



Expertise comptable
et conseil aux IRP

La fusion PSA - Fiat Chrysler Automobiles pourra-t-elle se faire aux conditions initiales ?

Deuxième contribution de 3E Consultants :
la crise du covid 19 s'invite au mariage

Patrick CHIRON
pchiron@3econsultants.fr



20 avril 2020

Fiat PSA : une fusion surtout voulue par les directions des 2 Groupes

UN PROCESSUS DE FUSION BIEN ENGAGÉ MALGRÉ LA CRISE DU CORONAVIRUS

Depuis l'annonce de leur projet de fusion fin octobre /début novembre 2019, PSA et FCA ont bien avancé et ont monté des équipes chargées de mettre en œuvre le projet de fusion dans les meilleurs délais :

- **Ainsi, alors que les groupes subissent la crise du coronavirus** (à l'instar de l'ensemble du Monde automobile), les directions ont réaffirmé leur volonté de mener la fusion au plus vite. En effet, lors du dernier comité de pilotage du 31 mars 2020, ils ont non seulement annoncé le maintien de la date de finalisation de la fusion pour 2021, mais qu'une accélération était même prévue. Cela dit, initialement, la date était déjà celle de fin 2020, lors de l'accord des conseils de gouvernance. Les directions voudraient donc davantage se rapprocher des douze mois que des dix-huit mois prévus au maximum pour mettre en place ce projet et faire jouer au plus vite les "fameuses" synergies promises. Par ailleurs, c'est aussi, de façon moins mise en avant, la motivation de disposer d'un siège social basé dans un pays fiscalement avantageux, que sont les Pays-Bas, qui les pousse également.
- **Des prévisions de ventes catastrophiques se profilent pourtant.** La plupart des analystes tablaient sur un recul d'environ 2 % des ventes du marché européen en 2020, pénalisé par les nouvelles règles d'homologation des véhicules en termes d'émissions polluantes et la fin d'un cycle haut depuis plusieurs années. Avec la crise du Covid 19, ce recul pourrait être multiplié par 10, voire davantage. Se lancer dans une aventure de fusion dans ce contexte apparaît alors peu judicieux d'un point de vue industriel, car comment évaluer les sites, les modèles/gammes à conserver ou à retravailler, les services à fusionner ou à mettre en place ... dans un contexte aussi bouleversé ?

DE SÉRIEUX OBSTACLES FINANCIERS POUR UNE FUSION ENTRE ÉGAUX

➔ **L'arrivée de la crise liée au coronavirus** transforme, malgré tout, les vœux des directions et de leurs actionnaires :

- Le poids des groupes s'est largement écarté des conditions initiales de l'accord
- La distribution de super dividendes obtenue par les actionnaires de FCA dans l'accord pourrait ne pas être autorisée ou bien être différée. Dans tous les cas, elle serait malvenue tant d'un point de vue de la communication (comment demander ensuite des sacrifices aux salariés ?) que du point de vue de la trésorerie où les 2 groupes vont affronter la probable pire crise qu'ils ont connue depuis la Seconde Guerre mondiale.

- La distribution de 1.1 Md€ des dividendes ordinaires décidée par les 2 groupes reste également hypothétique dans l'état de crise actuelle, où la trésorerie sera cruciale, et avec les recommandations des ministères qui souhaitent la modération en la matière, notamment pour deux entreprises qui profitent largement des aides de l'État au chômage partiel.

→ **Dans l'accord initial et pour tenir compte des parités des 2 constructeurs :**

