</b>	<b>-135</b>	<b>-135</b>	<b>-135</b>
<b>Impôts</b>	<b>2</b>	<b>56</b>	<b>36</b>	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Minoritaires</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>Résultat net</b>	<b>-126</b>	<b>-419</b>	<b>-195</b>	<b>-130</b>	<b>-74</b>	<b>5</b>	<b>88</b>
<i>% du CA</i>	-13%	-69%	-17%	-9%	-5%	0%	4%
<b>RN css</b>			-201	-136	-58		

Source: ODDO BHF Securities

## Et pas le droit à l'erreur sur le cash

## ☛ Cash burn jusqu'en 2023 et AK probable en cas de dérapage

Au niveau du cash, nous attendons :



- **Capex** – devraient rester compris entre 250 M£ et 300 M£ sur la durée du plan, avec une accélération dès 2022 en lien la Valkyrie et les restylages de 2023. Nous attendons une légère baisse des investissements en 2023, avant une reprise à la hausse en 2024 tenant essentiellement compte du développement de la 1<sup>ère</sup> BEV du groupe
- **BFR**
  - **Ex-deposits** : nous devrions voir une amélioration du BFR grâce au changement vers une stratégie « build-to-order » qui devrait réduire le poste des créances, en partie contrebalancée par une hausse des inventaires pour faire face aux tensions sur la chaîne d'approvisionnement et aux premières livraisons de Valkyrie ;
  - **Deposits** – devraient commencer à s'inverser en 2021 mais surtout en 2022 avec la livraison de la majorité des Valkyrie, avant que le groupe ne commence à collecter les avances sur la Valhalla.

Ainsi, nous attendons un cash burn encore jusqu'à 2023 avec un cash brut qui atteint dans notre scénario un point bas à 187 M£ en 2023 (250 M£ en incluant le cash potentiel des warrants). Cela ne laisse donc pas une marge de manœuvre très confortable pour le groupe (pour rappel, AML a consommé -539 M£ de FCF en 2020, -338 M£ en 2019 et -126 M£ en 2018) et, avec les capacités d'endettement déjà tirées au maximum, toute éventuel dérapage (retard produit, retournement de cycle...) impliquerait un recours probable à une nouvelle augmentation de capital. Or, nous pensons justement que ce risque n'est pas négligeable au vu des différents défis opérationnels, stratégiques, et financiers auxquels le groupe va faire face dans les trois prochaines années. Les augmentations de capital précédentes laissent entrevoir le risque de dilution potentielle pour l'actionnaire en cas de nouveau recours au marché.

#### Scénario FCF et dette nette Aston Martin

En M£	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>CFO ex-BFR</b>	<b>41</b>	<b>-170</b>	<b>41</b>	<b>146</b>	<b>207</b>	<b>303</b>	<b>392</b>
% du CA	4%	-28%	4%	11%	14%	17%	19%
Variation de BFR	-69	-109	64	-47	54	13	-16
Capex	-310	-261	-269	-288	-287	-298	-311
% du CA	-32%	-43%	-23%	-21%	-19%	-17%	-15%
<b>FCF</b>	<b>-338</b>	<b>-539</b>	<b>-163</b>	<b>-189</b>	<b>-27</b>	<b>17</b>	<b>64</b>
% du CA	-34%	-88%	-14%	-14%	-2%	1%	3%
Dette brute (incl. IFRS16)	1 104	1 226	1 303	1 303	1 303	1 303	1 303
Cash brut	116	499	403	214	187	205	269
<b>Dette nette publiée</b>	<b>988</b>	<b>727</b>	<b>900</b>	<b>1 089</b>	<b>1 116</b>	<b>1 098</b>	<b>1 034</b>
"x EBITDA"	8,3x	-10,4x	5,6x	4,1x	3,4x	2,6x	2,0x

Source: ODDO BHF Securities



## Notre valorisation induit un objectif de cours de 20 £, nous initions à Neutre

Compte tenu de l'horizon distant de l'atteinte de la profitabilité, nous optons pour une valorisation par multiple appliqués aux agrégats 2025 que nous actualisons ensuite à fin septembre 2022. Nous retenons les multiples de Ferrari auxquels nous appliquons une décote de 20% pour tenir compte d'une rentabilité inférieure (marge d'EBIT Aston Martin 2025e de 11% vs 25%e pour Ferrari en 2021). Nous retenons l'EBIT et le PE car les différentes méthodologies comptables (capitalisation R&D) limitent la comparabilité avec l'EBITDA.

Il convient aussi d'intégrer la future dilution. Entre les warrants (qui ont un strike à 10 £ et sont donc déjà dans la monnaie) et la seconde tranche attribuable à Mercedes, il reste 17,6m d'actions à émettre, soit 15% du capital actuel.

Notre valorisation induit un objectif de cours de 20 £, soit un upside de 1% par rapport au cours actuel, justifiant une recommandation Neutre sur le dossier.

Valorisation Aston Martin	
EBIT 2025 Aston Martin (M£)	227
RN 2025 Aston Martin (M£)	88
Multiple d'EBIT référence (Ferrari 12 mois+ décote 20%)	24x
Multiple de RN de référence (Ferrari 12 mois+ décote 20%)	31x
Dette nette et autres retraitements (incl. warrants, provisions)	1 134
Nombre d'actions dilué (m)	132,5
Objectif de cours 2025 moyen (£)	27
Taux d'actualisation	10%
<b>Objectif de cours actualisé (£, arrondi)</b>	<b>20</b>
Cours actuel (£, arrondi)	20
Upside / (downside)	1%

