

Louvain School of Management

Fusions, acquisitions et création de valeur actionnariale : le cas Stellantis

Auteur : Paul Le Coutour
Promoteur : André Nsabimana
Année académique 2022-2023
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de
Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en corporate
finance
Horaire de jour

Avant-propos

Ce mémoire clôture mon master en management avec spécialisation en corporate finance. Ces deux dernières années auront été riches en expériences et en rencontres. En effet, mon master m'a non seulement permis d'acquérir de très nombreuses connaissances, mais m'a également permis d'étudier un semestre à Singapour.

Dans le cadre de mon master, j'ai également pu effectuer mon stage en Allemagne au sein du département « Transaction Services /M&A » d'une entreprise de conseil. Quelle meilleure façon que de clôturer ce chapitre de ma vie, en me plongeant dans un sujet qui me passionne, les fusions et acquisitions.

Je tiens à remercier mon promoteur André Nsabimana pour ses conseils. Enfin, je voudrais également remercier mes proches pour leur soutien indéfectible.

« Je vis que je réussissais, et cela me fit réussir davantage »

Jean Jacques Rousseau

Table des matières

<i>Avant-propos</i>	<i>II</i>
<i>Introduction</i>	<i>VI</i>
1. Motivation.....	VI
2. Structure.....	VI
<i>Chapitre 1 : cadre théorique</i>	<i>1</i>
3. Définitions	1
3.1 Fusion.....	1
3.2 Acquisition	3
4. Les différents types de fusions acquisitions	5
4.1 F&A horizontale	5
4.2 F&A verticale	6
4.3 F&A concentrique	6
4.4 F&A conglomerale	6
5. Déroulement type d'un processus d'acquisition	7
5.1 Formuler une stratégie d'acquisition	7
5.2 Définir les critères d'acquisition	7
5.3 Analyser les cibles potentielles	8
5.4 Évaluer les cibles sélectionnées	9
5.5 Négocier le prix d'acquisition	9
5.6 Intégrer l'entreprise acquise	10
6. Les motivations pour mener une F&A	10
6.1 La théorie de l'efficience	11
6.2 La théorie de l'agence	11
6.3 Les flux de trésorerie disponible (Free cash-flow)	11
6.4 Le pouvoir de marché	12
6.5 La diversification.....	12
6.6 La théorie de l'information.....	12
7. Les vagues en F&A.....	13
8. La création de valeur actionnariale	14
9. Comment mesurer la création de valeur actionnariale ?	14
<i>Chapitre 2 : analyse du secteur automobile</i>	<i>17</i>
10. Les différents acteurs du secteur automobile	17
11. L'augmentation de la concentration et les différentes vagues de F&A dans l'automobile	18
12. Pourquoi cette concentration ?.....	19
12.1 Globalisation.....	19
12.2 L'essoufflement du marché automobile et la surproduction	20
13. Les enjeux pour le secteur automobile.....	21
<i>Chapitre 3 : PSA et FCA avant la fusion</i>	<i>23</i>
14. PSA	23
15. FCA	24
<i>Chapitre 4 : comprendre Stellantis, la nouvelle entité issue de la fusion</i>	<i>25</i>
16. Le déroulement de la fusion	25
17. La création du groupe Stellantis.....	26

18.	Les actionnaires du groupe Stellantis	28
19.	Conditions préalables à la fusion relatives aux actionnaires	29
20.	Les raisons de la fusion entre PSA et FCA	30
20.1	Créer un nouveau leader dans l'industrie automobile	30
20.2	Créer un meilleur équilibre géographique	31
20.3	Augmenter la capacité à innover et accélérer la transition verte.....	32
20.4	La création de synergie.....	33
Chapitre 5 : analyse comptable		34
21.	Cadre analytique	34
21.1	La recherche de synergie.....	35
21.2	L'augmentation du pouvoir de marché	36
21.3	Les primes d'acquisition	37
21.4	L'opportunisme managérial	37
21.5	La théorie d'agence et asymétrie dirigeants-actionnaires.....	37
21.6	L'effet « taille relative ».....	38
22.	Hypothèses	39
23.	Les différentes méthodes pour mesurer la création de valeur actionnariale	40
23.1	L'étude des événements	40
23.2	L'approche comptable	40
23.3	L'enquête auprès des dirigeants	41
23.4	La recherche clinique.....	41
24.	Choix de la méthode.....	41
25.	Les outils d'analyse	42
25.1	ROE	42
25.2	ROA.....	43
25.3	BPA.....	43
25.4	EBITDA	44
25.5	Marge brute.....	44
25.6	Marge nette	44
26.	Analyse – Hypothèse 1	45
26.1	PSA	46
26.2	FCA	49
26.3	Stellantis	52
27.	Conclusion sur les synergies.....	56
28.	Analyse – Hypothèse 2	57
28.1	Amérique du Nord	58
28.2	Europe	58
28.3	Moyen-Orient & Afrique.....	59
28.4	Amérique du Sud	59
28.5	Chine, Inde & Asie-Pacifique	59
29.	Profitabilité par région	60
30.	Conclusion sur les parts de marché	61
Chapitre 6 : position personnelle et critique		62
31.	Hypothèse 1 : Les synergies industrielles réalisées par Stellantis ont été source de création de valeur	62
31.1	Le nombre d'employés a diminué avant/après fusion.....	62
31.2	L'augmentation des prix de vente	63
32.	Hypothèse 2 : La fusion entre PSA et FCA a permis à la nouvelle entité d'accroître son pouvoir de marché en gagnant de nouvelles parts de marché dans le secteur de l'automobile .	64

33. Avis général	65
<i>Limites.....</i>	<i>66</i>
<i>Conclusion</i>	<i>67</i>
<i>Bibliographie</i>	<i>69</i>
<i>Annexes.....</i>	<i>75</i>

Introduction

Ces dernières années, le monde de l'automobile est sujet à une frénésie de changements : nouvelles technologies, nouveaux modes d'usage, collaborations entre concurrents, émergence de nouveaux acteurs, prééminence de la Chine comme marché et comme producteur, etc... L'ensemble du secteur est tourné vers la transition électrique, qui rebat les cartes de cette industrie et fait la course pour s'accaparer les parts de marché de ce nouveau segment. C'est aussi la raison qui suscite une activité intense au regard des opérations sur ce secteur.

En 2019, les groupes PSA et FCA annoncent leur projet de fusion à 50/50 pour créer un nouveau leader sur le marché. Le credo de ses dirigeants : la création de valeur pour les actionnaires. C'est alors qu'une opération financière de grande envergure commence. Elle aboutira en 2020 avec la création de Stellantis, union entre PSA et FCA.

Ce mémoire portera sur l'étude du cas Stellantis dans le cadre des fusions et acquisitions. L'intérêt sera porté sur la détermination de la création de valeur pour ses actionnaires au travers d'hypothèses.

1. Motivation

La fusion entre PSA et FCA a été un événement qui a fait couler beaucoup d'encre. Je pouvais suivre les avancées des négociations dans la presse. Cela a aiguisé ma curiosité. Au fur et à mesure du temps, les résultats de la nouvelle entité étaient rendus publics et je découvrais alors des résultats surprenants. Mon intérêt pour les fusions acquisitions et ma passion pour le monde automobile ont fait que le cas de Stellantis s'est naturellement imposé à moi. Ce mémoire était donc une occasion de me plonger dans un cas extraordinaire.

2. Structure

D'abord, nous commencerons par poser le cadre théorique, nécessaire à la compréhension des notions importantes en matière de F&A (fusions et acquisitions) et de valeur actionnariale. Nous y aborderons les définitions, les différents types de F&A, les motivations qui poussent à se lancer dans ce type d'opération financière et enfin nous décrirons le déroulement « classique » d'une F&A. Nous aborderons également la notion de « vague » spécifique aux

F&A et la théorie sous-jacente à cette thématique. Enfin, nous clôturerons la partie théorique avec les informations relatives à la création de valeur actionnariale. La création de valeur actionnariale peut s'inscrire dans le long ou le court terme. Nous verrons qu'il existe différentes méthodes pour la quantifier.

