

FLASH ISR

RECHERCHE ACTIONS

14 septembre 2012

ESG



Ambivalence des pays du Nord à l'égard du libre échange à la mode OMC

- Cet été, plusieurs secteurs ont tenté de mobiliser les gouvernements, avec un certain succès, autour de mesures protectionnistes pour lutter contre la concurrence de certains pays accusés de pratiquer du dumping et d'enfreindre les règles de l'OMC. Ce sujet a attiré notre attention car dans la plupart des cas, il n'est pas vraiment assumé : la riposte à cette rude concurrence, soutenue par des dispositifs de subvention délibérés de la part des Etats du Sud, passe bien souvent par une accumulation de couches de réglementations de la part des pays les plus fervents défenseurs du libre échange.
- Cet été nous a fourni quatre exemples probants dans quatre secteurs particuliers que l'on peut caractériser par : 1/ un déclin tendanciel dans les pays du Nord du fait de la maturité des marchés accéléré par le fort impact de la crise : l'automobile et la sidérurgie et 2/ une croissance originelle puisée dans des dispositifs puissants et vitaux de soutien public de la part des Etats du Nord : les agrocarburants et renouvelables. Pour autant, dans chacun de ces secteurs, l'heure est à l'appel de taxes aux frontières.
- Tous ces exemples symbolisent bien le rapport équivoque qu'entretiennent, avec la mondialisation, les économies du Nord et les autres puissances économiques, fussent-elles développées ou non. De fait, c'est souvent de façon détournée que cela s'exprime via de plus en plus de mesures non tarifaires, difficiles à identifier mais dont le pouvoir de nuisance est bien réel.
- Sous l'égide, ces dernières années, de la protection de l'environnement, l'intervention des Etats se traduit souvent par une forme de protectionnisme, par nature incompatible avec les règles de libre-échange telles que définies par l'OMC. L'intervention des Etats trouve souvent sa légitimité dans sa volonté de rétablir un équilibre concurrentiel pour les secteurs soumis à des réglementations environnementales grevant significativement leur compétitivité. Nous avons, d'ailleurs, tous en mémoire à ce sujet les multiples tentatives avortées (refaisant surface périodiquement en Europe notamment) de mettre en place une taxe carbone aux frontières qui devait justement permettre de rééquilibrer les forces pour les secteurs électro-intensifs qui se voyaient imputer des surcoûts par le système d'échange de quotas carbonés. Désormais, certainement à cause de la durée inhabituelle de la crise économique mais aussi probablement du fait de l'alternance politique dans certains pays, il s'agit également de protéger les emplois dans des secteurs pour lesquels ni la demande ni les marges ne justifient de maintenir autant de capacités de production. Il n'est pas surprenant, donc, que les gouvernements tentent, en particulier dans cette période économique si fragile, de secourir leurs entreprises et leurs emplois, quitte à accumuler des cache-misère...

Analystes ISR

Orith Azoulay	(33 1) 58 55 52 05
orith.azoulay@natixis.com	
Cécile Lamotte	(33 1) 58 55 28 10
cecile.lamotte@natixis.com	
Thomas Girard	(33 1) 58 55 74 07
thomas.girard@natixis.com	

Equity Markets equity.natixis.com
Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

EQUITY MARKETS

AGROCARBURANTS : les producteurs de biodiesel tentent de résister aux exportations venant d'Argentine et d'Indonésie

Après avoir obtenu de l'Union Européenne, en 2008, une taxe sur le biodiesel américain, puis canadien, pour pratique anticoncurrentielle (dont la cause était le crédit d'impôt appliqué, en Amérique du Nord sur le blending de biodiesel dans le gasoil), les producteurs de biodiesel européens se mobilisent, cette fois, contre la concurrence de l'Argentine et l'Indonésie. En effet, d'après le Bureau Européen du Biodiesel, qui a lancé cette offensive, les prix du soja et de l'huile de palme (matières premières du biodiesel) provenant des ces deux pays dépasseraient, en Europe, ceux du biodiesel importé. Le baromètre eurObserv'ER, publié en août, confirme largement cette affirmation établissant que la production européenne de biodiesel souffre nettement de la diminution des importations d'huile végétale, en particulier de soja en provenance d'Argentine, mais aussi des prix, défiant toute concurrence, du produit fini en provenance de ces deux pays. Pour preuve, les bio-raffineries européennes utiliseraient leurs capacités à des taux inférieurs à 40% et les importations européennes de biodiesel représentent désormais 1/5ème du marché et ont augmenté de 25% en 3 ans. L'Espagne, sévèrement touchée par cette concurrence, a d'ailleurs réagi en fermant ses frontières au biodiesel argentin depuis avril 2012, en représailles à la nationalisation de YPF (une grande partie des biodiesels et éthanol commercialisés en Espagne par Repsol provenaient jusqu'à présent de YPF), et a porté plainte auprès de l'OMC pour violation des règles du commerce international.