Source: ODDO BHF Securities



**AML.L | AML LN**  
**Constructeurs Automobiles | Royaume-Uni**

	<b>Neutre</b>		<b>Cours actuel 1974.00 p</b>					
	<b>Upside</b>		<b>OC 2000.00 p</b>					
		1.32%						
<b>DONNEES PAR ACTION (p)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
BPA corrigé	-73.22	33.12	31.09	-198.85	-369.95	-169.95	-112.99	-64.47
<b>BPA publié</b>	<b>-73.22</b>	<b>36.73</b>	<b>-31.04</b>	<b>-290.57</b>	<b>-543.13</b>	<b>-169.95</b>	<b>-112.99</b>	<b>-64.47</b>
Croissance du BPA corrigé	-	ns	-6.1%	ns	ns	ns	ns	ns
BPA consensus								
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FCF to equity par action	-24.79	1.63	-62.33	-776.55	-698.58	-142.15	-164.48	-23.14
Book value par action	33.50	63.61	217.43	725.29	1 020.47	515.49	402.51	338.04
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	0.00	0.00	0.00	228.00	114.93	114.93	114.93	114.93
Nombre d'actions moyen dilué (M)	202.00	202.00	202.00	43.50	77.20	114.93	114.93	114.93
<b>VALORISATION (M£)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Cours le plus haut (£)			11 621	8 824	3 516	2 273		
Cours le plus bas (£)			7 255	2 564	614	1 615		
(*) Cours de référence (£)			9 147	5 225	1 489	1 974	1 974	1 974
Capitalisation			0.0	11 914	1 712	2 269	2 269	2 269
Endettement net retraité	628	691	568	966	782	960	1 164	1 206
Intérêts minoritaires réévalués	5.0	7.6	10.2	14.1	16.3	19.5	22.7	25.9
Immobilisations financières réévaluées	2.7	9.1	2.7	11.2	15.8	15.8	15.8	15.8
Provisions (y compris réserve)								
<b>VE</b>								
<b>P/E (x)</b>			<b>294</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
P/CF (x)			132	55.6	ns	54.7	15.5	11.0
Rendement			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield			ns	ns	ns	ns	ns	ns
PBV incl. GW (x)			42.07	7.20	1.46	3.83	4.90	5.84
PBV excl. GW (x)			52.14	9.88	1.64	4.47	6.01	7.48
VE/CA (x)								
VE/EBITDA (x)								
<b>VE/EBIT courant (x)</b>								
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
<b>COMPTE DE RESULTAT (M£)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
CA	593	876	1 097	981	612	1 169	1 385	1 502
EBITDA ajusté	101	207	247	119	-70.1	161	266	327
Dotations aux amortissements	-133.2	-82.0	-100.4	-128.8	-154.8	-255.0	-280.0	-275.0
<b>EBIT courant</b>	<b>-32.3</b>	<b>125</b>	<b>147</b>	<b>-9.9</b>	<b>-224.9</b>	<b>-93.5</b>	<b>-14.0</b>	<b>52</b>
EBIT publié	-32.3	149	73	-52.0	-322.9	-93.5	-14.0	52
Résultat financier	-130.5	-64.3	-141.0	-67.6	-143.1	-135.0	-135.0	-135.0
Impôt sur les sociétés	15.2	-7.7	11.1	2.0	56	36.4	22.4	12.5
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	-0.3	-2.6	-5.6	-8.8	-8.8	-3.2	-3.2	-3.2
RNpg publié	-147.9	74	-62.7	-126.4	-419.3	-195.3	-129.9	-74.1
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>-147.9</b>	<b>67</b>	<b>63</b>	<b>-86.5</b>	<b>-285.6</b>	<b>-195.3</b>	<b>-129.9</b>	<b>-74.1</b>
<b>BILAN (M£)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Survaleurs	0.0	84.8	84.8	85.4	85.4	85.4	85.4	85.4
Autres actifs incorporels	707	846	987	1 098	1 251	1 235	1 210	1 190
Immobilisations corporelles	196	244	313	432	461	491	525	556
BFR	-110.9	-239.6	-264.9	-283.7	-193.6	-257.5	-210.7	-264.4
Immobilisations financières	34.8	46.2	34.8	56.9	122	159	181	194
Capitaux propres pg	67.7	129	439	316	788	592	463	389
Capitaux propres minoritaires	5.0	7.6	10.2	14.1	16.3	19.5	22.7	25.9
Capitaux propres	72.7	136	449	330	804	612	485	414
Provisions								
<b>Endettement net</b>	<b>628</b>	<b>691</b>	<b>568</b>	<b>966</b>	<b>782</b>	<b>960</b>	<b>1 164</b>	<b>1 206</b>
<b>TABLEAU DE FLUX (M£)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
<b>EBITDA</b>	<b>100.9</b>	<b>206.5</b>	<b>247.3</b>	<b>118.9</b>	<b>-70.1</b>	<b>161.5</b>	<b>266.0</b>	<b>326.6</b>
Var. BFR	74.3	148.3	45.0	-68.5	-108.8	63.9	-46.9	53.7
Frais financiers & taxes	-31.5	-47.4	-45.9	-59.5	-89.2	-120.0	-120.0	-120.0
Autres flux opérationnels	-1.4	-10.1	-61.8	-18.5	-10.5	0.0	0.0	0.0
Operating Cash flow	142.3	297.3	184.6	-27.6	-278.6	105.4	99.1	260.3
Capex	-192.4	-294.0	-310.5	-310.2	-260.7	-268.8	-288.1	-286.9
<b>Free cash-flow</b>	<b>-50.1</b>	<b>3.3</b>	<b>-125.9</b>	<b>-337.8</b>	<b>-539.3</b>	<b>-163.4</b>	<b>-189.0</b>	<b>-26.6</b>
Acquisitions / Cessions	0.0	-50.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Var. Capitaux propres	0.0	0.0	1.6	0.0	812.5	0.0	0.0	0.0
Autres	-643.3	-9.9	241.8	-66.2	-87.2	-15.0	-15.0	-15.0
Var. trésorerie nette	-685.2	-63.5	120.2	-398.2	184.3	-178.4	-204.0	-41.6
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILITE</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Croissance du CA publiée	-	47.6%	25.2%	-10.6%	-37.6%	91.0%	18.5%	8.4%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
Croissance de l'EBIT courant	-	ns	18.0%	ns	ns	ns	ns	ns
Croissance du BPA corrigé	-	ns	-6.1%	ns	ns	ns	ns	ns
Marge nette ajustée	-24.9%	7.6%	5.7%	-8.8%	-46.7%	-16.7%	-9.4%	-4.9%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>17.0%</b>	<b>23.6%</b>	<b>22.6%</b>	<b>12.1%</b>	<b>-11.5%</b>	<b>13.8%</b>	<b>19.2%</b>	<b>21.7%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>-5.4%</b>	<b>14.2%</b>	<b>13.4%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-36.8%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>3.4%</b>
Capex / CA	-32.5%	-33.6%	-28.3%	-31.6%	-42.6%	-23.0%	-20.8%	-19.1%
BFR / CA	-18.7%	-27.4%	-24.2%	-28.9%	-31.6%	-22.0%	-15.2%	-17.6%
Taux d'IS apparent	9.3%	9.1%	16.3%	1.7%	11.9%	15.9%	15.0%	15.0%
Taux d'IS normatif	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	-	1.0	1.1	0.8	0.4	0.7	0.9	0.9
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>-</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.7%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-11.5%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>2.4%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	-	11.4%	11.7%	-0.7%	-12.2%	-4.7%	-0.7%	2.6%
ROE	-	68.2%	22.1%	-22.9%	-51.8%	-28.3%	-24.6%	-17.4%
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Gearing	864%	508%	126%	293%	97%	157%	240%	291%
Dette nette / Capitalisation (x)			ns	0.08	0.46	0.42	0.51	0.53
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>6.22</b>	<b>3.35</b>	<b>2.30</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>5.95</b>	<b>4.38</b>	<b>3.69</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	0.8	3.2	1.8	1.8	-0.5	1.2	2.0	2.4

Sources: ODDO BHF Securities, SIX





# Ferrari

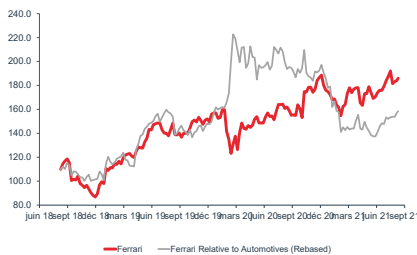
**Surperformance → | Objectif 221 €**

Cours (07/09/2021) : 186.05 € | Potentiel : 19 %

Révision	2021e	2022e
BPA	ns	ns

**Toujours un cheval gagnant**

Mercredi 08 Septembre 2021



## Données produit

### RACE IM | RACE.MI

Capitalisation boursière (M€)	34 416
VE (M€)	35 015
Extrêmes 12 mois (€)	151.9 - 192.1
Flottant (%)	ns

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-0.8	3.2	14.2
Perf. rel. Indice Pays	-1.4	-1.0	-11.1
Perf. rel. Automotives	3.8	14.3	-19.8

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	4 337	4 655	5 059
EBITDA (M€)	1 567	1 711	1 950
EBIT courant (M€)	1 087	1 167	1 340
RNpg (M€)	839	901	1 037
BPA (€)	4.52	4.85	5.59
DNA (€)	1.36	1.46	1.68

P/E (x)	41.1	38.3	33.3
P/B (x)	14.3	11.2	9.0
Rendement (%)	0.7	0.8	0.9
FCF yield (%)	1.0	1.6	2.8
VE/CA (x)	8.1	7.4	6.7
VE/EBITDA (x)	22.3	20.3	17.4
VE/EBIT courant (x)	32.2	29.7	25.3
Gearing (%)	13	-2	-22
Dette nette/EBITDA (x)	0.2	ns	ns

## Next Events

02/11/2021 Earnings Release

## Accrochage (limité) après un parcours exemplaire

Ferrari avait réalisé un parcours sans faute jusqu'en 2020, continuant d'afficher une croissance forte et régulière de ses résultats (TMVA 15/19 de 9% pour le CA et de 20% pour l'EBIT) en dépit des difficultés du secteur automobile. Le groupe a su démontrer une parfaite maîtrise du modèle de constructeur d'automobile de luxe, équilibrant croissance des volumes et maîtrise de l'exclusivité, lui permettant d'afficher des marges dignes des grands acteurs du luxe. Le parcours sans faute de Ferrari s'est interrompu en 2020, quand la fermeture de ses usines pendant 7 semaines l'ont conduit à enregistrer sa première baisse du CA depuis 2009. Si les dégâts auront finalement été très limités au vu du contexte (CA 2020 -8%, dont seulement -3% pour les voitures, baisse de la marge d'EBIT de 370 pb à 20,7%), la prudence du groupe et le décalage de projets l'ont amené repousser ses objectifs 2022 d'un an.

