



INFORMATION COMPTABLE ET PERFORMANCE FINANCIÈRE

Master CGAO

CAS OPmobility (A) – Jérôme Caby

Note pédagogique

CAS OPmobility (A)

Note Pédagogique

Jérôme Caby, IAE de Paris – Sorbonne Business School

Jacky Koehl, ISAM-IAE de Nancy, ICN Business School Nancy-Metz

Analyse de l'activité

OPmobility est une entreprise internationale tant par ses ventes que par ses implantations. Elle connaît une croissance dynamique depuis de nombreuses années même si le groupe a connu une année difficile lors de la pandémie et a enregistré un brusque repli (-13,8% en 2020) avant de se rétablir progressivement comme son marché de référence (la construction automobile) qui n'est revenu à son niveau pré-covid qu'en 2023. En 2023, elle affiche même une hausse du chiffre d'affaires supérieur à celle du marché (+13,4% vs. 9,7% pour la production automobile). Cela s'explique vraisemblablement par un positionnement marqué sur le segment des véhicules électriques qui connaît une croissance plus rapide bien que l'inflation entre également en ligne de compte.

OPmobility a su s'adapter aux évolutions de la demande internationale en se déployant dans différents pays pour suivre ses clients constructeurs automobiles qui eux-mêmes se rapprochent de leur clientèle finale. Néanmoins, la structure de clientèle du groupe reste encore principalement tirée par l'Europe et l'Amérique du Nord (environ 79% du chiffre d'affaires 2023). La zone Asie-Chine ne représentant que 17 % du chiffre d'affaires et a souffert en 2023 contrairement aux autres marchés. On note d'ailleurs que son principal client est le groupe Volkswagen (28,2% du CA) suivi de Stellantis (14,6%) et que ses cinq premiers clients représentant environ 2/3 du CA sont tous issus d'Europe et d'Amérique du Nord.

Pour autant, si l'on compare (tableau n°1), la croissance récente du chiffre d'affaires de OPmobility à des concurrents internationaux de grande taille, on note que son dynamisme est plutôt au-dessus de la norme à la faveur du mouvement de concentration sectoriel par croissance externe pour répondre aux exigences de plus en plus fortes des constructeurs automobiles mondiaux en termes d'innovation, de localisation et de prix.

Tableau n°1 - Croissance comparée OPmobility / Équipementiers automobiles

	2022	2023
OPmobility ¹	+ 18,0 %	+ 20,8 %
CIE AUTOMOTIVE	+ 24,1 %	+ 3,2 %
MAGNA International	+ 8,6 %	+ 17,3 %
VALEO	+ 16,1 %	+ 10 %
FORVIA	+ 57,3 %	+10,9 %
ElringKlinger	+ 10,7 %	+ 2,7 %

Aussi, et compte tenu également des prévisions sur le marché de l'équipement automobile mondiale (+ 4,3% annualisé de 2024 à 2032) ainsi que de son positionnement sur la fourniture de composants pour le segment le plus dynamique des véhicules électriques, peut-on sans risque conclure que OPmobility continuera à dépasser la croissance de son marché de référence, tout en participant comme par le passé au mouvement de concentration en-cours.

¹ Il s'agit de la hausse du CA consolidé, la hausse du CA économique est plus faible (+9,7% et 13,4%).

Analyse des marges et de la rentabilité

Le taux de marge brute d'exploitation (EBE / CA) de OPmobility est assez faible et légèrement en-dessous de la norme de son secteur (cf. Tableau n°2). Il s'est, comme pour ses concurrents, un peu détérioré sur les dernières années, peut-être du fait de l'impossibilité de répercuter intégralement sur leurs prix de vente l'intégralité de la hausse des coûts (inflation) et du prix des matières premières.