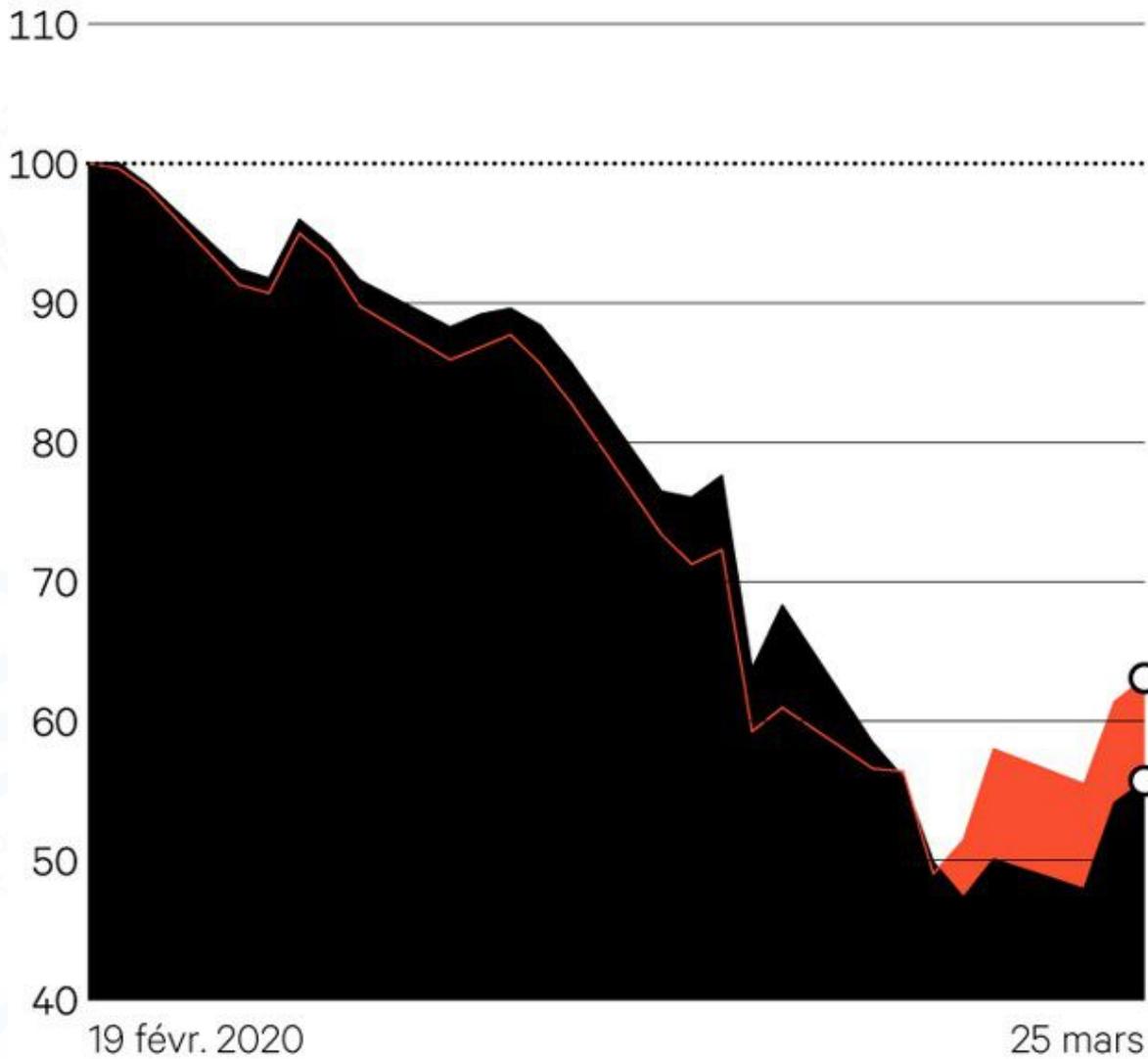
- Il est prévu que PSA redistribue à ses actuels actionnaires les actions Faurecia qu'il détient à hauteur de 46.3 %. Évalué à 6.5 Mds€ au début de l'accord, Faurecia ne "vaut" plus que 4.52 Mds€ le 20 avril 2020. Avec ces calculs, la valorisation de PSA, moins 46 % de Faurecia (valorisé à 4.5 Mds d'euros), **vaudrait 8.6 Mds€ au 20 avril 2020**, contre 18.8 Mds d'euros, au moment de l'annonce de la fusion.
- FCA doit distribuer, de son côté, un dividende exceptionnel de 5.5 Mds d'euros à ces actionnaires. Dans ces conditions, FCA, moins les liquidités versées aux actionnaires, ne vaudrait plus que **6 Mds d'euros**, contre 17 Mds€ au début du projet.
- Alors que le début de la crise du Coronavirus avait plutôt défavorisé PSA, car elle était surtout européenne, depuis la fin mars, la crise s'est largement répandue aux États-Unis et FCA a davantage perdu de la valeur.
- **Les actionnaires de PSA continueraient donc de payer une surprime** sans que le contrôle ne soit exercé par eux.