## Mais nous attendons un redémarrage rapide et supérieur aux attentes dès 2021

Le trou d'air de 2020 devrait être vite dépassé, les indicateurs restant très bien orientés, tant au niveau de la demande (carnet de commandes record, liste d'attente >12 mois, rebond des valeurs résiduelles) que de l'offre, avec la sortie de nombreux modèles sur les prochains exercices, dont le très attendu Purosangue SUV qui pourrait permettre au groupe d'enclencher une nouvelle vitesse. En plus de l'effet volumes, la rentabilité sera soutenue par un effet mix favorable. Aussi, nous attendons un TMVA 20/23e de 14% pour le CA (8% sur 2019/2023e) et de 23% sur l'EBIT (10% sur 2019/2023e), nous plaçant 7%/6%/3% au-dessus des BPA du consensus pour 2021/22/23. En particulier, la guidance 2021 nous semble prudente au vu du bon S1 et, alors que de nombreux indicateurs pointent vers une reprise soutenue du marché, nous estimons qu'il y a clairement une chance de bonne surprise (pour un acteur qui en était un habitué avant 2020). Nous sommes aussi finalement très proches de la guidance initiale d'EBIT de la société pour 2022 (>1,2 Md€) et estimons même que celle-ci est toujours atteignable dans un scénario optimiste.

## Les craintes autour de l'électrique nous semblent surjouées, et la valorisation offre désormais un bon point d'entrée

Le cours de Ferrari affiche une sous-performance de 46% sur un an vs les grands acteurs du luxe alors que les titres étaient fortement corrélés jusque-là (Ferrari a même sous-performé le Stoxx Auto & Parts de 37% sur la période). Le momentum de résultats moins favorable en explique une partie, mais le derating semble disproportionné (consensus BPA 2022/23 réduits de 0%/-2%) et reflète, selon nous, les craintes autour de l'impact à moyen/long terme de l'électrification du groupe (compétitivité, réception commerciale, investissements...). Nous trouvons cependant ces craintes surjouées et pensons que le track-record commercial, technique et financier de Ferrari lui permettront de surmonter ces défis. Le succès commercial et financier du premier modèle hybride rechargeable (SF90) a non seulement permis de démontrer la viabilité de ce type de produit mais aussi de largement entamer la transition du groupe à l'électrique. Nous estimons des besoins additionnels cumulés de 300 M€ à 500 M€ d'ici à 2025 qui devraient pouvoir être amortis dans le cycle d'investissement actuel (2% du CA cumulé sur la période). Enfin, nous jugeons favorablement la nomination au poste de CEO de Benedetto Vigna, dont l'expérience en tant qu'ex-directeur de BU chez STM Microelectronics devrait apporter des compétences technologiques de plus en plus importantes dans l'automobile. Le prochain CMD, attendu pour mi-2022, devrait permettre de dissiper les doutes et de restaurer le bon momentum long terme du titre.

## Nous initions à Surperformance avec un objectif de cours de 221 €

Notre valorisation (décote historique de 15% sur multiples Hermès) induit un objectif de cours de 221 € et une opinion Surperformance.

**Anthony Dick** (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 66  
anthony.dick@oddo-bhf.com

**Michael Foundoukidis** (Analyste)  
+33 (0)1 55 35 42 59  
michael.foundoukidis@oddo-bhf.com





## Performance historique exemplaire et casse limitée en 2020

### Une croissance régulière du CA tirée par la vente de véhicules

La grande majorité du chiffre d'affaires de Ferrari (**Cars and spare parts** 82% en 2020) provient de la vente de véhicules et de leurs options (qui représentent en général 15-20% du prix des véhicules). Les ventes de pièces détachées sont minimales étant donné que le groupe offre gratuitement une garantie de 7 ans avec l'achat d'un véhicule.

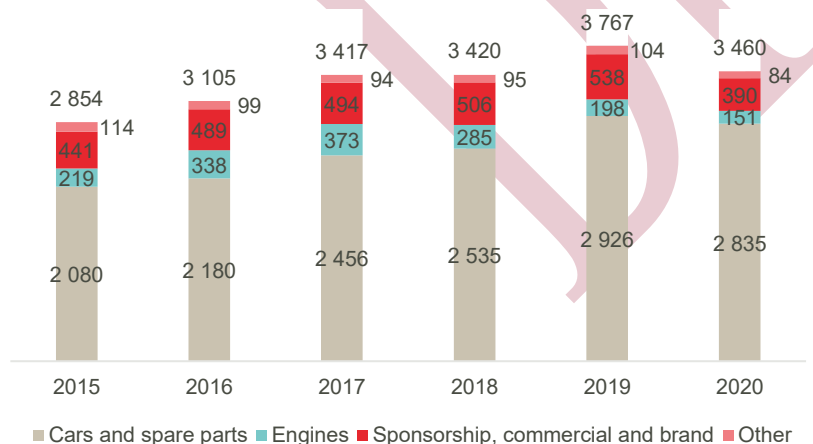
Le groupe dispose toutefois de 3 autres sources de revenus :

- **Sponsorship, commercial and brand** (11% du CA 2020) – Regroupe principalement les revenus générés par la participation de Ferrari en F1 (sponsors + accord commercial de partage de revenus avec la FIA) ainsi que d'autres activités commerciales et de licensing comme ses deux musées, deux parcs d'attraction (Ferrari World à Abu Dhabi et Ferrari Land Portaventura près de Barcelone) ou encore une activité de Esports récemment lancée .
- **Engines** (4% du CA 2020) – Cette division regroupe les ventes de moteurs à Maserati (V8 depuis 2003 et V6 depuis 2011) ainsi que les revenus générés par la location en F1 du moteur de Ferrari aux écuries Haas et Alfa Romeo-Sauber.
- **Other** – Comprend l'activité financière, la gestion du circuit de Mugello ainsi que d'autres activités en lien avec le sport automobile.

Malgré le déclin du secteur automobile depuis 2018, le CA de Ferrari avait continué de progresser à un rythme soutenu jusqu'en 2019. La fermeture des usines du groupe pendant 7 semaines au S1 2020 n'a pas pu être entièrement rattrapée au S2, conduisant à une baisse du CA toutefois assez limitée de 8%, et seulement -3% pour la ventes de voitures.

L'évolution du CA de Ferrari ces dernières années a été principalement tirée par l'activité de ventes de véhicules.

Evolution du CA de Ferrari par division (M€)



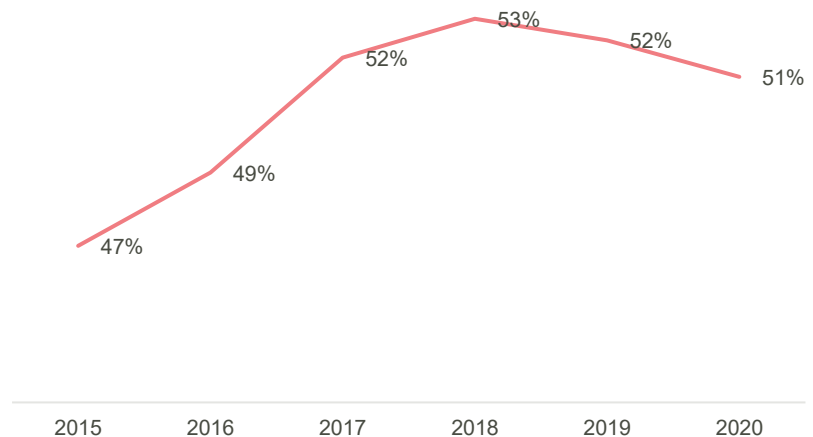
Source: ODDO BHF Securities



## Rentabilité forte et en progression avant la crise

Le groupe ne communique pas sur ses marges par division, mais nous savons que l'activité de vente de moteurs auprès de Maserati est dilutive. La baisse de cette activité ainsi qu'un pricing favorable expliquent la progression de la marge brute jusqu'en 2018. En 2019, celle-ci a commencé à être impactée par une hausse des amortissements (inclus dans les « cost of sales » pour les actifs tangibles fixes, selon la définition de Ferrari).