Tableau n°2 - Taux de marge brute d'exploitation comparé OPmobility / Équipementiers automobiles

	2021	2022	2023
OPmobility	10,1 %	9,4 %	8,4 %
CIE AUTOMOTIVE	18,3 %	16,5 %	18 %
MAGNA International	10 %	8,3 %	9,2 %
VALEO	12,2 %	11,4 %	11,4 %
FORVIA	10,3 %	9,1 %	9,7 %
ElringKlinger	11,8 %	8,1 %	10,6 %

Le tableau n°3 permet de constater une remarquable stabilité des taux de marge de la société sur la période 2021-2023 (Le taux d'EBITDA se détériore, mais c'est presque rattrapé au niveau de l'EBIT). Le taux de marge brute s'améliore même un peu montrant une très bonne maîtrise des coûts par le groupe en dépit de la forte croissance du CA sur la période (+43%).

Tableau n°3 - Évolution du coût des ventes, des frais de personnel, financiers et de R&D

	2021	2022	2023	Variation 2021/2023
Chiffre d'affaires	7 233	8 538	10 314	+ 43 %
Coût des ventes /CA	91,5 %	91,3 %	91,2 %	+ 42 %
Marge Brute /CA	8,5 %	8,7 %	8,8 %	+ 46 %
EBITDA /CA	10,1 %	9,4 %	8,4 %	+ 19 %
EBIT / CA	3,5 %	3,5 %	3,4 %	+ 38 %
Résultat net / CA	1,9 %	2,1 %	1,6 %	+ 20 %
Frais de personnel / CA	16,4 %	16,3 %	16,6 %	+ 44 %
Frais de R&D / CA	3,6 %	3,3 %	2,9 %	+ 16 %
Coût de la dette / CA	0,7%	0,8%	1%	+ 117%

De la même façon, les frais de personnel suivent la progression du chiffre d'affaires tant en effectif qu'en valeur, ce qui est particulièrement remarquable, la répartition géographique de ceux-ci connaissant des variations. On note la part élevée et stable des personnels intérimaires (12 %), ce qui permet à OPmobility de variabiliser ses charges et de faire face rapidement à tout retournement éventuel de conjoncture. L'entreprise souffre d'un turnover des cadres important et en augmentation, mais qui semble s'expliquer par les récentes opérations d'absorption. Le taux d'absentéisme est stable et faible, signe d'un climat social apaisé au sein du groupe.

Les frais de R&D augmentent un peu moins rapidement que l'activité dans le compte de résultat, mais le montant en valeur connaît une augmentation tout à fait notable (+ 16% sur la période), montrant que l'entreprise a tout à fait pris en considération le caractère

stratégique de ces investissements pour maintenir voire améliorer sa position concurrentielle.

Le résultat net est légèrement en retrait, ce qui s'explique partiellement par l'augmentation des frais financiers sans doute en raison de l'augmentation des taux d'intérêt. Cela sera à confirmer lors de l'analyse de l'endettement.

La rentabilité de l'exploitation de OPmobility est stable sur la période.

Tableau n°4 - Rentabilité d'exploitation de OPmobility

ROIC	2021	2022	2023
EBITDA / Capitaux investis	23,2 %	20,6 %	22,7 %
EBIT / Capitaux investis	8 %	7,8 %	9,1 %

La décomposition de la rentabilité économique de OPmobility pour 2023 peut être comparée à celle de ses concurrents (tableau n°5). Les ROA de l'ensemble des entreprises sont faibles avec des taux variant de 0,7% à 5,5%, OPmobility ayant un positionnement médian (2,2%). Elle montre une situation très différente selon les entreprises, certaines ayant un taux de rotation de l'actif élevé et un taux de marge faible (MAGNA International et OPmobility), des entreprises avec un taux de rotation et un taux de marge faibles (ErlingKlinger, VALEO et FORVIA) et une entreprise (CIE AUTOMOTIVE) avec un taux de marge élevé, mais un taux de rotation faible. Enfin, les situations évoluent peu au cours du temps pour l'ensemble des acteurs à part deux accidents ponctuels en 2022 pour ErlingKlinger et FORVIA.