RENOUVELABLES : L'Europe et les Etats-Unis partent en croisade contre la Chine

Les Etats-Unis s'apprêtent, en septembre, à imposer des tarifs douaniers sur les importations de mâts éoliens chinois, compris entre 20,85% et 72,69% suivant les producteurs. En 2011, les Etats-Unis ont importé pour 222 M\$ de mâts en provenance de Chine et accusent cette dernière de les vendre à perte afin de pénétrer rapidement le marché américain. Les nacelles, pâles et autres pièces ne sont, par contre, pas concernées par ces taxes.

Alors que les Etats-Unis ont déjà imposé, en mai 2012, des droits de douane provisoires allant de 31% à 250% selon les fabricants sur les panneaux solaires produits en Chine, les industriels européens emmenés par EU ProSun, ont eu gain de cause auprès de la Commission Européenne qui s'est déclarée prête à procéder à une enquête sur les pratiques commerciales des fabricants chinois d'équipements solaires. Bruxelles dispose maintenant de 15 mois pour enquêter puis juger si ces pratiques sont déloyales et, le cas échéant, infliger des sanctions. Les producteurs européens de panneaux solaires, en particulier allemands, paient un lourd tribut à la chute des prix qu'organisent les acteurs chinois. Quelques chiffres illustrent la domination chinoise de la filière : les acteurs chinois représentent 7 des 10 leaders mondiaux de panneaux solaires, soit près de deux tiers de la production mondiale. Ironie de l'histoire, les prix ont tellement chuté (env. 50% sur un an), que les fabricants chinois eux-mêmes sont en perte depuis 2007 et enregistrent des surcapacités record. Résultat, les investisseurs fuient ces valeurs, les stocks atteignent 1 an et les ventes des chinois se dirigent à 90% vers l'Europe (21 Md€ d'exportations chinoises en 2011, soit 60% des exportations totales chinoises) ou les Etats-Unis, déjà atteints par la crise et les révisions généralisées des mécanismes publics de soutien. Malgré cela, le gouvernement chinois veut continuer de mener la guerre des prix, Trina Solar et Yingli Solar ont ainsi augmenté leurs volumes de livraison de près de 40 et 49% respectivement. Ces surcapacités permettent aux chinois de proposer des équipements dont le prix est 60 à 90% en dessous de celui de leurs concurrents occidentaux. Pour autant l'Allemagne, elle, demeure ambivalente quant à l'introduction de mesures de rétorsion aux frontières dans la mesure où elle craint, à juste titre, qu'elles s'accompagnent d'une reprise des prix à la hausse et éloignent, d'autant, la perspective d'une parité réseau.

AUTO : La France se mobilise contre les importations de Corée du Sud

La France a demandé à la Commission européenne de mettre sous surveillance l'accord de libre-échange entre la Corée du Sud et l'UE sous prétexte d'un fort déséquilibre en faveur de la Corée. Ainsi, 400 000 véhicules ont été exportés de Corée du Sud vers l'Europe, soit 40% de plus au S1 12 qu'au S1 11 et seulement 73 000 y ont été importés. Rappelons, en outre, que les tarifs douaniers européens pour les petites voitures, initialement de 10%, ont été abaissés à 8,3% à la date de l'accord puis à 6,7% au 1er juillet 2012 et doivent tomber à 0% en 2016.

Si l'Etat français cherche, derrière cette requête, à protéger son industrie domestique, les importations de Corée du Sud ne sont pas tout à fait celles qu'il fustige. Sur les 400 000 véhicules vendus par Hyundai et Kia, à peine la moitié proviendrait effectivement de Corée du Sud, le reste étant produit en Europe de l'Est par les deux constructeurs. En revanche, Renault commercialise des véhicules produits par sa filiale Renault Samsung Motor en Corée du Sud pour environ 10 000 unités au S1 et Opel est en fait le plus gros importateur avec 103 000 véhicules Chevrolet immatriculés en Europe mais produits en Corée. Comme pour les autres secteurs, si la requête est acceptée par la CE, elle procédera à une enquête précise et, en cas de déséquilibre avéré, pourrait prévoir des sanctions et revenir sur l'accord. D'autres constructeurs, dont Fiat et Volkswagen, ont également alerté l'Europe quant aux risques de nouer des accords similaires avec l'Inde et le Japon, des discussions étant entamées.

ACIER : L'entrée de la Russie dans l'OMC menace davantage les aciéries d'Europe de l'Ouest.

La Russie est entrée dans l'OMC le 22 août et pourra désormais importer autant d'acier qu'elle voudra dans l'Union Européenne. Avec des surcapacités estimées à 50 ou 60 Mt, cette perspective n'est pas de nature à réjouir les aciéristes européens et en particulier ArcelorMittal qui se débat avec les gouvernements belges et français et les syndicats pour fermer ses hauts fourneaux de Liège et réduire sa production à Florange. Heureusement, le marché n'est florissant pour personne et, a priori, pas davantage pour l'acier russe qui n'utilise que 60% des quotas auxquels il avait droit avant son entrée à l'OMC.

Tous ces exemples symbolisent bien le rapport équivoque qu'entretiennent, avec la mondialisation, les économies du Nord et les autres puissances économiques, fussent-elles développées ou non. De fait, c'est souvent de façon détournée que cela s'exprime via notamment, de plus en plus de mesures non tarifaires difficiles à identifier mais dont le pouvoir de nuisance est bien réel (cf. rapport de l'OMC sur le commerce mondial 2012).