→ **La famille Peugeot veut renforcer son poids.** Elle a ainsi acquis 2 % supplémentaires de PSA auprès de BPI France pour renforcer son poids dans l'alliance. La famille Agnelli resterait toutefois prédominante, car en disposant de 29 % du capital de FCA, la famille Agnelli obtiendrait 14.5 % de la nouvelle société, bien au-dessus du pouvoir de la famille Peugeot après l'opération (7 %), même avec les 2 % supplémentaires de PSA (soit environ 1 % du nouveau Groupe).

Peugeot face à FCA

En base 100

■ Peugeot ■ Fiat Chrysler Automobiles



BLOOMBERG

AU-DELÀ DE LA CRISE ACTUELLE ET DE LA FUSION PROJETÉE, LES HANDICAPS DE PSA ET DE FCA DEMEURENT ET SE RENFORCENT

→ Si la fusion PSA-FCA se faisait, cela donnerait naissance à un groupe qui :

- **Serait le 5^{ème} constructeur automobile mondial avec 7.5 millions de véhicules légers vendus, mais le 4^{ème} avec 8 millions de l'ensemble des véhicules vendus (véhicules utilitaires inclus)**
- **Ferait 185 milliards d'euros de chiffre d'affaires**
- **Emploierait plus de 400 000 salariés**
- Aurait une présence forte en Europe (23.2 % du marché), aux États-Unis (12.0 %) et en Amérique latine (17.1 %) mais quasi inexistante en Chine et d'une manière générale en Asie Pacifique.

→ De ce fait, les derniers chiffres montrent que handicaps initiaux des 2 groupes s'accroissent :

- **FCA est de plus en plus dépendant de ses marques américaines** avec des niveaux de marge opérationnelle outre-Atlantique dépassant les 9 % et représentant 93 % de sa profitabilité en 2019 (contre 91 % en 2018). À l'inverse, le chiffre d'affaires de FCA a diminué de 10 % l'an dernier en Europe, à 20.5 milliards d'euros. Les ventes sur ce continent ont baissé de 7.3 %, avec 929 000 véhicules écoulés, réduisant sa part de marché d'un demi-point, à 6.1 %. Pire, le Groupe italo-américain finit dans le rouge en Europe. De plus, les affaires en Asie Pacifique restent encore déficitaires. Son manque d'investissement dans le renouvellement de sa marque phare Fiat fait que ses ventes reposent pour moitié sur un seul modèle : la Fiat 500 et ses déclinaisons. Ses retards dans l'électrique et la voiture connectée sont flagrants. De même, sa marque Alfa Romeo est en manque de nouveaux modèles, avec une Giulietta, cœur de sa gamme, qui fête ses dix ans.
- **Ses marques RAM et Jeep génèrent donc l'essentiel des bénéfices avec les Pickups et les gros SUV, les plus consommateurs de CO2.** FCA est donc de plus fragilisé par la mise en place des normes de CO2 et des pénalités qui vont aller avec. Rappelons, en effet, que cette année, tout dépassement de la moyenne des ventes de véhicules dont la consommation de CO2 sera supérieure à 95 g/km occasionnera le paiement, en 2021, de 95 € de pénalités par gramme de CO2 dépassé et pour chaque véhicule vendu. Or en 2019, FCA atteignait 125 g/km en moyenne pour sa gamme. Les versements compensatoires à Tesla et la sortie prochaine de la nouvelle Fiat 500 électrique seront loin d'abaisser suffisamment la moyenne. C'est donc une grosse amende (3.2 Md€ si la consommation de CO2 reste au niveau de 2019 et en appliquant la pénalité à 95 % des ventes, comme c'est prévu en 2021) qui se profile pour le constructeur si l'entrée dans la nouvelle alliance ne se fait pas.
- **Seule bonne nouvelle, l'arrangement avec le fisc italien pour la sous-valorisation de l'acquisition de Chrysler.** Toutefois, le versement de gros dividendes en même temps ferait tache, dans la mesure où le gouvernement italien aide généreusement le Groupe transalpin à traverser la crise du Covid 19.