Tableau n°5 - Décomposition comparée de la rentabilité économique OPmobility / Équipementiers automobiles en 2023

	RN / CA	CA / Actif total	RN / Actif total
OPmobility	1,6 %	1,37	2,2 %
CIE AUTOMOTIVE	7,9 %	0,7	5,5 %
MAGNA International	2,8 %	1,44	4,1 %
VALEO	1 %	1,01	1 %
FORVIA	0,8 %	0,87	0,7 %
ErlingKlinger	2,1 %	0,88	1,9 %

La rentabilité financière de OPmobility est faible mais en légère augmentation sur la période 2021-2023 et se positionne de façon médiane. A l'exception de CIE AUTOMOTIVE qui enregistre une rentabilité financière confortable, les autres proposent des niveaux assez faibles. Par ailleurs, quelles que soient les entreprises, y compris OPmobility, elles mobilisent à l'évidence le levier financier pour doper une rentabilité économique peu élevée.

Tableau n°6 – Rentabilité financière comparée OPmobility / Équipementiers automobiles

ROE	2021	2022	2023
OPmobility	6,6 %	9,3 %	8,2 %
CIE AUTOMOTIVE	33,6 %	27,5 %	25,7 %
MAGNA International	12,9 %	5,2 %	10,7 %
VALEO	5,1 %	6,1 %	6 %
FORVIA	0,5 %	(9,1) %	5 %
ErlingKlinger	6,6 %	(10,3) %	4,7 %

Analyse de la solvabilité et de la politique financière

L'analyse du BFR (tableau n°7) montre que la gestion du BFR est tout à fait bonne (BFR négatif) et stable tant globalement qu'au niveau de ses composantes. Elle est également meilleure que l'ensemble de celle de ses concurrents (tableau n°8) et cela s'explique vraisemblablement partiellement par la rotation élevée de l'actif constatée précédemment. Cela confirme également la très bonne gestion opérationnelle du groupe à la suite du constat de la bonne maîtrise des coûts.

Tableau n°7 – Ratios de BFR OPmobility

	2021	2022	2023
BFR / CA * 365	(29,8) jours	(25,1) jours	(24,9) jours
Stocks / Coût des ventes * 365	36,2 jours	36 jours	36,9 jours
Clients / CA * 365	54,2 jours	54,1 jours	50,2 jours
Fournisseurs / Coûts des ventes *365	65,7 jours	65,1 jours	62,3 jours

Tableau n°8 – BFR/CA comparé OPmobility / Équipementiers automobiles

	2021	2022	2023
OPmobility	(29,8) jours	(25,1) jours	(24,9) jours
CIE AUTOMOTIVE	(24) jours	(16) jours	(4) jours
MAGNA International	32 jours	15 jours	7 jours
VALEO	(20) jours	(22) jours	(24) jours
FORVIA	40 jours	(3) jours	(3) jours
ElringKlinger	59 jours	70 jours	52 jours

L'examen des tableaux de flux simplifiés permet de distinguer les années : 2021 et 2023, d'une part, et 2022 d'autre part. En 2021 et 2023, les flux de trésorerie générées par l'exploitation permettent de financer tant les investissements industriels que les investissements financiers de OPmobility, de procéder à des rachats d'actions, de distribuer des dividendes à ses actionnaires tout en améliorant sa situation de trésorerie. On pourrait même se demander si les distributions aux actionnaires sous forme de rachats ou de dividendes ne sont pas insuffisantes car l'entreprise n'a à priori pas l'usage de cette nouvelle trésorerie qui est très abondante (893 millions d'euros à la fin 2021).

En 2022, la situation est différente, les flux générés par l'exploitation ne couvrent pas les investissements tandis qu'un flux financier relatif à la finalisation du rachat de HBPO de près de 309 millions d'euros aggrave la situation. Cela conduit OP mobility à contracter de nouveaux emprunts et surtout à puiser dans sa trésorerie dont on peut penser qu'elle avait été constituée dans cette perspective sans pour autant que sa situation financière ne soit réellement affectée (576 millions d'euros de trésorerie à la fin 2022).