### Evolution de la marge brute de Ferrari



Source: ODDO BHF Securities

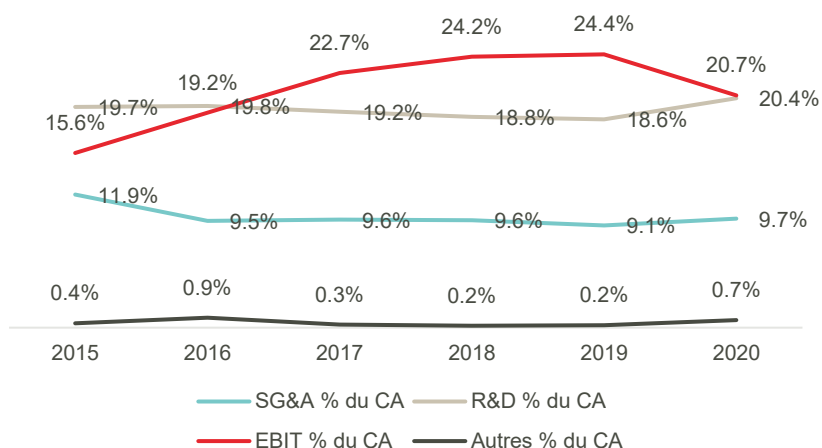
Au niveau des coûts fixes, nous notons en particulier :

- **Des coûts de SG&A** (9,1% du CA 2019) – répartis équitablement entre les coûts de vente/marketing liés à la promotion des produits et les coûts administratifs.
- **Les coûts de R&D** (19% du CA 2019) – Ce poste peut être divisé entre
  - La R&D non capitalisée (~75% du poste de coûts R&D) – ce poste regroupe principalement les dépenses liées à la Formule 1.
  - Les amortissements de R&D capitalisée (~25% du poste R&D) – Ce poste a augmenté ces dernières années avec la hausse des investissements

La hausse de la marge brute et un meilleur amortissement des coûts de SG&A avait permis à Ferrari d'atteindre une marge d'EBIT record en 2019 (24.4%). En 2020, le groupe a limité la casse avec une marge de 20,7%, en baisse séquentielle de 370 pb.



### Evolution des coûts indirects et marge d'EBIT de Ferrari



Source: ODDO BHF Securities

## Et des perspectives qui restent robustes

### Hausse soutenue du CA grâce principalement aux véhicules

### Ventes de véhicules bien orientée en 2021 et 2022 grâce aux ramp-up et au mix

Après une baisse de seulement 3% en 2020, l'activité de ventes de véhicules devrait continuer de progresser à un bon rythme sur l'horizon de notre scénario.

- **Volumes dynamiques en 2021 et 2022 grâce à aux nouveaux modèles** – La progression restera soutenue par les ramp-up des nombreux modèles présentés ou introduits en 2020 (SF90 Stradale & Spider, Roma, Portofino M, 488 GT Modificata), permettant de largement compenser l'éventuelle sortie de la 812 Superfast (seul modèle de série qui devrait sortir du portefeuille produit sur l'horizon de notre scénario). La contribution de ces modèles en 2022 devrait permettre de maintenir la bonne dynamique.

### Modèles Ferrari en ramp-up

Modèle	Début de livraisons (estimé)
812 Competizione Aperta*	T4 2022
812 Competizione*	T1 2022
296 GTB**	T1 2022
488 GT Modificata*	T3 2021
Portofino M	T3 2021
SF90 Spider**	T3 2021
Roma	T4 2020
SF90 Stradale**	T4 2020
812 GTS (spider)	T2 2020
F8 Spider	T2 2020

Sources: Société, ODDO BHF Securities

\*Série limitée

\*\*PHEV (hybride rechargeable)



- **L'effet mix sera également favorable**, principalement grâce la poursuite des livraisons des séries limitées Icona (Monza SP1 & SP2) mais aussi la SF90 (Stradale & Spyder) et la 488 GT Modificata. En 2022, il ne devrait rester qu'un reliquat de Monzas SP1 & SP2, mais les livraisons des séries limitées 812 Competizione et 812 Aperta (moins chères mais plus nombreuses) prendront le relais.
- **Lecture quelque peu brouillée sur 2023 avec les décalages de projets, mais il reste des leviers importants** – Il est difficile de formuler des estimations précises sur les ventes de véhicules au-delà de 2022 car il reste 3 modèles à dévoiler d'ici 2022 et le groupe n'a pas donné de guidance précise à cet horizon (simplement que la guidance 2022 initiale d'un CA <5 Md€ serait atteinte cette année-là). Ceci-dit, nous savons déjà que nous devrions avoir d'ici là les premières livraisons du Purosangue (2023e) qui devrait soutenir une poursuite du dynamisme des volumes du groupe. En outre, les 812 Competizione et Competizione Aperta (qui sont pour rappel déjà pre-vendues) seront aussi une bonne source de croissance de volumes et de mix. En revanche, le décalage de projets engendré par la crise brouille un peu la lecture, surtout s'il concernait, comme l'a laissé entendre la société, un modèle Icona (série limitée très exclusive et donc à prix très élevé), ce qui pourrait pénaliser le mix ainsi que le FCF (car des avances sont prises sur ces modèles).

**Nous attendons donc un TMVA 20/23 du CA Cars & Parts de 15%. Cela pourrait sembler élevé lorsqu'on considère le besoin du groupe de préserver son exclusivité, mais notons que cela correspond à un TMVA 2019/23 de 10%, soit un niveau en ligne avec l'historique (TMVA 15/19 de 9%)**

#### Scénario CA Cars & Parts

En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
CA Cars & parts	2 926	2 835	3 672	3 912	4 295
Croissance	15%	-3%	30%	7%	10%
Dont CA modèles de séries		2 521	3 296	3 527	3 809
Croissance			31%	7%	8%
Dont CA séries limitées		314	376	385	486
Croissance			19%	3%	26%

Source: ODDO BHF Securities

#### 🔴 Sponsorship, commercial and brand – en mode recovery avant de reprendre la direction moyen terme

- **F1** – L'activité va connaître un rebond mécanique en 2021 grâce à un retour d'un programme à 23 courses vs 17 courses en 2020. Les revenus resteront toutefois encore impactés cette année par les limites sur le nombre spectateurs. Au-delà de cet effet, plusieurs dynamiques sont en jeu : Ferrari a signé en août 2020 l'Accord Concorde avec la FIA qui régit les conditions d'attributions des droits commerciaux pour la Formule 1 jusqu'en 2025 (ne concerne pas la partie sponsorship). En parallèle, l'organisme a mis en place une limite de budget dégressive pour les écuries à partir de 2021 (147 M\$ pour 2021, 142 M\$ pour 2022, 137 M\$ pour 2023). Notons toutefois que cette limite exclut certains des plus importants postes de coûts comme le développement de moteur et les salaires des pilotes et du top 3 dans l'équipe. **Si les détails des nouveaux mécanismes de revenus et de coûts pour la F1 n'ont pas été dévoilés, Ferrari estime que les nouvelles réglementations devraient au final avoir un impact relativement neutre sur le P&L** (baisse de coûts imposée par la limitation de budget contrebalancée par revenus moindres du fait du nouvel accord Concorde et de la rétrogradation de Ferrari dans le classement).

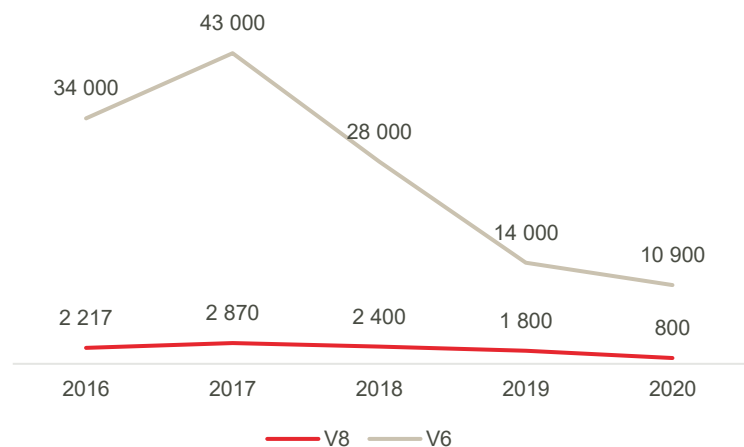


- **Autres activités de licensing** – Ces activités ont été fortement pénalisées par le COVID (fermeture des musées, parcs d'attraction, restaurant, etc.) et devraient commencer à se redresser progressivement en 2021, et davantage en 2022. A moyen terme, Ferrari a présenté en novembre 2019 une nouvelle stratégie pour l'extension de ses activités de branding/licensing qui visera à mieux contrôler la distribution de licences (réduction de 50% des accords et licence et de 30% des produits de marque Ferrari) afin de mieux contrôler et d'opérer une montée en gamme de son image de marque. Le groupe s'est fixé un objectif que ces activités contribuent à 10% de l'EBIT d'ici 7 à 10 ans. La première expression de cette stratégie vient d'être dévoilée le 13 juin dernier avec un défilé prêt-à-porter, visant à démontrer sa capacité à adresser de nouveaux segments du luxe et attirer une différente clientèle (femmes et jeunes).