- **PSA n'aura pas eu des résultats de ventes en grande forme en 2019.** Alors qu'il demeure en position de force en Europe, ses ventes à l'international (hors Europe) ont été en berne. De plus, le renouvellement de sa gamme phare 208 / 2008, l'an passé, ne portera vraiment ses fruits que cette année alors que la crise va sévir. En effet, en 2019, les ventes européennes accusaient un recul de 3.2 %. Sur le plan mondial, le recul est plus accentué (10 %) du fait de la perte des ventes iraniennes et des chutes des marchés automobiles turc, argentin et chinois où le groupe réalisait une bonne partie de ses ventes. Par ailleurs, les ventes de sa marque DS redécollent enfin avec les nouveaux produits mais la marque a dû subir une longue phase sans nouveauté, ce qui n'a pas contribué à ancrer sa place sur les segments Premium
- **PSA met en avant le redressement rapide de sa filiale Opel,** deux ans après son acquisition en 2017. Cependant, ce redressement provient pour l'essentiel de l'adaptation de véhicules PSA modernes en remplacement d'une gamme Opel devenue de plus en plus obsolète, avec le manque d'investissement de son ancien actionnaire de référence GM. Ces nouveautés ont redynamisé les ventes et permis de mieux tenir les prix. Cependant, les ventes d'Opel / Vauxhall se sont encore érodées de 6.4 % en 2019, la nouvelle Corsa, produit phare de la marque, n'arrivant qu'en fin d'année sur le marché et l'autre modèle vedette, l'Astra, étant en pleine déconiture, alors que la fin des grosses remises, habituellement obtenues par les clients, a freiné également les ventes. Une quatrième gamme généraliste différenciée est-elle possible en plus de Citroën, Peugeot et Opel ? On peut en douter.

LES SYNERGIES SERONT PLUTÔT DES RATIONALISATIONS

➔ En dehors de la couverture géographique élargie auxquelles auraient accès les plateformes PSA, en supposant que des ventes de Chrysler se fassent sur ces plateformes, **beaucoup de synergies ne seront basées que sur des rationalisations de coûts classiques.**

- En effet, les ventes américaines de FCA sont essentiellement le fait des Pickups et 4X4 Ram et Jeep qui ne pourraient que difficilement utiliser des plateformes PSA. Le constructeur français, de son côté, aurait beaucoup de mal à écouler ce type de véhicule, rebadgé en Europe (cf. l'échec des Chrysler rebadgées Lancia, il y a quelques années).
- De même, seuls les hauts de gamme de PSA (plateforme EMP2) pourraient servir de base à des berlines Chrysler / Dodge car les marques de PSA ont tout à construire aux États-Unis (notoriété, gamme adaptée). Le réseau Chrysler n'écoule que des monospaces et une berline 300 âgée de 9 ans et la marque Dodge est typique de produits US. Des synergies seraient toutefois possibles avec la DS 9 qui va être présentée prochainement (automne 2020 ?) et qui sera produite en Chine, mais avec des volumes faibles.

- Les dividendes (2.2 Mds€) et super dividendes (5.5 Mds€) envisagés vont ponctionner une trésorerie cumulée, certes abondante – de 10 Mds€ de trésorerie nette d’endettement à la fin de 2019 – mais qui devrait être largement utilisée pendant les mois d’arrêt et de chute des ventes de la crise sanitaire du printemps 2020.

→ Cette **fusion repose donc énormément sur une logique financière d’actionnaires** avec certes quelques points de logique industrielle : investissements dans les motorisations alternatives et la conduite autonome amortis sur de plus larges échelles, mais il y aura **des difficultés commerciales sur le partage de plateformes et de motorisations communes**, avec la difficulté de différencier 4 Gammes généralistes et plusieurs gammes premium qui, pour l’heure, est loin d’être résolue.