Ensuite, nous analyserons brièvement l'évolution du secteur automobile au cours des dernières années, afin que le lecteur puisse avoir une idée des évolutions majeures au sein du secteur automobile. Après avoir contextualisé, nous évoquerons les histoires respectives du groupe PSA et FCA pour comprendre les dynamiques qui ont poussé les deux entreprises à fusionner.

Par la suite, nous détaillerons les détails importants relatifs à la fusion. Nous évoquerons le déroulement de la fusion, les raisons précises qui ont motivé cette fusion, ou encore les informations sur la nouvelle gouvernance.

Une fois toutes les informations nécessaires à la compréhension du cas Stellantis évoquées, nous commencerons l'analyse. Celle-ci suit une approche académique rigoureuse. Dans un premier temps nous définirons le cadre analytique. A partir de ce cadre nous formulerons les hypothèses qui en découlent, afin de déterminer s'il y a eu création de valeur. Nous aborderons également les méthodes permettant de mesurer la création de valeur et choisirons la plus appropriée dans le cas de Stellantis. Ensuite, nous expliquerons et justifierons le choix des outils d'analyse sélectionnés. Une fois cela effectué, nous procéderons à la démonstration de nos hypothèses.

Après l'analyse, ce travail fournira un positionnement personnel et critique avant de mentionner les limites rencontrées et de conclure.

Chapitre 1 : cadre théorique

Dans cette partie nous aborderons la revue de la littérature. Celle-ci visera dans un premier temps à proposer un cadre théorique afin de comprendre les concepts, le fonctionnement et les enjeux autour des fusions et acquisitions. Tout d'abord, le concept de fusions et acquisitions (F&A), ainsi que les différents types de F&A seront définis et expliqués. Ensuite, le déroulement théorique classique sera évoqué. Nous parlerons également des différentes raisons qui poussent les entreprises à se lancer dans ces opérations financières. Enfin, nous évoquerons les raisons pouvant expliquer pourquoi les F&A se produisent par vagues. Dans un second temps, la théorie relative à la création de valeur actionnariale sera évoquée. Nous parlerons des différentes méthodes permettant de mesurer la performance des F&A et de la potentielle création de valeur actionnariale qui en résulte.

3. Définitions

Les fusions et acquisitions (F&A) sont également connus sous l'anglicisme « Mergers and Acquisitions ». Bien que ce type d'opérations financières soit de plus en plus présent dans l'actualité, le terme F&A est souvent compris comme étant l'achat de la majorité des parts (50% ou plus) d'une entreprise par une autre entreprise. Cela donne une bonne idée de ce que peut-être une F&A mais n'est pas une définition exhaustive.

Avant de définir les concepts, il nous semble important de mentionner, pour faciliter la lecture, que dans le cadre de F&A on parle d'acquéreur et de cible. L'acquéreur étant l'entreprise qui achète et la cible celle qui vend.

3.1 Fusion

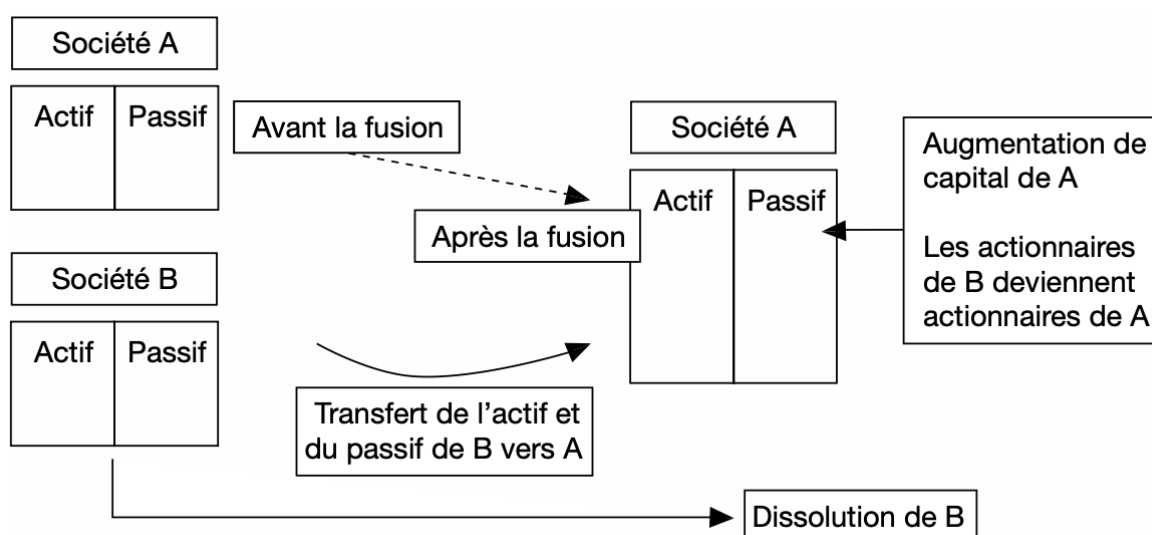
Une fusion consiste à regrouper ce que Meier et Schier qualifient de patrimoine (l'actif et le passif), d'une ou plusieurs sociétés vers une autre. Il y a une société absorbante et une société absorbée, de ce fait il ne reste qu'une seule entité à la fin de l'opération. Les actionnaires de la cible (société absorbée) deviennent actionnaires du nouvel ensemble.

Dans leur ouvrage, Meier et Schier font la distinction entre fusion-absorption et fusion par création d'une nouvelle entreprise.

3.1.1 La fusion-absorption

Dans ce cas de fusion, il y a un transfert de patrimoine de la société absorbée vers la société absorbante. Cela donne lieu à la disparition de la société absorbée et d'une augmentation de capital pour la société absorbante. Les auteurs mentionnent donc les caractéristiques suivantes : il y a un échange de titres et actions entre les deux sociétés, une augmentation en capital pour la société absorbante, la transmission universelle du patrimoine et la disparition de la société absorbée. Ce type d'opération permet à l'entreprise absorbante de conserver son identité tout en augmentant son capital financier et social. Il peut également y avoir d'autres motivations qui seront évoquées plus amplement par la suite.

Un exemple de ce type de fusion est l'opération entre Gaz de France et Suez en 2007. Cela donnera GDF Suez, qui par la suite deviendra Engie (Philippart, 2007).

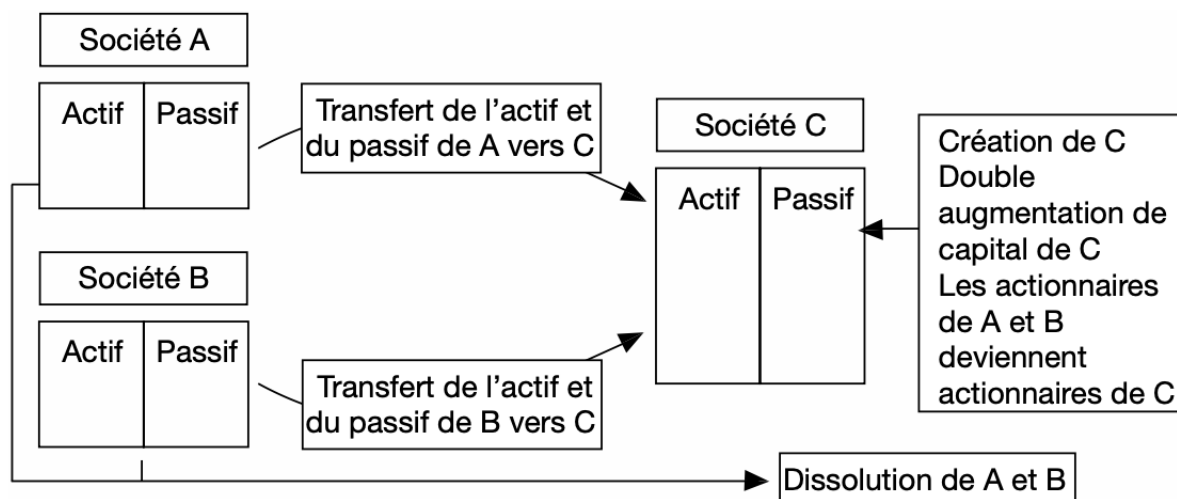


Meier et Schier, 2012 ; pp 81

3.1.2 La fusion par création d'une société nouvelle

Dans ce cas de fusion, le procédé est similaire à celui décrit pour la fusion-absorption si ce n'est qu'une nouvelle entreprise est créée à la place de celles existantes. On ne parle donc plus de société absorbée et absorbante. Les caractéristiques restent également les mêmes que précédemment (augmentation de capital).