## **Poursuite de la baisse dans Engines en vue de la fin de l'accord avec Maserati**

Les ventes de moteurs auprès de Maserati sont en déclin continu depuis 2017, en ligne avec les ventes de véhicules de la société. Maserati a annoncé en 2019 qu'il ne renouvellerait pas son accord avec Ferrari et le groupe a révélé en 2020 le développement de son propre moteur V6 pour sa supercar MC20, ainsi qu'un vaste plan d'électrification. L'activité de ventes de moteurs devrait donc continuer sa décline d'ici 2023. Ferrari ne communique plus sur le montant exact de son activité avec Maserati mais à leur pic de 2017 (45 870 moteurs dont 2 870 V8), les ventes de moteurs de son compatriote représentaient ~300 M€, un chiffre sensiblement inférieur aujourd'hui (11 700 moteurs en 2020, dont 800 V8), même si Ferrari a des accords de compensation de volume en place. A noter que la vente de moteurs à Maserati est une activité dilutive sur la rentabilité de Ferrari. Le groupe pourra aussi utiliser les ressources dédiées à la production de moteurs Maserati pour sa propre production.

### Ventes de moteurs pour Maserati (en unités)



Source: ODDO BHF Securities



## Nous attendons un TMVA 2020/23 du CA de 14%

### Scénario CA

En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>CA Ferrari</b>	<b>3 767</b>	<b>3 460</b>	<b>4 337</b>	<b>4 655</b>	<b>5 059</b>
Croissance	10%	-8%	25%	7%	9%
Guidance			4 300		
Css			4 289	4 598	5 047
ODDO vs css			1,1%	1,2%	0,2%
<b>CA Cars &amp; parts</b>	<b>2 926</b>	<b>2 835</b>	<b>3 672</b>	<b>3 912</b>	<b>4 295</b>
Croissance	15%	-3%	30%	7%	10%
<b>Engines</b>	<b>198</b>	<b>151</b>	<b>180</b>	<b>150</b>	<b>90</b>
Croissance	-30%	-24%	19%	-17%	-40%
<b>Sponsorship, commercial and brand</b>	<b>538</b>	<b>390</b>	<b>395</b>	<b>494</b>	<b>568</b>
Croissance	6%	-28%	1%	25%	15%
<b>Other</b>	<b>104</b>	<b>84</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>106</b>
Croissance		-19%	8%	10%	7%

Source: ODDO BHF Securities

## Nous prévoyons une rentabilité forte et supérieure aux attentes

### Rentabilité toujours portée par les volumes et le mix

En matière de coûts, nous attendons les évolutions suivantes :

- **Coûts des ventes** – reflèteront principalement l'impact mix décrit ci-avant,
- **R&D** – Ces coûts sont décomposée entre
  - **La R&D non capitalisée** – Les coûts de F1 devraient rester sur un niveau élevé en 2021 en préparation de la nouvelle voiture pour 2022 (qui nécessite plus d'investissement que d'habitude car c'est une année de changement de modèle avec notamment des modifications au niveau de la motorisation), avant de baisser sur les prochaines années en ligne avec l'évolution des nouvelles limitations de budget et de développement .
  - **Les amortissements de R&D capitalisée** – Ce poste poursuivra sa hausse parallèlement aux investissements.
  - **Les SG&A** – ont baissé depuis 2020 du fait des mesures de confinement et du report d'évènements marketing sur l'online. Elles devraient progressivement remonter avec la relaxation des mesures de restrictions.
- **Impôts** – Ferrari continue de bénéficier du mécanisme Patent Box en Italie avec un taux d'imposition effectif aux alentours de 20%

### TMVA 2020/23 de l'EBIT de 23% – nous sommes au-dessus du consensus et de la guidance

Nous attendons un TMVA 20/23 de l'EBIT de 23%, ou de 10% sur la période 2019/23.



Scénario EBIT Ferrari					
En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>CA Ferrari</b>	<b>3 767</b>	<b>3 460</b>	<b>4 337</b>	<b>4 655</b>	<b>5 059</b>
<i>Croissance</i>		-8%	25%	7%	9%
CA consensus			4 289	4 598	5 047
<i>ODDO vs consensus</i>			1%	1%	0%
Coût des ventes	-1 805	-1 686	-2 082	-2 281	-2 479
% du CA	-48%	-49%	-48%	-49%	-49%
<b>Marge brute</b>	<b>1 961</b>	<b>1 773</b>	<b>2 255</b>	<b>2 374</b>	<b>2 580</b>
% du CA	52%	51%	52%	51%	51%
S,G&A	-343	-336	-360	-414	-435
% du CA	-9%	-10%	-8%	-9%	-9%
R&D	-699	-707	-795	-778	-789
% du CA	-19%	-20%	-18%	-17%	-16%
Autres	-1	-14	-13	-14	-15
% du CA	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>917</b>	<b>716</b>	<b>1 087</b>	<b>1 168</b>	<b>1 341</b>
% du CA	24,4%	20,7%	25,1%	25,1%	26,5%
EBIT consensus			1 035	1 131	1 330
<i>ODDO vs consensus</i>			5%	3%	1%
Coûts financiers	-42	-49	-35	-37	-40
% du CA	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Impôts	-177	-58	-211	-226	-260
<i>Taux d'imposition effectif</i>	-20%	-9%	-20%	-20%	-20%
Minoritaires	-3	-1	-3	-3	-3
<b>Résultat Net</b>	<b>696</b>	<b>608</b>	<b>839</b>	<b>901</b>	<b>1 038</b>
% du CA	18%	18%	19%	19%	21%
RN consensus			788	851	1 005
<i>ODDO vs consensus</i>			7%	6%	3%

Source: ODDO BHF Securities

Notons que nous sommes au-dessus du consensus et de la guidance société pour 2021 et 2022. En effet, la guidance d'une marge d'EBIT 2021 comprise entre 22,6% et 23,7% (émise en février au moment des résultats annuels puis confirmée au S1) nous semble trop prudente au vu du S1 (marge d'EBIT 26,4%), et ce même après la prise en compte d'une augmentation de la R&D et des SG&A avec les levées progressives des restrictions de déplacements ainsi qu'un léger effet mix négatif (introduction de la Portofino au T3, mais contrebalancé par la SF90 Spider...). La guidance implique une marge S2 de 20%, un niveau que le groupe n'a pas connu depuis le S2 2016 (hors T2 l'année dernière). Alors que de nombreux indicateurs pointent vers une reprise soutenue du marché en 2021 (cf. commentaires des concurrents dans l'automobile de luxe en partie Secteur), nous estimons qu'il y a clairement une chance de révision des objectifs à la hausse (pour un acteur qui, rappelons-le, en était habitué avant 2020). Notons également que nous sommes très proches de la guidance initiale d'EBIT de la société pour 2022 (>1,2 Md€) et estimons même que celle-ci est toujours atteignable dans un scénario optimiste.



## Des investissements plus que compensés par la croissance

Au niveau du cash, deux particularités sont à souligner :

- **Les Capex** sont décomposés équitablement entre :
  - **Capex intangibles** qui représentent essentiellement la R&D capitalisée par le groupe dans le développement de ses produits.
  - **Les Capex tangibles**, qui représentent essentiellement les investissements dans l'outil de production.
- **Le BFR** a comme particularité d'être fortement impacté par les acomptes que Ferrari demande à ses clients pour ses modèles les plus exclusifs. Ils correspondent généralement à un tiers de la valeur du véhicule.