Sous l'égide, ces dernières années, de la protection de l'environnement, l'intervention des Etats se traduit souvent par une forme de protectionnisme, par nature incompatible avec les règles de libre-échange telles que définies par l'OMC. L'intervention des Etats trouve souvent sa légitimité dans sa volonté de rétablir un équilibre concurrentiel pour les secteurs soumis à des réglementations environnementales grevant significativement leur compétitivité. Nous avons, d'ailleurs, tous en mémoire à ce sujet les multiples tentatives avortées (refaisant surface périodiquement en Europe notamment) de mettre en place une taxe carbone aux frontières qui devait justement permettre de rééquilibrer les forces pour les secteurs électro-intensifs qui se voyaient imputer des surcoûts par le système d'échange de quotas carbonés. Désormais, certainement à cause de la durée inhabituelle de la crise économique mais aussi probablement du fait de l'alternance politique dans certains pays, il s'agit également de protéger les emplois dans des secteurs pour lesquels ni la demande ni les marges ne justifient de maintenir autant de capacités de production. Il n'est pas surprenant, donc, que les gouvernements tentent, en particulier dans cette période économique si fragile, de secourir leurs entreprises et leurs emplois, quitte à accumuler des cache-misère...

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

- 1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- 2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- 3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- 4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash-flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- 5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- 6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- 7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

* Jusqu'au 30/04/2010, les recommandations de Natixis portaient sur les 6 prochains mois et étaient définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 15% par rapport au marché assorti d'une grande qualité des fondamentaux.
Renforcer	Potentiel de hausse de 0 à 15% avec un niveau de risque élevé
Alléger	Potentiel de baisse de 0 à 15%
Vendre	Potentiel de baisse supérieure à 15% et/ou avec des risques très élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

A compter du 1/05/2010, les recommandations de Natixis portent sur les 6 prochains mois et sont définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 10%.
Neutre	Potentiel compris entre 10% et -10%
Alléger	Potentiel de baisse supérieure à -10% et/ou de risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.
App. ses titres	Réponse favorable à une offre publique (rachat, retrait,...)

Au 14/09/2012, les recommandations de Natixis ainsi que la part, par rapport à l'échantillon de valeurs suivies, des émetteurs pour lesquels sa maison mère Natixis a fourni des services d'investissement sur les 12 derniers mois se répartissent comme suit :

	Valeurs suivies	Valeurs Corporate
Acheter	44,72%	2,22%
Neutre	40,56%	0,83%
Alléger	13,89%	0,00%

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture.

Ce document d'informations s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il vous est communiqué à titre d'information et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Natixis. Il ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Les performances passées et simulées ne garantissent pas les performances futures. Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. Natixis ne saurait être tenue responsable des conséquences d'une quelconque décision prise au regard des informations contenues dans ce document. Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « barrières à l'information » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, Natixis et/ou l'une de ses filiales ou sous-filiales peuvent être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que Natixis ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché, ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels il est agréé.

Ce document de recherche est distribué depuis le Royaume Uni par Natixis, Succursale de Londres, qui est reconnue par l'ACP et réglementée par la « Financial Services Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la FSA peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

La communication / distribution de ce document en Allemagne est réalisée / sous la responsabilité de Natixis, Succursale d'Allemagne. Natixis est agréée par l'ACP et réglementée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour la conduite de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage, par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Natixis			Natixis Securities Americas LLC.	Natixis
Paris	Adresse des bureaux	Adresse postale	New York	Londres
30 avenue Pierre Mendès France 75013 Paris France	47 quai d'Austerlitz 75013 Paris France	BP 4 75060 Paris Cedex 02 France	9 West 57th Street New York, NY 10105 USA <i>Member of the NASD and SIPC</i>	Natixis London Branch LTD Cannon Bridge House 25 Dowgate Hill Londres EC4R 2YA Royaume-Uni
<i>Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 4 653 020 308,80 € 542 044 524 RCS Paris</i>			Chris Thompson Tel. (44 203) 216 9565 chris.thompson@uk.natixis.com	Chris Thompson Tel. (44 203) 216 9565 chris.thompson@uk.natixis.com
Responsable de la Recherche Equity				
Sixte de Gastines				
Tel. (33 1) 58 55 06 87 sixte.degastines@natixis.com				
Responsable de la Recherche Sectorielle				
François Digard				
Tel. (33 1) 58 55 03 40 francois.digard@natixis.com				
Responsable Vente Actions				
Europe Continentale				
Philippe Denoyelle				
Tel. (33 1) 58 55 05 91 philippe.denoyelle@natixis.com				
Responsable Vente Actions UK et US				
Chris Thompson				
Tel. (44 203) 216 9565 chris.thompson@uk.natixis.com				
Responsable Sales trading				
Christophe Pallard				
Tel. (33 1) 58 55 90 71 christophe.pallard@natixis.com				
Responsable Vente Corporate				
Cédric Richard				
Tel. (33 1) 58 55 90 60 cedric.richard@natixis.com				