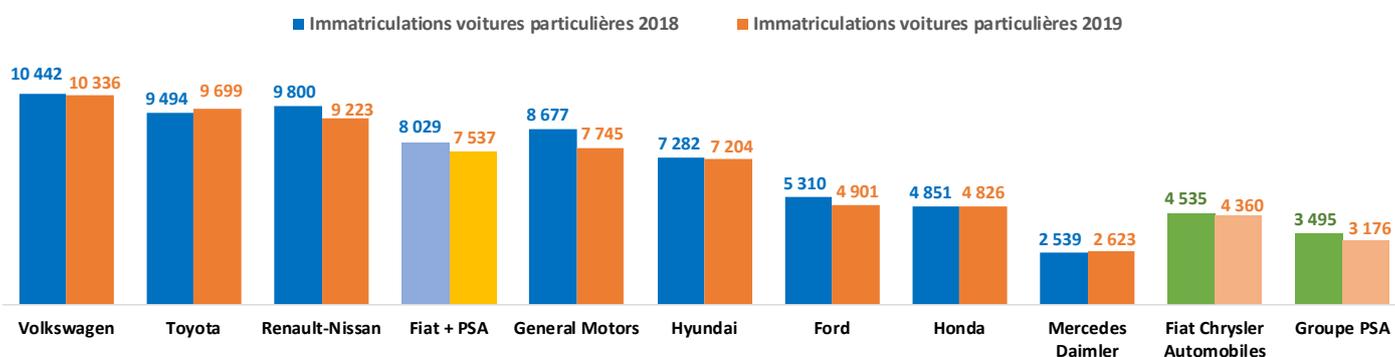
→ **Le scénario de la fusion du pire** (fermeture de plusieurs sites de production et réduction importante des emplois) **n’est donc pas à exclure** car les difficultés de développement de ce puzzle industriel seront d’autant plus exacerbées par la crise économique qui va se produire en 2020.

→ **PSA, seul, serait moins enclin à faire un drastique plan de restructuration** car il dispose, avec 8 Mds€, de 80 % de la trésorerie nette de ce que serait ce nouvel ensemble et a suffisamment investi dans les nouvelles motorisations et la conduite autonome pour être au niveau de la concurrence.

→ **En revanche, FCA est au pied du mur** et ses retards dans les investissements sur sa gamme ainsi que sur ses motorisations ne vont pas lui permettre de vivre seul très longtemps, en dépit du rebond de 2019. Il aurait donc intérêt à de sérieuses concessions financières pour sa survie.

ANNEXES

Immatriculations mondiales des véhicules légers en 2018 / 2019



Parts de marché 2019 des constructeurs par zone géographique

	Fiat Chrysler	Groupe PSA	Taille du marché
Parts de marché aux Etats-Unis	12.0%	0.0%	Environ 20.8 Millions de véhicules
Parts de marché en Amérique latine	13.9%	3.2%	Environ 4.2 Millions de véhicules
Parts de marché en Europe	6.4%	16.8%	Environ 18.2 Millions de véhicules

Plus value vente Magneti Marelli

Compte de résultat consolidé Fiat Chrysler Automobiles

M€	2017	2018	2019	Var.
Chiffre d'affaires	105 730	110 412	108 187	-2.0%
Marge Brute	16 020	15 401	15 023	-2.5%
<i>Taux de marge brute</i>	15.2%	13.9%	13.9%	
Résultat opérationnel courant	5 940	5 032	4 956	-1.5%
<i>Taux de ROC</i>	5.6%	4.6%	4.6%	
Résultat net	3 510	3 632	6 630	82.5%
<i>Taux de résultat net</i>	3.3%	3.3%	6.1%	
Investissements d'expl. nets	8 051	5 345	8 332	55.9%
<i>Taux d'investissements d'expl.</i>	7.6%	4.8%	7.7%	

Compte de résultat consolidé de Groupe PSA

M€	2017	2018	2019	Var.
Chiffre d'affaires	62 256	74 027	74 731	1.0%
Marge Brute	12 384	14 794	15 648	5.8%
<i>Taux de marge brute</i>	19.9%	20.0%	20.9%	
Résultat opérationnel courant	3 978	5 689	6 324	11.2%
<i>Taux de ROC</i>	6.4%	7.7%	8.5%	
Résultat net	2 347	3 295	3 584	8.8%
<i>Taux de résultat net</i>	3.8%	4.5%	4.8%	
Investissements d'expl. nets	3 975	4 062	4 613	13.6%
<i>Taux d'investissements d'expl.</i>	6.4%	5.5%	6.2%	