Dans le secteur pharmaceutique, l'entreprise Novartis est née de ce type de fusion en 1996. En effet, Ciba-Geigy et Sandoz fusionnent pour donner naissance à un des leaders mondiaux dans le secteur pharmaceutique (Schalleberger, 1998).



Meier et Schier, 2012 ; pp 88

3.2 Acquisition

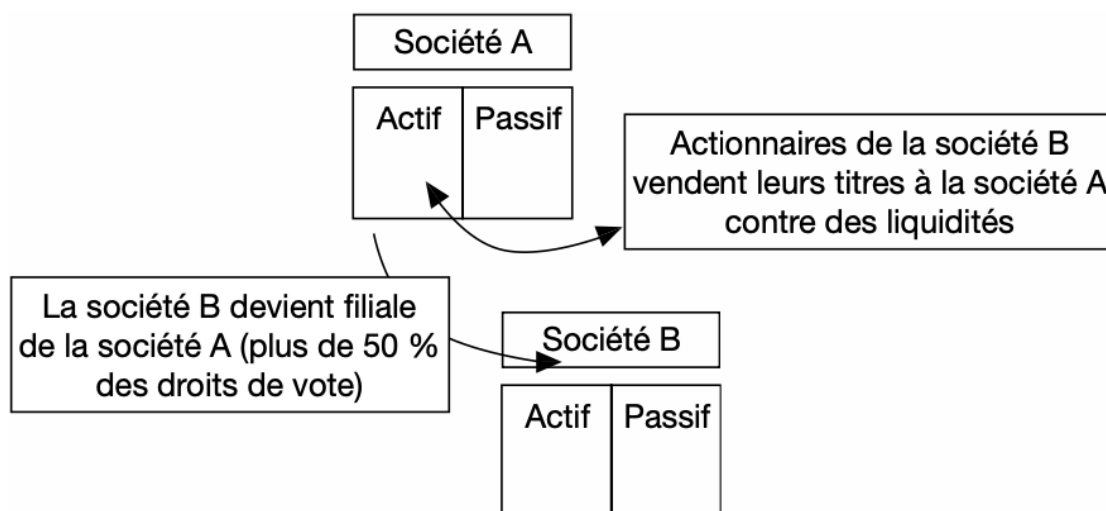
« Les acquisitions sont des activités par lesquelles les entreprises acquéreuses peuvent contrôler plus de 50 % du capital des entreprises cibles » (Singh, 1971). Au contraire de la fusion, la cible ne disparaît pas et reste une entité indépendante. Cependant, dû à la participation majoritaire de la société acquéreur vis-à-vis de la cible, des changements importants peuvent avoir lieu : changement concernant le management, la gouvernance, les décisions stratégiques, voire des changements ayant un impact sur la culture d'entreprise. Une des acquisitions majeures de ces dernières années est par exemple l'achat de Activision Blizzard (développement et édition de jeux vidéo) par Microsoft pour 69,7 milliards de dollars.

Comme précédemment pour les fusions, Meier et Schier font la distinction entre deux types d'acquisitions : les acquisitions par achat ou par échange d'actions.

3.2.1 L'acquisition par achat d'actions

Dans ce cas d'acquisition, la société acquéreur achète des actions de la société cible ce qui lui confère des titres de contrôle. La participation est dite majoritaire lorsque le nombre de titres est suffisant pour contrôler la société cible. Autrement la participation est minoritaire.

D'un point de vue juridique, le contrôle est obtenu lorsque l'acquéreur possède 50% des droits de vote¹.

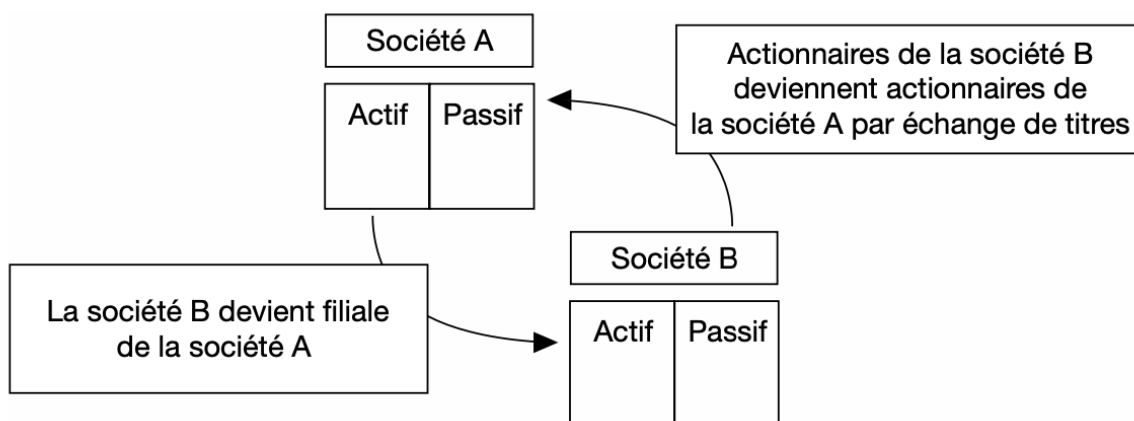


Meier et Schier, 2012 ; pp 62

3.2.2 L'acquisition par échange d'actions

Dans ce cas d'acquisition, la société acquéreur, ici appelée initiatrice, va échanger ses actions contre des actions de la société cible. Pour ce faire, la société initiatrice va émettre de nouvelles actions en effectuant une augmentation de capital afin de pouvoir procéder à l'échange. Une fois l'opération effectuée la société cible devient une filiale de la société acquéreur. Ce type d'opération est aussi appelé « fusion à l'anglaise » ce qui peut être contre-intuitif. Pour rappel, lors de fusion il y a confusion de patrimoine, ici ce n'est pas le cas. Le nom de « fusion à l'anglaise » a été donné car les acquisitions par échange d'actions donnent souvent lieu à une fusion de la filiale dans un second temps.

¹ Posséder 50% des droits de vote n'implique pas forcément de posséder 50% des titres. Il peut y avoir des titres qui comptent pour plusieurs voix et non une seule.



Meier et Schier, 2012 ; pp 63

4. Les différents types de fusions acquisitions

Maintenant que nous avons défini les concepts clés, il est intéressant de se pencher sur les quatre types de F&A, à savoir horizontal, vertical, concentrique et conglomérat. Ces différents types nous renseignent déjà sur la stratégie adoptée par l'acquéreur afin de capter et/ou créer de la valeur. Le type de stratégie adoptée nous indique également si la société souhaite conforter sa position actuelle ou s'étendre sur de nouveaux marchés.

4.1 F&A horizontale

On parle de F&A horizontale lorsque l'acquéreur et la cible évoluent dans un même marché ou une même industrie (Häkkinen et al., 2004). Le but de l'acquéreur va donc être de combiner les ressources, les compétences et les actifs de la cible avec ses propres atouts afin de développer une entité plus forte et plus compétitive. L'optimisation des coûts est souvent clé dans ce genre d'opération et se traduit par des économies d'échelle². Un autre motif qui peut pousser à ce type d'opération est l'élimination d'un concurrent et la prise de part de marché.

² Une économie d'échelle correspond à la baisse du coût unitaire d'un produit qu'obtient une entreprise en accroissant la quantité de sa production.

4.2 F&A verticale

La F&A verticale prend place lorsque l'acquéreur décide de cibler une entreprise évoluant dans le même marché, la même industrie mais qui évolue à une étape de production différente (Häkkinen et al., 2004). L'entreprise cherche donc à consolider ses opérations en amont ou en aval de sa chaîne de valeur. Les cibles peuvent être des fournisseurs, des distributeurs ou encore des entreprises liées à la production.

Cette opération permet d'internaliser des étapes de la chaîne de production, de réduire les délais de production et les incertitudes vis-à-vis de partie tierce ou encore d'optimiser la maîtrise de ses coûts.