L'analyse des ratios de structure financière (Tableau n°9) confirme l'hypothèse précédente sur l'existence d'un levier financier élevé (82,5 % en 2016). Cela se traduit par un taux d'endettement brut important (30,1 %). Pour autant, cela doit-il être considéré comme un signal d'alerte ? A priori non, le coût de l'endettement reste raisonnable bien qu'en progression (hausse des taux d'intérêt) tant en termes de taux d'intérêt apparent (4,7 %) que de poids sur les marges (1 %) et la capacité de remboursement tout à fait recevable (1,9 ans). Même si les ratios de liquidités générale et réduite sont inférieurs à 1 et se dégradent, l'entreprise dispose d'une trésorerie confortable de 637 millions d'euros en augmentation et l'annonce de l'emprunt obligataire de 500 millions d'euros courant 2024 devrait largement y

pourvoir. Enfin, la note de BB+ attribué à l'endettement à long terme de OPmobility par S&P traduit le diagnostic équilibré entre endettement élevé et soutenabilité de la situation de solvabilité de la société.

Tableau n°9 – Ratios de structure financière de OPmobility

	2021	2022	2023
Ratio de liquidité générale Actifs à moins d'un an / Passifs à moins d'un an	0,94x	0,77x	0,69x
Ratio de liquidité réduite (Actifs à moins d'un an - stocks / Passifs à moins d'un an)	0,7x	0,54x	0,46x
Taux d'endettement (Endettement financier / total Bilan)	27,8 %	31,1 %	30,1 %
Taux d'intérêt apparent Cout de l'endettement financier / Endettement financier	2,8 %	2,9 %	4,7 %
Coût de l'endettement net / CA	0,7 %	0,8 %	1 %
Capacité de remboursement Endettement financier net / CAF	1,4 ans	2,6 ans	2,5 ans
Capacité de remboursement Endettement financier net / EBITDA	1,2 ans	2,16 ans	1,9 ans
Dettes financières / Capitaux propres	86,3 %	120,1 %	114,7 %
Dettes financières nettes / Capitaux propres	42,7%	90,1%	82,5%

Ce sentiment est renforcé par la comparaison avec la capacité de remboursement de OPmobility (1,9 ans). Elle est similaire à celle de ses concurrents, mais tout de même dans le haut de la fourchette (tableau n°10).

Tableau n°10 – Capacité de remboursement (EBITDA) comparée OPmobility / Équipementiers automobiles

	2021	2022	2023
OPmobility	1,2 ans	2,2 ans	1,9 ans
CIE AUTOMOTIVE	2,7 ans	2,2 ans	1,8 ans
MAGNA International	0,3 an	0,8 an	1,1 ans
VALEO	1,6 ans	1,7 ans	1,5 ans
FORVIA	2,2 ans	3,6 ans	2,7 ans
ElringKlinger	2 ans	2,5 ans	1,7 ans

Conclusion

OPmobility est une entreprise internationale qui a su surmonter les conséquences de la pandémie et se développe à un rythme supérieur à celui de son marché de référence, la construction automobile, grâce à de la croissance tant organique qu'externe et à un positionnement sur les segments les plus prometteurs de l'équipement automobile comme les véhicules électriques. Elle dégager des marges modestes en dépit d'une très bonne gestion opérationnelle. Elle parvient à les doper grâce à une utilisation intensive de ses capacités de production et un fort levier financier lui permettant de dégager une rentabilité financière acceptable. Sa politique financière au cordeau lui permet d'y parvenir sans mettre en danger sa liquidité et sa solvabilité même si elle ne dispose pas de marges de manœuvre

importantes. D'un point de vue financier, son développement, ses performances économiques et sa politique de financement sont tout à fait représentatifs de son secteur d'activité à l'échelle mondiale. Par ailleurs, l'entreprise, outre son positionnement sur des produits en phase avec la transition énergétique du secteur automobile, est sur une trajectoire dynamique de décarbonation de ses activités. Aussi, Julie Pierson peut-elle tout à fait recommander l'intégration de OPmobility dans le portefeuille d'investissement sur la base de l'analyse de ses fondamentaux et son introduction dans un fonds ESG pourrait mettre être envisagée sous réserve d'analyses complémentaires. Il restera alors à vérifier si sa valorisation boursière en fait ou non une cible de choix.