Bilan économique consolidé - Fiat Chrysler Automobiles

M€	2017	2018	2019	Diff.
Immobilisations d'exploitation nettes	53 946	52 026	55 312	3 286
Immobilisations financières nettes	2 977	2 979	3 019	40
= Total Actif immobilisé (A)	56 923	55 005	58 331	-1 948
= Besoin en fonds de roulement (B)	-16 491	-13 140	-17 764	757
Capitaux engagés/Capitaux investis (A+B=C+D+E)	40 432	41 865	40 567	-1 191
Capitaux propres (C)	20 987	24 903	28 675	9 322
Provisions (D)	14 779	16 044	14 005	-1 832
Endettement financier brut	17 304	14 093	12 901	-10 976
- Disponibilités	12 638	13 175	15 014	-2 295
= Endettement financier net (E)	4 666	918	-2 113	-8 681
Endettement financier net / Capitaux propres	22.2%	3.7%	-7.4%	-41.3

Bilan économique consolidé - Groupe PSA

M€	2017	2018	2019	Diff.
Immobilisations d'exploitation nettes	24 808	26 945	31 522	13 261
Immobilisations financières nettes	4 375	4 565	4 182	446
= Total Actif immobilisé (A)	29 183	31 510	35 704	13 707
= Besoin en fonds de roulement (B)	-12 293	-14 557	-15 580	-6 191
Capitaux engagés/Capitaux investis (A+B=C+D+E)	16 890	16 953	20 124	7 516
Capitaux propres (C)	16 706	19 594	21 801	7 183
Provisions (D)	6 378	6 457	6 286	1 483
Endettement financier brut	7 309	7 439	11 437	5 250
- Disponibilités	13 503	16 537	19 400	6 400
= Endettement financier net (E)	-6 194	-9 098	-7 963	-1 150
Endettement financier net / Capitaux propres	-37.1%	-46.4%	-36.5%	10.1

Bilan économique consolidé - Fiat Chrysler Automobiles

M€	2016	2017	2018	Diff.
Immobilisations d'exploitation nettes	57 075	53 946	52 026	-1 920
Immobilisations financières nettes	3 204	2 977	2 979	2
= Total Actif immobilisé (A)	60 279	56 923	55 005	-1 918
= Besoin en fonds de roulement (B)	-18 521	-16 491	-13 140	3 351
Capitaux engagés/Capitaux investis (A+B=C+D+E)	41 758	40 432	41 865	1 433
Capitaux propres (C)	19 353	20 987	24 903	3 916
Provisions (D)	15 837	14 779	16 044	1 265
Endettement financier brut	23 877	17 304	14 093	-3 211
- Disponibilités	17 309	12 638	13 175	537
= Endettement financier net (E)	6 568	4 666	918	-3 748
Endettement financier net / Capitaux propres	33.9%	22.2%	3.7%	-18.5
Verif	0	0	0	

Bilan économique consolidé - Groupe PSA

M€	2016	2017	2018	Diff.
Immobilisations d'exploitation nettes	18 261	24 808	26 945	2 137
Immobilisations financières nettes	3 736	4 375	4 565	190
= Total Actif immobilisé (A)	21 997	29 183	31 510	2 327
= Besoin en fonds de roulement (B)	-9 389	-12 293	-14 557	-2 264
Capitaux engagés/Capitaux investis (A+B=C+D+E)	12 608	16 890	16 953	63
Capitaux propres (C)	14 618	16 706	19 594	2 888
Provisions (D)	4 803	6 378	6 457	79
Endettement financier brut	6 187	7 309	7 439	130
- Disponibilités	13 000	13 503	16 537	3 034
= Endettement financier net (E)	-6 813	-6 194	-9 098	-2 904
Endettement financier net / Capitaux propres	-46.6%	-37.1%	-46.4%	-9.4