4.3 F&A concentrique

La F&A concentrique se produit lorsqu'une entreprise acquiert ou fusionne avec une autre entreprise opérant dans un marché ou un secteur connexe. L'objectif est de réaliser des synergies stratégiques et commerciales en élargissant la portée de l'entreprise et en diversifiant ses activités et/ou sa gamme de produits (Meier et Schier, 2009). L'entreprise cherche à étendre son offre de produits ou services en acquérant une entreprise qui complète les activités existantes.

Les avantages recherchés sont l'élargissement de la clientèle, la diversification des revenus, l'utilisation plus efficace des canaux de distribution ou encore l'exploitation des synergies marketing.

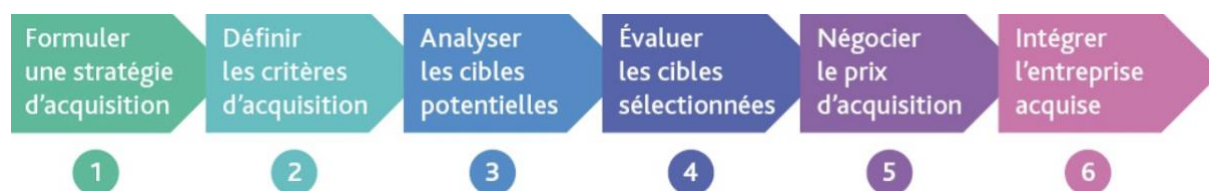
4.4 F&A conglomerale

On parle de F&A conglomerale lorsque des entreprises fusionnent ou s'acquièrent mutuellement sans avoir des liens directs ou évidents entre leurs activités principales. Dans une F&A conglomerale, les entreprises cibles peuvent appartenir à des secteurs totalement différents, voire non apparentés (Rozen-Bakher, 2017).

L'objectif principal est de diversifier les activités de l'entreprises acquéreur en entrant dans de nouveaux secteurs ou marchés. Cette stratégie peut viser à réduire les risques liés à une trop grande dépendance à un secteur spécifique ou à une seule ligne de produits. Les avantages sont divers : réduction des risques sectoriels, expansion de la base clients, diversification des revenus et accès à de nouvelles technologies.

5. Déroulement type d'un processus d'acquisition

La description d'un processus de F&A est assez complexe puisque chaque opération est unique. Nous avons donc choisi de nous concentrer sur le processus d'acquisition tel que présenter dans l'ouvrage « Strategor » Les étapes sont au nombre de six et ont chacune un objectif précis (Garette et al, 2019).



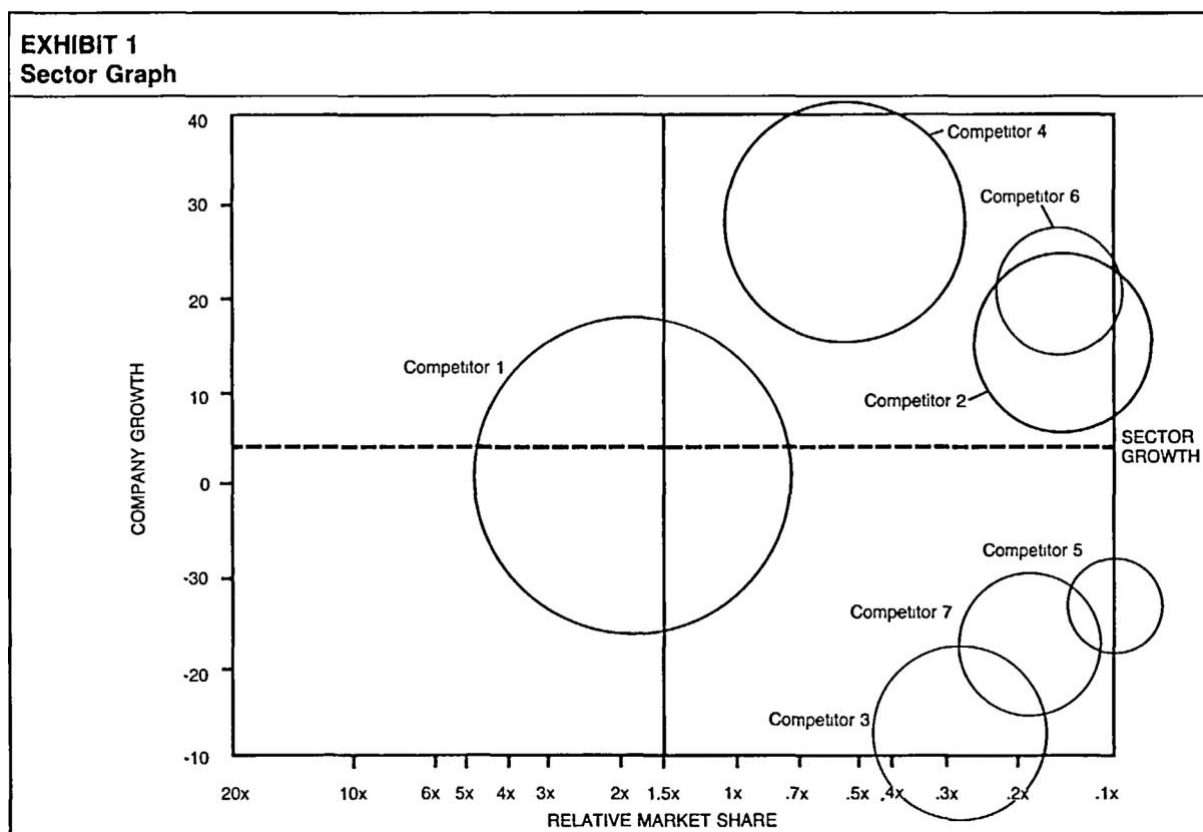
Garette et al, 2019 ; pp 402

5.1 Formuler une stratégie d'acquisition

Cette première étape est capitale car c'est elle qui va définir la direction à suivre pour la suite des opérations. La formulation d'une stratégie nécessite de situer parfaitement la position de l'entreprise sur le marché afin de prendre les décisions stratégiques les plus pertinentes. Il y a différents modes de développement possibles tels que la croissance interne, la croissance externe ou encore conclure des alliances.

5.2 Définir les critères d'acquisition

La deuxième étape consiste à identifier une première sélection de cible potentielles, correspondant à la stratégie définie préalablement. Ce processus est aussi connu sous le nom de « screening ». Dans la revue « Journal of Business Strategy » parue en 1983, Ebeling et Dooley proposent une matrice pour effectuer un screening selon deux critères : la croissance de l'entreprise et la part de marché relative. Le graphique ci-dessus montre que cela permet de se rendre compte que cette matrice facilite considérablement la visualisation et la comparaison des cibles choisies. D'autres critères sont également pertinents tels que la situation géographique, le risque financier ou encore le type de clientèle.



Ebeling et Doorley, 1983 ; pp 46

5.3 Analyser les cibles potentielles

Cette troisième étape est complexe parce que de très nombreux paramètres sont à prendre en compte. Nous pouvons diviser ces paramètres en quatre sections distinctes (Garette et al., 2019). L'ensemble des vérifications faites avant une transaction est aussi appelé « Due diligence ».

- L'analyse financière de la cible : vérifier que l'entreprise est dite « saine financièrement » et évaluer les opportunités financières comme une trésorerie importante, des actifs sous évalués ou encore une capacité d'endettement sous-utilisée.
- L'analyse stratégique de la cible : s'assurer que le positionnement de la cible sur le marché correspond à la stratégie définie, identifier les synergies potentielles et évaluer la qualité des ressources de l'entreprise (qualité des employés, ressources technologiques, impact commercial, image de marque, ...).

- La disponibilité des cibles : contrôler que la prise de pouvoir au sein de la cible est possible. Il peut y avoir certaines barrières dans le cas où la cible est protégée par l'État par exemple. Il y a également de nombreux paramètres juridiques à prendre en compte, les plus importants étant le respect des lois sur la concentration de marché dans un secteur donné et les investissements transfrontaliers.
- L'attractivité de la cible : cela représente la synthèse des observations faites précédemment que ce soit au niveau des analyses financières, stratégiques ou encore juridiques.

