

a) Le titre MGI Coutier (MGIP.PA/MGIC FP ; 15,60€) performe bien, soit +34% ytd (et +36% depuis notre commentaire détaillé du 13/11/2014, 5 pages, toujours disponible sur notre cyber-échope <http://www.olier-etudes-recherche.fr/>), et pour cause : la société s'engage sur une belle croissance du chiffre d'affaires 2015, soit plus de +15%, et sur au moins +10% de croissance par an ces prochaines années pour atteindre une taille de 1Md€ en 2018. Une progression qui doit se comprendre hors effets de change et hors acquisitions, bien entendu : en ce qui concerne le présent, la société a publié en effet un chiffre d'affaires T1-2015 à +24% yoy, mais à seulement +6,7% hors les deux impacts positifs non négligeables i) de la hausse du dollar (qui concerne éventuellement une petite moitié du chiffre d'affaires, sinon plus) et ii) de la dernière acquisition, Autotube AB, réalisée en avril 2014. Des impacts qu'on ne retrouvera pas à un tel niveau dans le chiffre d'affaires du T2-2015, et donc du S1, qui sera publié mercredi prochain 22 juillet.

b) Cette publication confirmera vraisemblablement la montée en cadence rapide de la production des réservoirs AdBlue, des réducteurs d'oxyde d'azote émis par les moteurs diésels, conçus et fabriqués à la demande du 1^{er} client : PSA. Ces systèmes AdBlue doivent équiper au moins 12 modèles de voitures et d'utilitaires légers de la marque, et générer 160M€ de chiffre d'affaires en 2016 (à rapporter à 11,6M€ au T1-2015, et 15,4M€ pour toute l'année 2014), ce qui n'est pas rien.

c) A ceci s'ajoute par ailleurs la forte croissance à l'international (23%CA 2014 hors Amérique du Nord), notamment en Chine, en Inde, en Tchéquie et en Turquie, et la bonne tenue de l'activité en Amérique du Nord (+5% au T1 en dollar constant, et 26% CA groupe en 2014). Et à ceci s'ajoutera aussi au S2 le démarrage de trois usines : Chine toujours, mais aussi Mexique et Maroc. Bref : MGI Coutier est devenu en quelques années à force d'innovation, d'excellence industrielle, et de quelques belles acquisitions, notamment Avon Automotive en 2011, puis Autotube AB en 2014, un fournisseur de rang 1 de la profession automobile mondiale.

d) Voilà pour la littérature. Mais ce qui compte, ce sont les chiffres. Et on peut remarquer tout d'abord à ce sujet que la direction de la société donne comme objectif de marge opérationnelle à moyen terme une fourchette de 7% à 8%, ce qui est dans le droit fil de ces deux dernières années (8,3% en 2013 et 7,5% en 2014) et ne laisse donc pas d'"upside".

Les optimistes y verront vraisemblablement toutefois la possibilité d'une "earning surprise" positive, avec la non-récurrence à un niveau élevé, soit 17M€ en 2014, à rapporter à un ROC de 51,9M€, des coûts de R&D et de démarrage des produits AdBlue. Les moins optimistes y verront par contre éventuellement de la prudence, car le mix des contributions des différentes divisions du groupe à cette marge consolidée est pour le moins déséquilibré, apparemment :

MGI Coutier - Activités et Résultats/zones géo :

	RO 2014	RO/CA
France	-8,4	-3,1%
RoEU	10,7	6,5%
Amérique du Nord	32,6	16,6%
RoW	17,0	9,5%
	51,9	7,5%

Sources : publications société

Ceci étant, il est possible, voire probable, que la partie France (MGI Coutier SA), qui sert les clients locaux, dont Peugeot et Renault, qui n'ont pas fait de bonnes affaires entre 2008 et 2014, et supporte tout l'effort de R&D du groupe (un effort important : 5,9% CA en 2014) aille un peu mieux ces prochaines années, comme il est possible, voire probable, que la partie Amérique du Nord (Avon Automotive, avant tout) fasse un peu moins bien dans le même temps, ceci compensant cela.

e) Le marché ne semble toutefois pas trop s'attarder sur ce mix déséquilibré apparemment, puisqu'il accorde à MGI Coutier des multiples de valorisation relativement confortables, c'est à dire plus élevés que ceux de PVL et Delfingen, des groupes qui ont peu ou prou le même statut boursier de Mid Caps :

Equipementiers automobiles - Comparaisons boursières : ROCE =

	17/7/15	Cours	PER16	CB/CA	VE/CA	RO/CA	ROC/(DN+FP)
Delfingen	18,0€	6,9x	0,28	0,46	5,1%	10,5%	
MGI Coutier	15,6€	9,3x	0,60	0,70	7,5%	17,9%	
PVL-Plastivaloire	58,0€	10,4x	0,38	0,47	4,9%	9,7%	
Montupet	69,3€	10,7x	1,63	1,81	12,6%	18,4%	
Belier	31,0€	7,9x	0,79	0,94	9,3%	18,3%	
Plastic Omnium	24,0€	11,2x	0,83	0,94	7,2%	20,8%	
Valeo	132,2€	12,6x	0,83	0,86	6,8%	25,4%	
Faurecia	36,8€	10,2x	0,25	0,34	2,4%	13,6%	
		9,9x	0,70	0,81			

Mais le marché a toujours raison, comme d'habitude : si l'on prend le temps d'inspecter soigneusement ce tableau, on constate une corrélation relativement forte entre les multiples CB/CA et VE/CA d'une part, et les taux de marge opérationnelle d'autre part. Sans parler de la corrélation non moins forte avec une autre mesure, le rapport entre le résultat opérationnel et les capitaux mobilisés, Fonds Propres et dette nette, pour le fabriquer, qui est une norme de la profession en principe (et un ROCE primitif).

f) Ce qui amène la question finale : la croissance annoncée est-elle vraiment intégrée au cours de Bourse ?

C'est ce à quoi tente de répondre le modèle ci-joint (depuis qu'il existe), modèle qui se contente de mettre la croissance attendue en perspective, et de calculer un PER théorique de sortie dans 5 ans en fonction i) du rendement exigé, et, ii) du cours du jour. A 8,3x, le PER obtenu sur la base d'un rendement attendu de 3,4% (le taux sans risque à 5 ans + 3%), la réponse semble être : non. J Lieury 17/07/2015

MGI Coutier - Valorisation de l'objectif de croissance à 5 ans							
17/7/15	Var. :	Hypothèse var. CA :				+ 7,2%	
Prévisions :	+ 8,7%	+ 7%	+ 7%	+ 7%	+ 7%	+ 7%	
2015	2016	2017	2018	2019	2020		
CA en M€	800	870	933	1 000	1 072	1 149	
RN/CA	5,1%	5,2%	5,3%	5,2%	5,3%	5,2%	
RN en M€	41	45	49	52	57	60	
	PER :	Var. RN				+ 9,3%	+ 5,2%
N titres	26,741	10,2X	9,3X	8,4X			
Valeur Actuelle de la CB :	417M€					493 M€	
	Cours aujourd'hui :	15,6€					
Taux sans risque à 5 ans :	0,40%						
+ Prime de risque :	3,00%						
= 1. Taux de rendement exigé :	3,40%						
						<<< PER de sortie implicite dans 5 ans : 8,3x	