## Des Capex en augmentation, mais en baisse en % du CA

Comme détaillé dans notre partie sur l'électrique, nous ne pensons pas que les investissements à venir dans l'électrique vont avoir un effet démesuré sur les besoins d'investissements de Ferrari. En effet, nous estimons que le BEV devrait rajouter au total 300 à 500 M€ d'investissements aux projets actuels d'ici 2025, soit ~2% du CA cumulé sur la période, largement compensé par la croissance. Nous rappelons en outre que :

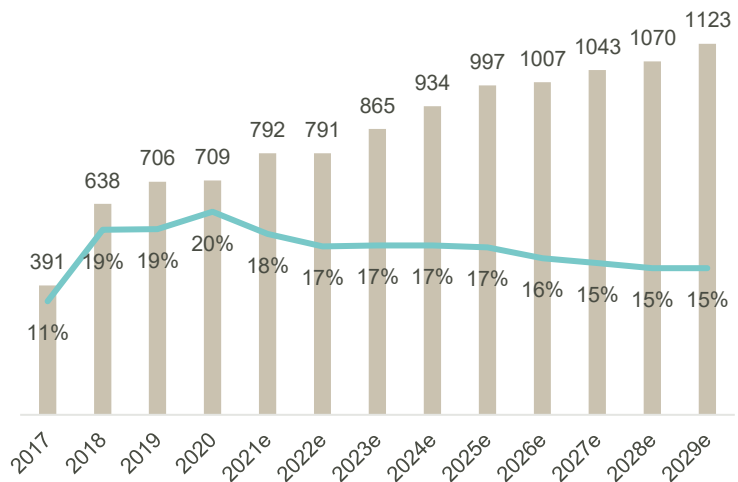
- Une partie des investissements ont déjà été réalisés grâce au travail sur l'hybride mais aussi des investissements non-récurrents dans des parcelles de terrain (60 M€ en 2020). En effet, le groupe a guidé sur un niveau de Capex de 800 M€ en 2021, un niveau record, mais qui ne devrait pas l'empêcher d'atteindre une marge d'EBIT proche (ou même potentiellement supérieure) des plus hauts historiques.
- Une baisse des investissements sur les autres modèles est probable après des années 2020/21 riches en lancement.

Nous préférons rester prudents à ce stade en estimant une progression annuelle des Capex de 2020-23e de 8%, mais notons que cela aboutit tout de même à une baisse du taux de Capex. Rappelons également que nous tablons toujours sur une baisse des investissements à moyen terme en % du CA grâce aux apprentissages du premier modèle électrique mais aussi à la relative simplicité du moteur électrique par rapport au moteur à combustion. Nous pensons que Ferrari devrait être en mesure de retrouver un niveau de Capex plus proche des 15% d'ici 2028, déjà bien au-dessus de la moyenne historique du groupe (13% du CA sur 2012-2019).





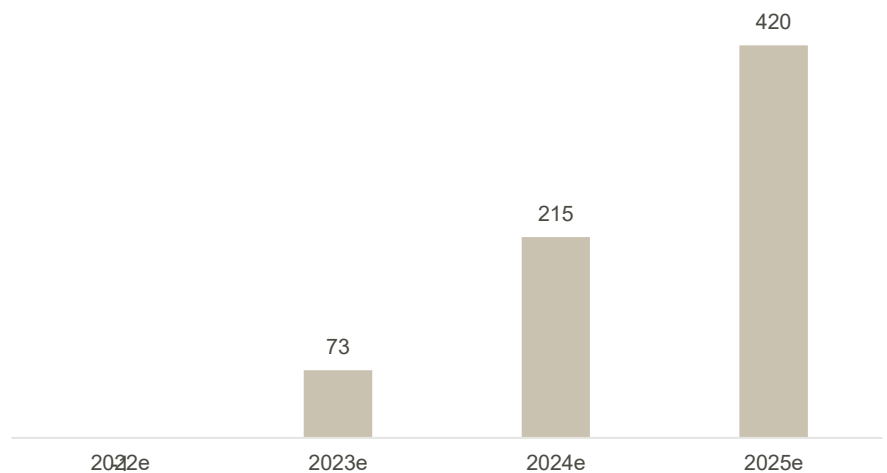
### Evolution des Capex (M€)



Source: ODDO BHF Securities

Ces estimations impliquent 420 M€ de Capex incrémentaux d'ici 2025 par rapport au niveau déjà élevé de 2021, un montant conforme avec notre estimation du besoin (mais qui n'assume aucune baisse d'investissement sur les autres produits).

### Capex incrémental cumulé vs 2021 (M€)



Source: ODDO BHF Securities

### Le BFR restera pénalisé par les dépôts en 2021 avant une inversion forte, mais sûrement pas avant 2023

Les livraisons de Monza SP1 & SP2 vont continuer d'impacter le BFR en 2021. A l'inverse, la prochaine Icona amènera un apport significatif de cash, (prix/volumes non dévoilés mais pourrait être >250 M€ selon nos estimations). Nous supposons que le décalage des guidances implique que ce montant sera reconnu en 2023 plutôt que 2022.



## Scénario FCF

Le FCF de Ferrari devrait donc connaître une forte progression sur l'horizon de notre scénario (TMVA 20-23 de 83%, ou 12% sur 2019-23) et retrouver des niveaux de FCF/CA supérieurs à l'avant-crise malgré la hausse des investissements. Notons toutefois que nous sommes en dessous de l'objectif de free cash-flow du groupe pour 2023 (1,1-1,25 Md€), mais il est difficile de savoir si cela provient d'une prudence sur les Capex ou le BFR (contribution de la prochaine Icona potentiellement supérieure si plus d'unités étaient distribuées ou si le prix était supérieur).

### Scénario FCF Ferrari

En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
CFO avant BFR	1 246	1 060	1 273	1 402	1 613
BFR	60	-221	-153	-75	220
Dont Other (incl. Deposits)	146	-137	-100	-55	-55
Total Capex	-706	-709	-792	-791	-865
% du CA	-18,7%	-20,5%	-18,3%	-17,0%	-17,1%
Retraitement Ferrari Financial Services	75	42	120	80	82
FCF Industriel Ferrari	675	171	448	615	1 049
% du CA	18%	5%	10%	13%	21%
FCF consensus			413	680	973
ODDO vs css			9%	-9%	8%

Source: ODDO BHF Securities

## Notre valorisation induit un objectif de cours de 221 €, opinion Surperformance

### Un décrochage vs les pairs du luxe qui offre une décote rare

Le cours de Bourse de Ferrari a historiquement évolué en ligne avec ceux des grands acteurs du luxe avant un décrochage en 2021.