5.4 Évaluer les cibles sélectionnées

Cette étape a pour but de définir la valeur de la cible afin de pouvoir obtenir un prix de vente potentiel, en vue des négociations. Pour évaluer l'entreprise il existe deux approches : comptable et financière. En plus des deux approches, on distingue un nombre très important des méthodes d'évaluation différentes en fonction du type d'entreprise.

Le principe général pour définir un prix est que celui-ci devrait se trouver entre la valeur intrinsèque et la valeur relative intègre.

La valeur intrinsèque représente la valeur en l'état de la cible, sans prendre en compte l'opération de F&A. La valeur relative intègre représente la valeur potentielle créée à la suite de la F&A. Le prix doit donc être théoriquement inférieur à cette valeur supposée, autrement l'opération n'a pas de sens économique.

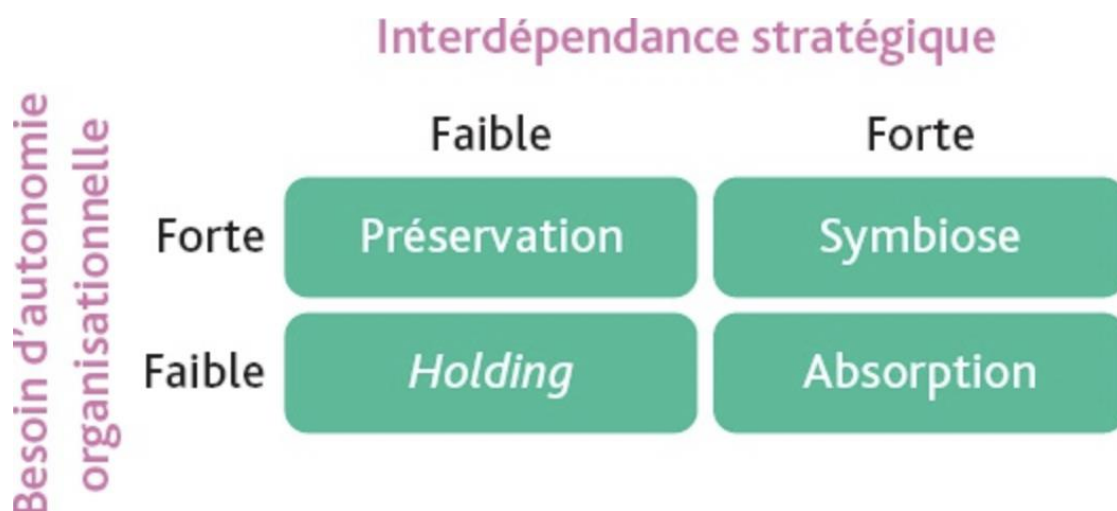
5.5 Négocier le prix d'acquisition

Comme évoqué précédemment le prix final devrait se trouver entre la valeur intrinsèque et la valeur relative intègre. Cependant, on retrouve de nombreuses opérations qui ne se trouvent pas dans cet intervalle. Une des raisons qui explique ce phénomène est l'offre et la demande. Si la demande est plus forte que l'offre et que de nombreux acquéreurs potentiels se positionnent pour une cible, alors le prix d'acquisition peut excéder la valeur relative intègre.

5.6 Intégrer l'entreprise acquise

L'intégration est la dernière étape du processus d'intégration mais elle n'en reste pas moins importante. Elle est d'ailleurs considérée par de nombreux auteurs comme étant l'une des causes directes de l'échec d'une opération d'acquisition (Ibrahimmi, 2014). Napier (1989) met en avant l'importance des ressources humaines au moment de l'intégration car cela serait à l'origine de nombreuses complications qui conduiraient parfois à un échec.

L'intégration s'inscrit également dans la stratégie définie lors de l'étape une. En effet, certains acquéreurs préféreront extraire la valeur financière et essayer de revendre la cible plus chère pour faire une plus-value. D'autres préféreront faire des synergies ou encore rassembler certains services, administratifs par exemple. La matrice ci-dessous nous montre différentes intégrations possibles.



Garette et al, 2019 ; pp 404

6. Les motivations pour mener une F&A

Les raisons pouvant pousser une entreprise à s'orienter vers des opérations de F&A sont multiples et complexes. Il est important de rappeler que chaque cas est unique et est influencé par des nombreux facteurs tel que le secteur d'activité, la taille de la cible, la stratégie choisie,...

Nous allons explorer ici quelques raisons qui ressortent le plus souvent dans la littérature et conduisent à l'élaboration de certaines hypothèses.

6.1 La théorie de l'efficience

Dans le cas d'une F&A le concept de l'efficience peut faire référence à de nombreuses théories différentes telle que l'efficience économique au sens de Pareto ou encore l'efficience au sens de la théorie du management. Nous avons porté nos recherches sur l'efficience en rapport avec les différentes synergies possibles. Nous avons d'ailleurs mentionné précédemment différents types de synergie.

L'idée est donc de dire que les synergies résultant d'une opération de F&A entre l'entreprise A et l'entreprise B créeront une valeur supérieure à la somme individuelle entre A et B (Husson, 1987).

6.2 La théorie de l'agence

La théorie de l'agence s'intéresse à la séparation des intérêts entre les propriétaires et les gestionnaires de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976). La théorie suppose que tous les agents (actionnaires et gestionnaires) sont des individus rationnels qui recherchent à maximiser leur propre fonction d'utilité. Dans certains cas, les gestionnaires possèdent des actions de l'entreprise. Ils reçoivent une rémunération variable sous forme de dividende en fonction de la performance de l'entreprise. L'idée à travers ce système de rémunération est d'aligner les intérêts des actionnaires et des gestionnaires. Jensen et Ruback (1983) affirment que la menace d'une prise de contrôle obligera effectivement les dirigeants à maximiser la valeur marchande de l'entreprise, comme le souhaitent les actionnaires, et donc à éliminer les problèmes d'agence, faute de quoi leur entreprise sera rachetée et ils perdront leur emploi. Les problèmes d'agence peuvent donc représenter une motivation de F&A.

6.3 Les flux de trésorerie disponible (Free cash-flow)

Le flux de trésorerie disponible est défini comme "l'excédent du flux de trésorerie nécessaire pour financer tous les projets dont la valeur actuelle nette est positive lorsqu'ils sont évalués au coût du capital correspondant" (Jensen, 1986). Dans le cas où les flux de trésorerie seraient importants, cela peut représenter une opportunité de F&A importante. Jensen (1986) a constaté que les entreprises disposant d'un important flux de trésorerie disponible deviennent une cible de rachat attrayante. Cela s'explique simplement par le fait qu'un rachat est coûteux et que les sociétés acquéreuses préfèrent une cible disposant d'une bonne

position de trésorerie afin de réduire la charge financière de toute dette détenue aujourd'hui ou par la société issue de la fusion à l'avenir.

6.4 Le pouvoir de marché

Le pouvoir de marché peut être interprété comme la capacité d'une entreprise à contrôler la qualité, le prix et l'offre de ses produits en conséquence directe de l'échelle de ses opérations. Une F&A peut donc permettre d'étendre le contrôle sur une zone géographique plus vaste et à élargir l'environnement commercial (Leigh et North, 1978). Cela permet également d'augmenter le pouvoir de négociation de l'entreprise. L'hypothèse du pouvoir de marché peut donc servir à expliquer les opérations de F&A horizontales et verticales.

6.5 La diversification

La diversification conduit principalement à la réduction du risque de défaut, ce qui se traduit par des F&A de type congloméral. Ce n'est pas la seule raison qui pousse les entreprises à se diversifier. La réduction du risque de faillite va de pair avec l'augmentation de la capacité d'endettement. Ce paramètre est crucial lors de la valorisation de l'entreprise. Cela augmente donc sa valeur et permet de potentielle(s) déduction(s) fiscale(s) (Lin et al., 2013). Enfin, la diversification des entreprises peut également améliorer leur capacité concurrentielle. Selon Utton (1982), les grandes entreprises diversifiées utilisent leur expertise financière et opérationnelle pour entraver l'arrivée de concurrents. Elles le font notamment en pratiquant des stratégies de prix d'éviction³ et de subventions croisées⁴, qui peuvent toutes deux servir d'obstacles à l'entrée sur un marché spécifique et contraindre les petits concurrents présents à se retirer.