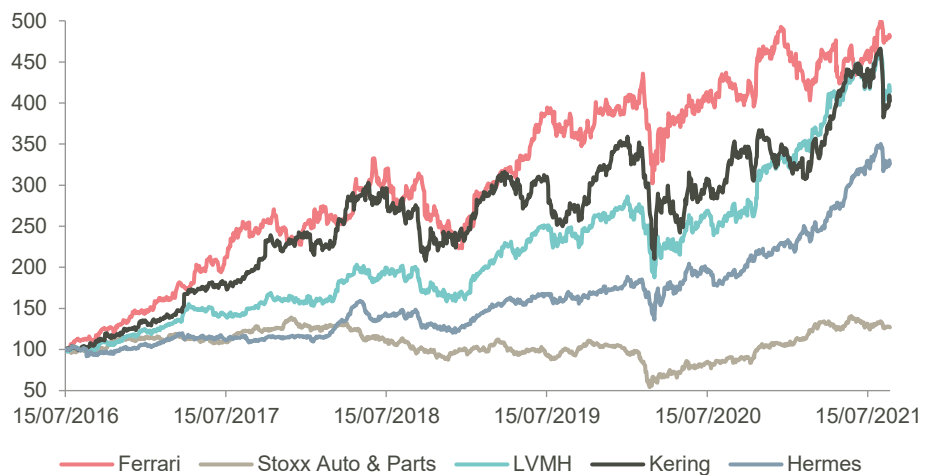


### Evolution des cours de Bourse sur 2 ans



Source : FactSet

### Evolution des cours de Bourse sur 5 ans

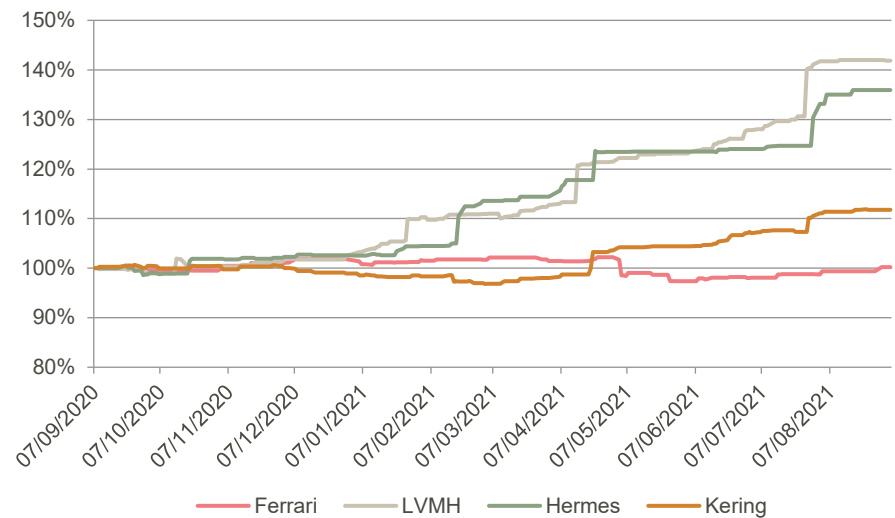


Source : FactSet

Une partie de cette correction s'explique par un momentum de résultats moins favorable, avec des révisions à la baisse pour Ferrari vs des révisions à la hausse pour les grands acteurs du luxe, traduisant un impact plus lourd de la crise du COVID sur l'activité de Ferrari. En effet, avec ses capacités de production regroupées à Maranello en Italie, le groupe a été davantage pénalisé par les confinements que les acteurs traditionnels du luxe à l'empreinte globale. Cependant, notons que le mouvement de révisions des résultats sur Ferrari est reparti à la hausse depuis la publication du S1, ce qui devrait entraîner une poursuite du rattrapage du titre. A l'inverse, il est possible que ce soit désormais les acteurs du luxe qui subissent des révisions à la baisse, suite à la nouvelle politique du gouvernement chinois qui vise à réduire les inégalités, pouvant potentiellement impacter les ventes de produits de luxe dans le pays (ce qui impacterait aussi Ferrari, mais dans une proportion moindre car rappelons que le groupe ne génère que ~6% de son CA dans le pays vs 30-35% en moyenne pour les acteurs du luxe traditionnel).



### Evolution des BPA du consensus 2022e



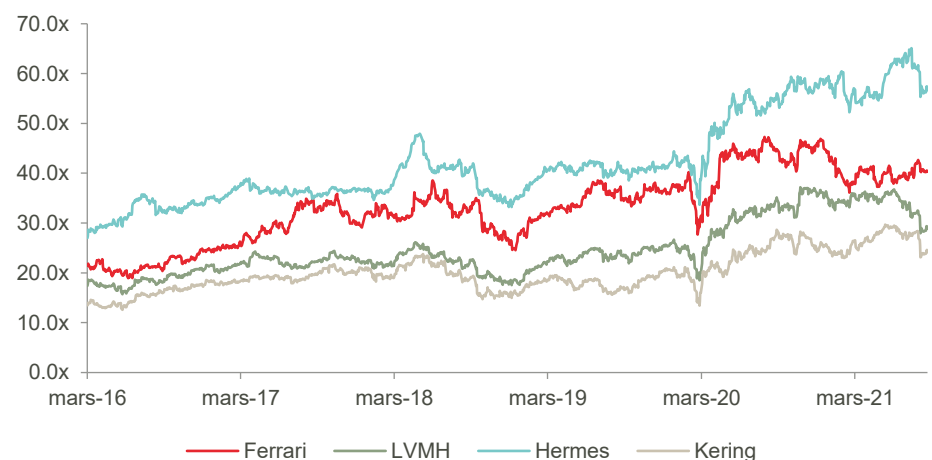
Source : FactSet

La sous-performance de Ferrari reflète aussi certainement des craintes autour de la transformation électrique du groupe. Cependant, comme expliqué ci-avant, nous trouvons ces craintes surjouées et pensons que les bons résultats que nous attendons pour 2021 ainsi que le CMD de 2022 devraient dissiper ces doutes et restaurer le bon momentum long terme du titre.

### Un OC à 221 €

Compte tenu du lien entre Hermès et Ferrari tant d'un point de vue boursier qu'opérationnel (position de leader sur le segment haut de gamme, stratégie de maîtrise des volumes pour maintenir l'exclusivité, pricing power/rentabilité best-in-class), nous utilisons les multiples d'Hermès pour valoriser Ferrari. Nous appliquons une décote de 15%, proche de la moyenne historique alors que les multiples des deux sociétés s'étaient fortement rapprochés avant le décrochage récent de Ferrari.

### Evolution des multiples de PE 12 mois prospectifs



Source : FactSet

**Notre valorisation induit un objectif de cours de 221 €, soit un potentiel de 19% sur le cours actuel, justifiant notre recommandation Surperformance.**



### Valorisation Ferrari

En M€	2022e
CA	4 655
EBITDA	1 711
EBIT	1 167
RN	901
Multiples Hermès	
VE/EBITDA (x)	31
VE/EBIT (x)	36
PE (x)	54
Prime / décote	15%
Objectif de cours induit (€)	2022e
VE/EBITDA	245
VE/EBIT	193
PE	225
<b>Objectif de cours moyen (€)</b>	<b>221</b>
Prix actuel (€)	186
Upside / (downside)	19%

Source: ODDO BHF Securities



## RACE.MI | RACE IM

### Constructeurs Automobiles | Italie

## Surperformance

Upside 18.79%

Cours actuel 186.05EUR

OC 221.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	2.31	2.82	4.14	3.71	3.28	4.52	4.85	5.59
<b>BPA publié</b>	<b>2.31</b>	<b>2.83</b>	<b>4.16</b>	<b>3.73</b>	<b>3.29</b>	<b>4.54</b>	<b>4.87</b>	<b>5.60</b>
Croissance du BPA corrigé	37.5%	22.3%	46.7%	-10.3%	-11.7%	38.1%	7.3%	15.1%
BPA consensus								
Dividende par action	0.00	0.00	0.71	1.03	1.13	1.36	1.46	1.68
FCF to equity par action	3.53	1.46	1.58	3.24	0.70	1.78	2.89	5.23
Book value par action	1.72	4.12	7.15	7.93	9.65	13.05	16.56	20.71
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	188.92	188.95	188.61	186.77	184.98	184.98	184.98	184.98
Nombre d'actions moyen dilué (M)	188.95	189.76	189.39	187.54	185.58	185.58	185.58	185.58
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)	56.6	104	128	155	189	192		
Cours le plus bas (€)	41.6	55.1	85.6	85.6	116	155		
(*) Cours de référence (€)	49.4	80.0	106	131	156	186	186	186
Capitalisation	9 340	15 116	19 899	24 550	28 901	34 416	34 416	34 416
Endettement net retraité	693	475	382	352	545	306	-57.6	-836.9
Intérêts minoritaires réévalués	4.8	5.3	5.1	6.0	4.0	7.0	10.0	13.0
Immobilisations financières réévaluées	33.9	30.0	32.1	38.7	42.8	42.8	42.8	42.8
Provisions (y compris réserve)	319	293	308	336	329	329	329	329
<b>VE</b>	<b>10 323</b>	<b>15 858</b>	<b>20 562</b>	<b>25 205</b>	<b>29 735</b>	<b>35 015</b>	<b>34 654</b>	<b>33 878</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>21.4</b>	<b>28.4</b>	<b>25.5</b>	<b>35.4</b>	<b>47.7</b>	<b>41.1</b>	<b>38.3</b>	<b>33.3</b>
P/CF (x)	9.1	20.9	22.8	18.7	33.9	30.6	25.6	18.8
Rendement	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%
FCF yield	7.1%	1.8%	1.5%	2.5%	0.5%	1.0%	1.6%	2.8%
PBV incl. GW (x)	28.74	19.41	14.75	16.57	16.19	14.25	11.23	8.99
PBV excl. GW (x)	ns	ns	35.31	35.27	28.90	21.12	15.11	11.30
VE/CA (x)	3.32	4.64	6.01	6.69	8.59	8.07	7.44	6.70
VE/EBITDA (x)	11.7	15.3	18.5	19.9	26.0	22.3	20.3	17.4
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>16.3</b>	<b>20.5</b>	<b>24.9</b>	<b>27.5</b>	<b>41.5</b>	<b>32.2</b>	<b>29.7</b>	<b>25.3</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA	3 105	3 417	3 420	3 767	3 460	4 337	4 655	5 059
EBITDA ajusté	880	1 036	1 114	1 269	1 143	1 567	1 711	1 950
Dotations aux amortissements	-247.7	-260.6	-288.7	-351.9	-426.6	-480.0	-543.9	-609.8
<b>EBIT courant</b>	<b>632</b>	<b>775</b>	<b>826</b>	<b>917</b>	<b>716</b>	<b>1 087</b>	<b>1 167</b>	<b>1 340</b>
EBIT publié	632	775	826	917	716	1 087	1 167	1 340
Résultat financier	-27.7	-29.3	-23.6	-42.1	-49.1	-34.7	-37.2	-40.5
Impôt sur les sociétés	-167.6	-208.8	-16.3	-176.7	-58.2	-210.6	-225.9	-259.9
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	-1.0	-2.0	-1.9	-2.9	-1.1	-3.0	-3.0	-3.0
RNpg publié	436	535	784	696	608	839	901	1 037
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>436</b>	<b>535</b>	<b>784</b>	<b>696</b>	<b>608</b>	<b>839</b>	<b>901</b>	<b>1 037</b>
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Survaleurs	785	785	785	785	785	785	785	785
Autres actifs incorporels	354	440	646	838	979	1 168	1 372	1 602
Immobilisations corporelles	669	710	851	1 070	1 227	1 350	1 393	1 419
BFR	-673.5	-556.6	-446.0	-741.9	-643.3	-541.5	-475.7	-713.7
Immobilisations financières	207	172	208	224	315	295	270	243
Capitaux propres pg	325	779	1 349	1 481	1 785	2 415	3 064	3 830
Capitaux propres minoritaires	4.8	5.3	5.1	6.0	4.0	7.0	10.0	13.0
Capitaux propres	330	784	1 354	1 487	1 789	2 422	3 074	3 843
Provisions	319	293	308	336	329	329	329	329
<b>Endettement net</b>	<b>693</b>	<b>475</b>	<b>382</b>	<b>352</b>	<b>545</b>	<b>306</b>	<b>-57.6</b>	<b>-836.9</b>
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
<b>EBITDA</b>	<b>879.8</b>	<b>1 036.0</b>	<b>1 114.3</b>	<b>1 269.4</b>	<b>1 142.8</b>	<b>1 567.5</b>	<b>1 710.7</b>	<b>1 949.9</b>
Var. BFR	-15.9	-60.9	62.6	-9.1	-14.7	-3.9	-18.5	4.0
Frais financiers & taxes	-271.6	-247.3	-99.1	-72.8	-143.4	-245.3	-263.2	-300.4
Autres flux opérationnels	413.0	-65.0	-143.7	118.6	-146.5	-197.9	-102.4	179.0
Operating Cash flow	1 005.3	662.8	934.0	1 306.1	838.2	1 120.5	1 326.7	1 832.6
Capex	-339.1	-387.7	-636.9	-701.1	-708.0	-792.0	-791.4	-865.1
<b>Free cash-flow</b>	<b>666.2</b>	<b>275.1</b>	<b>297.1</b>	<b>605.0</b>	<b>130.2</b>	<b>328.5</b>	<b>535.3</b>	<b>967.5</b>
Acquisitions / Cessions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	-104.1	-121.2	-135.1	-194.8	-211.0	-209.7	-251.8	-270.2
Var. Capitaux propres	1.4	0.0	-100.1	-386.7	-129.8	0.0	0.0	0.0
Autres	167.7	116.2	-47.7	-86.0	58.1	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	751.1	270.0	15.1	-61.7	-157.9	118.8	283.5	697.3
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance du CA publiée	8.8%	10.0%	0.1%	10.1%	-8.1%	25.4%	7.3%	8.7%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
Croissance de l'EBIT courant	33.5%	22.7%	6.5%	11.1%	-21.9%	51.9%	7.3%	14.9%
Croissance du BPA corrigé	37.5%	22.3%	46.7%	-10.3%	-11.7%	38.1%	7.3%	15.1%
Marge nette ajustée	14.0%	15.7%	22.9%	18.5%	17.6%	19.3%	19.3%	20.5%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>28.3%</b>	<b>30.3%</b>	<b>32.6%</b>	<b>33.7%</b>	<b>33.0%</b>	<b>36.1%</b>	<b>36.7%</b>	<b>38.5%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>20.4%</b>	<b>22.7%</b>	<b>24.1%</b>	<b>24.4%</b>	<b>20.7%</b>	<b>25.1%</b>	<b>25.1%</b>	<b>26.5%</b>
Capex / CA	-11.0%	-11.5%	-18.7%	-18.7%	-20.5%	-18.3%	-17.0%	-17.1%
BFR / CA	-21.7%	-16.3%	-13.0%	-19.7%	-18.6%	-12.5%	-10.2%	-14.1%
Taux d'IS apparent	27.7%	28.0%	2.0%	20.2%	8.7%	20.0%	20.0%	20.0%
Taux d'IS normatif	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	2.8	2.7	2.1	2.0	1.6	1.7	1.6	1.6
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>45.3%</b>	<b>49.3%</b>	<b>41.1%</b>	<b>38.8%</b>	<b>26.7%</b>	<b>34.1%</b>	<b>32.0%</b>	<b>34.8%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	ns	ns	80.3%	66.2%	42.0%	49.2%	43.8%	46.6%
ROE	ns	97.0%	73.7%	49.2%	37.2%	40.0%	32.9%	30.1%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Gearing	210%	61%	28%	24%	30%	13%	-2%	-22%
Dette nette / Capitalisation (x)	0.07	0.03	0.02	0.01	0.02	0.01	0.00	-0.02
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>0.79</b>	<b>0.46</b>	<b>0.34</b>	<b>0.28</b>	<b>0.48</b>	<b>0.20</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	31.7	35.4	47.3	30.2	23.3	45.2	45.9	48.2

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



#### • Méthode de valorisation

Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de ODDO BHF. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.

#### • Sensibilité du résultat de l'analyse/classification des risques :

Les avis exprimés dans ce document sont des avis basés sur une date particulière - la date indiquée en première page du présent document. La recommandation peut changer selon des événements inattendus susceptibles, par exemple d'avoir un impact tant sur la société étudiée dans le présent document que sur l'ensemble du secteur.

#### • Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Surperformance : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Sous-performance : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

#### • Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.

#### • L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site de la recherche : [www.securities.oddo-bhf.com](http://www.securities.oddo-bhf.com)

#### Répartition des recommandations

		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(594)	57%	33%	10%
Contrats de liquidité	(92)	60%	36%	4%
Contrats de recherche	(41)	63%	32%	5%
Service de banque d'investissement	(37)	78%	16%	5%

#### Risque de conflits d'intérêts :

#### Services de banque d'investissement et/ou Distribution

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre publique portant sur des instruments financiers de l'émetteur et rendue publique ? Non

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour des prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ? Non

#### Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont-ils convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur ? Non

#### Contrat de liquidité et market-making

A la date de la diffusion de ce rapport, ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées agit-il en tant que teneur de marché ou a-t-il conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ? Non

#### Prise de participation

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. détient-il 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur ? Non

Une ou plusieurs sociétés affiliées de ODDO BHF SCA, autres que ABN AMRO – ODDO BHF B.V. peuvent, à certaines occasions, détenir 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur.

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V., détient-il une position longue ou courte nette de plus de 0,5% de la totalité du capital émis de l'émetteur ? Non

L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de ODDO BHF SCA ou de sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. ? Non

#### Disclosure lié à la publication

Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ? Non

Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur ? Non

#### Autres conflits d'intérêts

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il au courant de conflits d'intérêts supplémentaires ? Non

#### Conflits d'intérêts personnels



Les personnes en charge de la rédaction de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière? Non

Les personnes en charge de la rédaction du présent document ont-elles perçues une rémunération directement liée à des opérations de service d'entreprise d'investissement ou à un autre type d'opération qu'elles réalisent ou aux frais de négociation qu'elles ou toute personne morale faisant partie du même groupe reçoit? Non

Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la recherche de ODDO BHF : [www.securities.oddobhf.com](http://www.securities.oddobhf.com)

#### Historique des recommandations sur les 12 derniers mois

Société	Date	Recomm.	Cours	
Aston Martin Lagonda	07/09/2021	Neutre	22.92	Anthony Dick
Ferrari	07/09/2021	Surperformance	186.05	Anthony Dick

#### Historique des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

Société	Date	Objectif	Cours	Analyste
Aston Martin Lagonda	07/09/2021	23.22 GBP	1974.00	Anthony Dick
Ferrari	07/09/2021	221.00 EUR	186.05	Anthony Dick





## Disclaimer:

### Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

### Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

### Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddonny.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.