6.6 La théorie de l'information

Cette théorie se base sur les signaux que le marché transmet. Ces signaux peuvent prendre la forme de déclarations financières spécifiques relative à une entreprise. Selon cette théorie,

³ Prix généralement inférieur au coût de production et pratiqué par une entreprise – en situation de position dominante le plus souvent – dans le but d'exclure d'autres acteurs du marché.

⁴ Par subventions croisées, on entend la technique par laquelle une entreprise fait supporter ou impute tout ou partie des coûts de son activité sur un marché géographique ou un marché de produits donné à son activité sur un autre marché géographique ou marché de produits.

ces communications visent à transmettre des informations qui ne seraient pas encore largement connues sur le marché et qui permettent de prédire une réévaluation de la valeur marchande de l'entreprise dans un contexte où les marchés sont considérés comme efficients. On parle ici d'asymétrie d'information entre les différents acteurs. Dans le cas où l'entreprise acquéreuse dispose d'information de premier plan, cela peut lui donner un avantage considérable dans sa prise de décision et l'inciter à effectuer ou non une opération. C'est ce que Bradley et al. (1983) ont qualifié de « sitting on a gold mine ».

7. Les vagues en F&A

Les vagues en F&A font référence à des périodes spécifiques au cours desquelles on observe une augmentation significative du nombre d'opérations de fusion et acquisition dans un secteur ou sur le marché financier. Ces vagues peuvent se caractériser par une activité intense et généralisée d'opérations sur une période relativement courte, suivie d'une période de ralentissement.



Institute for Mergers, Acquisition and Alliances

La littérature fait part de nombreuses raisons pouvant expliquer ce phénomène. Nous explorerons ici deux explications différentes : l'explication néoclassique et l'explication comportementale.

L'explication néoclassique mentionne que les vagues sont associées à des chocs dans un secteur ou un marché donné. Ces chocs peuvent prendre différentes formes telles que : une dérégulation du marché, une avancée technologique, la globalisation, ... (Mitchell et Mulherin, 1996). Ces types de chocs engendrent des phénomènes de transfert d'actifs. Les

entreprises les moins efficaces vendront leurs actifs au profit des plus performantes qui gagneront en efficience.

L'explication comportementale porte sur le comportement des marchés financiers. On suppose que les marchés sont inefficients et donc que certaines firmes sont valorisées de manière incorrecte (Schleifer et Vishny, 2003). On suppose également que les gestionnaires sont rationnels et ont conscience de ces potentielles inefficiences de marché. Si leur entreprise est surévaluée, alors ils décideront potentiellement de procéder à une F&A en utilisant le financement par actions. Le principe reste le même dans le cas où la cible est considérée comme sous-évaluée.

8. La création de valeur actionnariale

La création de valeur actionnariale est un objectif fondamental lorsqu'il s'agit de mener des opérations de fusions et acquisitions. L'objectif de ces transactions est de générer une valeur ajoutée pour les actionnaires, en améliorant la rentabilité, la croissance, la position concurrentielle de l'entreprise. La création de valeur peut résulter de synergies opérationnelles, des gains d'efficacité, de l'expansion dans de nouveaux marchés, de l'accès à de nouvelles technologies ou de la diversification des activités. Cependant, il est essentiel de réaliser une analyse approfondie et une planification stratégique rigoureuse comme évoqué précédemment. En effet, Audrey Rouziès, cofondatrice du European M&A Institute évoquait que près de 70% des opérations de F&A n'atteignent pas les objectifs stratégiques attendus. La minimisation des risques et la création de valeur actionnariale durable restent un objectif ambitieux et difficile pour bon nombre d'entreprises. Il est également important de noter que les auteurs font la distinction entre la valeur créée à court et à long terme. Cet point sera plus amplement développé dans le cadre analytique préalable à l'analyse.

9. Comment mesurer la création de valeur actionnariale ?

Tout d'abord, on distingue trois scénarii différents : la conservation de valeur, la création de valeur et la destruction de valeur. Dans le cas de la conservation de valeur, le rendement de l'investissement est égal au rendement requis (Bruner, 2001). Les rendements requis sont ceux pour lesquels la valeur nette initiale de l'investissement reste nulle même actualisée au fil du temps. Pour Bruner, si les actionnaires attendent un retour de 15% et l'obtiennent, cela

correspond à une conservation de valeur car ils ont « uniquement » obtenu ce qu'ils désiraient. Ensuite, si l'investissement a des rendements supérieurs à ceux escomptés, alors on considère qu'il y a une création de valeur. Enfin, on parle de destruction de valeur lorsque les rendements sont inférieurs aux attentes des investisseurs (Bruner, 2001).

Voici les méthodes évoquées par Bruner (2001) pour mesurer la performance des F&A, dont la création de valeur actionnariale découle. L'analyse de la performance s'inscrit dans la durée, aussi les auteurs font la distinction entre la performance à court terme et la performance à long terme. Robert Bruner, dans son travail « Does M&A pay » paru en 2001, mentionne quatre approches différentes afin de mesurer la rentabilité des opérations de F&A. Il décrit également les avantages et inconvénients propres à chaque méthode (cfr. Annexe 1).

L'étude d'évènements : on étudie les rendements anormaux relatifs aux annonces faites autour des transactions. Ce sont des observations a posteriori qui portent sur les changements aux niveaux des dividendes ou du cours de l'action d'une entreprise donnée. Le rendement anormal est calculé par la soustraction entre le rendement réel et le rendement estimé sans la présence de l'évènement. Le repère utilisé (benchmark) est souvent le CAPM⁵ (expliqué par la suite) ou un indice de marché comme le S&P500⁶.

L'approche comptable : on observe les résultats comptables afin de déterminer de quelle manière les performances financières ont évolué avant et après l'opération. L'attention est portée sur des mesures comme : le ROE (rendement des capitaux propres), ROA (rendement de l'actif), EPS (bénéfice par action), ou encore les liquidités disponibles. Le repère suggéré est une comparaison avec des concurrents du même secteur d'activité.

Enquête auprès des cadres : on envoie des questions à des managers afin de se rendre compte du succès ou non de l'opération. Les études qui utilisent ce genre d'approches ont en général un échantillon plus restreint (Guallino, 2007).

Étude clinique ou étude de cas : une analyse portée sur une ou un petit nombre de cas en profondeur afin de comprendre et mettre en évidence les mécanismes sous-jacents à la

⁵ Le CAPM (Capital Asset Pricing Model) est un modèle d'évaluation des actifs financiers

⁶ Le S&P 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis

création de valeur propre à une entreprise. Cette méthode est propice à la description de processus complexe (Gualllino, 2007).

Il n'y a pas de consensus au sein de la littérature par rapport à la création de valeur liée à la performance des entreprises fusionnées (Navatte et Schier, 2008). En effet, la création de valeur est fonction de nombreuses variables et dépend de la période d'observation choisie (long-terme/court-terme). En revanche, la plupart des auteurs s'accordent à dire que les F&A profitent davantage aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur (Aribou, 2017).

Les déterminants de la création de valeur à court et long termes seront abordés dans le cadre analytique préalable à l'analyse dans la suite du travail. De même, pour les hypothèses et la méthode sélectionnée.

Chapitre 2 : analyse du secteur automobile

Afin de comprendre le marché dans lequel Stellantis évolue, nous allons rapidement examiner trois éléments de cette industrie. En premier lieu, les principaux acteurs de cette industrie. En second lieu, la forte concentration au sein de l'industrie automobile et les raisons qui ont poussé à des rapprochements et opérations de F&A entre constructeurs. Enfin, nous aborderons les différents enjeux auquel le secteur fait face.

10. Les différents acteurs du secteur automobile

Le tableau ci-dessous reprend les ventes pour l'année 2022 des constructeurs automobiles les plus importants.

On qualifie d'indépendantes les entreprises qui n'ont pas eu recours à des acquisitions significatives pour se développer et qui ne font pas partie d'une alliance ou d'un groupe. C'est le cas de la moitié d'entre elles (5 sur 10), dont quatre asiatiques.

Top 10 des constructeurs automobiles (en millions de véhicules) en 2022

Rang	Ventes	Type	Nom	Marques
1	10,8	Indépendant	Toyota	Daihatsu, Lexus, Toyota
2	8,3	Groupe	Volkswagen	Audi, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Seat, Skoda, Volkswagen, ...
3	6,8	Groupe	Hyundai - Kia	Hyundai, Kia, Genesis
4	6,4	Alliance	Renault-Nissan-Mitsubishi	Alpine, Dacia, Datsun, Infinity, Lada, Mitsubishi, Nissan, Renault, ...
5	5,8	Groupe	Stellantis	Abarth, Alfa Romeo, Chrysler, Citroen, Dodge, Fiat, Jeep, Lancia, Maserati, Peugeot, Opel, Vauxhall, ...
6	5,3	Indépendant	SAIC	Baojun, IM, Maxus, MG, Roewe, ...
7	4,2	Indépendant	Ford	Ford, Lincoln
8	3,9	Indépendant	Honda	Acura, Honda
9	3,6	Groupe	General Motors	Buick, Cadillac, Chevrolet, Corvette, GMC, Holden, ...
10	3,0	Indépendant	Suzuki	Suzuki

Basé sur les rapports annuels – communiqués des différents constructeurs

Indépendant ne signifie pas sans collaboration avec d'autres constructeurs. A titre d'exemples :

Toyota collabore avec Mazda dans la construction d'usines aux États-Unis et le développement de voitures électriques.

Honda a également de nombreux partenariats, le plus notable étant celui avec le constructeur General Motors (GM) sur de multiples sujets allant de la recherche sur l'hydrogène au développement d'une plateforme commune pour des véhicules électriques.

Ford développe depuis 2020 des partenariats majeurs avec VW qui couvrent le développement commun de véhicules utilitaires, de véhicules électrifiés et sur la conduite autonome, la fourniture des plateformes de pickup. Cet accord n'implique pas de prise de participation croisée entre les deux entreprises mais a pour objectif de diminuer les coûts de recherche et d'augmenter la rentabilité de chacun.

Cela montre que même si les constructeurs que nous avons qualifiés « d'indépendants » n'ont pas effectué de F&A significative ou de rapprochement capitalistiques avec d'autres groupes, ils collaborent étroitement avec d'autres acteurs du secteur afin de développer leur gamme, augmenter leur rentabilité, découvrir de nouvelles technologies ou encore pénétrer de nouveaux marchés.

11. L'augmentation de la concentration et les différentes vagues de F&A dans l'automobile

Selon Krifa (2001), les mouvements de concentration ont tout le temps existé dans le secteur de l'automobile. Il les regroupe en trois vagues :

La première vague de consolidation dans l'industrie automobile a lieu aux États-Unis, au début du vingtième siècle. L'année 1908 est marquée par la naissance d'un poids lourd du secteur automobile, General Motors (GM). Dès l'année suivante, l'entreprise regroupe déjà Buick, Cadillac, Oldsmobile ainsi que d'autres marques (Krifa, 2001). Dans les années 30, un oligopole s'est formé et est connu sous le nom de « Big Three ». Cet oligopole comprend GM, Chrysler et Ford qui domineront le marché jusqu'à l'arrivée de la concurrence japonaise dans les années 80.

Une deuxième vague de fusions et acquisitions (F&A) a eu lieu en Europe dans l'entre-deux-guerres, entraînant une consolidation significative dans l'industrie automobile. L'arrivée des constructeurs américains tels que Ford, GM et Chrysler a amplifié ce mouvement de consolidation. GM, en particulier, a poursuivi sa croissance en réalisant des acquisitions en Europe, en rachetant Vauxhall en 1925 et Opel en 1929. En 1945, l'Europe comptait néanmoins encore environ 50 constructeurs.

Enfin, Krifa mentionne une troisième vague pendant la période prospère des « Trente Glorieuses⁷ ». Cette troisième vague est une période de forte activité avec de nombreuses opérations entre les différents constructeurs. Volkswagen achète Audi en 1965, Fiat rachète Lancia et Ferrari en 1969, et GM prend des participations significatives dans le capital d'Isuzu en 1971. Du côté de l'Hexagone, Peugeot rachète Citroën en 1974. Cela marque le début du duopole français tel que nous le connaissons aujourd'hui entre Peugeot-Citroën et Renault. Le nombre d'opérations de F&A chute après cette période de faste, notamment à cause de la crise du pétrole en 1979 et de la conjoncture économique. L'activité reprendra au début des années 2000, avec de nombreuses acquisitions entre 1998 et 2001 (cfr Annexe 2).

12. Pourquoi cette concentration ?

Deux grandes raisons peuvent être mises en avant pour expliquer cette concentration. La globalisation et l'essoufflement de la croissance du marché automobile.

12.1 Globalisation

Jusqu'au début des années 1950, les différents constructeurs produisent principalement sur leurs marchés nationaux respectifs. On commence alors à observer les premiers investissements étrangers significatifs. Ces investissements sont initiés par la décomposition de différentes composantes automobiles (Krifa, 2001). Les différents groupes automobiles créent des filiales en charge de la production de certains composants à l'étranger pour avoir une meilleure base de coût. Dans les années 1970, les américains et les européens créent un Marché commun, alors que les constructeurs japonais commencent à investir dans la région APAC⁸ (Krifa, 2001). Ce n'est que 10 ans plus tard, que Krifa parlera d'une période de

⁷ Les Trente Glorieuses sont la période de forte croissance économique et d'augmentation du niveau de vie qu'a connue la grande majorité des pays développés entre 1945 et 1975

⁸ APAC désigne la région Asie-Pacifique

globalisation, marqué par les investissements transfrontaliers massifs réalisés en raison des fortes barrières à l'entrée du secteur. C'est notamment ce que les firmes japonaises ont fait afin de contourner les quotas et les mesures de protectionnismes des marchés occidentaux et s'implanter dans de nouvelles zones géographiques. La principale différence entre les groupes japonais et les autres constructeurs est que les firmes nippones n'effectuent pas ou peu de F&A pour pénétrer les marchés. Elles préfèrent investir dans des usines ou collaborer avec des constructeurs locaux afin de s'implanter.

Entre 1950 et 1980 on observe 3 approches complètement différentes :

- Les constructeurs américains cherchent à asseoir un pouvoir en multipliant les F&A (GM) et les investissements à l'étranger.
- Les constructeurs japonais s'imposent en investissant dans les usines et autres unités de production.
- Les constructeurs européens sont dans une approche de rattrapage du point de vue de la globalisation car celle-ci reste faible (Krifa, 2001).

L'ouvrage de Krifa propose un tableau récapitulatif, faisant état du degré de globalisation des différents constructeurs à la fin du siècle. Ce classement est fait sur base du TNI (indice de transnationalité, exprimé en pourcentage) qui est calculé en faisant la moyenne des 3 ratios :

1. Ventes à l'étranger / ventes totales
2. Actifs à l'étranger / actifs totaux
3. Emploi à l'étranger / emploi total

Renault obtient la première place de ce classement entre 1993 et 1998. Bien que dans une logique de rattrapage fin des années 1970, l'entreprise française investit massivement par la suite en Amérique du Sud et en Asie. Son statut passera donc de constructeur régional à « Global Player » sur la scène mondiale (cfr Annexe 3).

12.2 L'essoufflement du marché automobile et la surproduction

Jusqu'au début des années 70, le secteur connaît une croissance d'environ 5% (cfr Annexe 4) et une demande croissante. A partir des années 70, la dynamique change. En effet, la croissance diminue jusqu'à 2% en 1990 (cfr Annexe 4). Cette diminution s'explique par un changement de comportement des consommateurs notamment au niveau de la qualité, de la

sécurité, de l'économie d'énergie ou encore de la performance (Krifa, 2001). Paul et Fuchs (1997) mettent en avant la saturation des marchés traditionnels entre 1980 et 1996 (cfr Annexe 5). La baisse de la demande impacte la production des constructeurs automobiles qui se retrouvent en surcapacité. Les constructeurs se lanceront alors dans une guerre de prix et la concurrence particulièrement féroce aura raison de nombreuses entreprises automobiles. Comme le suggèrent certaines études (Penrose, 1959), une croissance lente dans une industrie ancienne favorise la concentration, tout comme une croissance rapide dans de nouvelles industries.

13. Les enjeux pour le secteur automobile

Le secteur de l'automobile fait face à des enjeux cruciaux qui le forcent à se transformer.

Transition vers la mobilité électrique. La transition vers les véhicules électriques est de plus en plus importante en raison de la croissance de la conscience environnementale et des réglementations plus strictes sur les émissions. Cela impacte les constructeurs à deux niveaux :

- D'abord en générant des investissements considérables dans de nouvelles technologies, et ceci dans un temps court à l'échelle industrielle. Une partie de ces nouvelles technologies est maîtrisée par des fournisseurs, qui prennent une part plus importante de la valeur, comme cela peut être le cas pour les batteries par exemple.
- Ensuite en abaissant fortement les barrières à l'entrée du fait de ce changement de technologie et en permettant ainsi l'émergence de nouveaux acteurs concurrentiels, comme Tesla par exemple, mais aussi des groupes chinois tels Geely et SAIC, qui n'existaient pas il y a 10 ans.

Développement du partage de véhicule et changement du rapport à l'automobile. Selon Kopp (2020), les voitures seraient utilisées 3% du temps et à l'arrêt 97% du temps. Le développement du partage peut être un choix contraint des consommateurs pour des raisons de coûts. Mais c'est aussi lié au fait que les nouvelles générations se désintéresseraient de l'achat d'une voiture et préféreraient se tourner vers des solutions de mobilité moderne comme le partage de véhicule. Les solutions sont multiples telles que le partage de véhicule de particulier à particulier, l'utilisation de véhicule en libre-service ou encore le covoiturage.

De nombreux constructeurs ont déjà investi dans ces solutions comme Toyota qui s'est associé avec l'entreprise Uber, géant de la mobilité moderne.

Enfin, un autre enjeu qui ressort du rapport de Deloitte(2022) est la connectivité et la digitalisation au sein des nouveaux véhicules. Les voitures deviennent de plus en plus connectées avec des fonctionnalités telles que la navigation GPS, la connectivité Internet, les systèmes d'info-divertissement avancés et les services de mobilité intégrés. L'enjeu pour l'industrie est de fournir des expériences de conduite de haute qualité et des services connectés tout en garantissant la sécurité et la protection des données des utilisateurs. Les consommateurs sont d'ailleurs prêts à mettre la main aux portefeuilles pour s'offrir ce type de services, toujours selon Deloitte (cfr. Annexe 7). Pour les constructeurs traditionnels, cela représente aussi une nouvelle gamme de compétences à acquérir et un potentiel transfert supplémentaire de valeur vers des fournisseurs comme Google peut l'être pour l'automobile dans ce cadre.

La liste des enjeux permet d'avoir une idée de la direction que prend le secteur de l'automobile mais n'est bien sûr pas exhaustive. Comme mentionné précédemment, on observe des rapprochements, des associations ou encore des partenariats entre les différents constructeurs afin de réduire leurs coûts de production et de recherches et de faire face aux défis de demain. Les motivations des rapprochements, collaboration, fusions et acquisitions doivent être analysées en tenant compte de ces contraintes de coûts, de temps et d'acquisition de technologies nouvelles qui rebattent les cartes.

Chapitre 3 : PSA et FCA avant la fusion

Le groupe automobile Stellantis est le résultat de la fusion à 50/50 entre deux groupes automobiles mondiaux, le groupe PSA et le groupe Fiat Chrysler automobile (FCA). Stellantis totalise aujourd'hui un portefeuille comptant 14 marques automobiles : 5 provenant de PSA et 9 de FCA.

14. PSA

L'histoire du groupe français commence avec la création en 1810 de Peugeot Frères par Jean Pierre et Jean Frédéric, une entreprise familiale métallurgique qui se diversifie au fil des années se spécialisant d'abord dans l'outillage, puis en 1885 dans l'automobile. En 1966, la forme juridique de l'entreprise change de la société des automobiles Peugeot à Peugeot société anonyme (PSA). Dans les années qui suivent, PSA choisit la voie de la croissance externe pour faire face au déclin de ses ventes, absorbant en 1974 Citroën, puis Chrysler Europe en 1978.

Par la suite, le groupe PSA Peugeot Citroën se développe à l'aide de partenariats avec d'autres constructeurs. En 2001, l'entreprise annonce l'ouverture d'une usine au Brésil à Porto Real afin de s'étendre à l'international. Dans la même stratégie d'internationalisation de sa production, PSA s'associe au constructeur Dongfeng Motor afin de pouvoir produire en Chine. En 2005, le groupe inaugure conjointement avec Toyota une usine en République Tchèque et l'année suivante en Slovaquie. Enfin, le groupe français collaborera avec le constructeur japonais Mitsubishi dans le développement d'une usine commune en Russie. En 2017, PSA rachète Opel et Vauxhall à General Motors. Le nombre de marques du groupe PSA au moment de la fusion est donc de 5, à savoir : Peugeot, Citroën, DS⁹, Opel et Vauxhall. Malgré la stratégie d'internationalisation, PSA reste extrêmement dépendant du marché européen, avec 85% de ses ventes en volume et 92%, pour son chiffre d'affaires (PSA, 2019).

⁹ DS était auparavant la gamme premium de Citroën et est devenu une marque à part entière en 2014-2015

15. FCA

Avant d'être le groupe FCA (Fiat Chrysler Automobiles), le groupe a d'abord été une entreprise familiale, comme Peugeot. L'histoire commence en 1899 avec la création de l'entreprise « Fabbrica Italiana Automobili Torino » aussi connue sous le nom de FIAT.

En 2010, le groupe vend plus de 2 millions de voiture à travers le monde. Pas moins de 30% de sa production est vendue hors Europe, par exemple en Argentine (10,4% de parts de marché), en Turquie (14,6% de parts de marché), ou encore au Brésil où le groupe est leader avec 22,8% de parts de marché.

En 2009, le groupe Fiat est entré au capital de Chrysler, dont il finalise l'acquisition en 2014 et devient Fiat Chrysler Automobiles (FCA). À la suite de cette fusion, le groupe FCA comptera 9 marques automobiles, à savoir : Abarth, Alfa Romeo, Chrysler, Dodge, Fiat, Jeep, Lancia, Maserati et Ram. Bien qu'europpéen, le groupe est en perte de vitesse accélérée en Europe, avec une gamme bas de gamme vieillissante et des marques dans de mauvaises postures. La partie américaine, principalement avec RAM et Jeep, permet au groupe de réaliser de bons chiffres.

Chapitre 4 : comprendre Stellantis, la nouvelle entité issue de la fusion

16. Le déroulement de la fusion

Après de nombreuses rumeurs, c'est le 31 octobre 2019 qu'est publié le premier communiqué de presse officiel. Il s'intitule « Groupe PSA et FCA envisagent d'unir leurs forces pour construire un leader mondial et entrer dans une nouvelle ère de la mobilité durable ». Il est question d'une fusion entre les deux entreprises à 50/50 : 50% du capital détenu par les actionnaires de PSA, 50% détenu par les actionnaires de FCA. L'objectif annoncé est clair, faire face aux défis en matière de mobilité connectée, électrifiée, autonome et partagée. La nouvelle entité permettrait innover plus rapidement et d'être plus efficiente économiquement. Dans cette annonce, il était également questions d'autres objectifs :

Tout d'abord, la place majeure que devrait occuper Stellantis au rang des principaux constructeurs mondiaux. Cela devrait permettre à la nouvelle entité de se positionner comme le 4^{ème} constructeur automobile mondial en termes de ventes annuelles, avec un chiffre estimé de 8,7 millions de véhicules (sur base des chiffres de 2018).

Ensuite, ce rapprochement devrait créer une création de valeur importante générée par les synergies possibles. La création de valeur estimée par les synergies était de 3,7 milliards d'euros, étalée sur plusieurs années. Les synergies devaient permettre une affectation plus efficiente des investissements dans les plateformes de véhicules, d'une technologie accrue et de capacité d'achat plus importante due à la taille du groupe. Les délais initialement évoqués sont de quatre ans pour réaliser 80% des synergies, pour 2,8 milliards d'euros. De plus, il avait été annoncé que les synergies seraient réalisées sans fermeture d'usine.

La fusion doit également permettre aux deux groupes de renforcer leurs marques respectives dans tous les segments : SUV, berlines, premium, poids lourds, ou encore les véhicules utilitaires légers.

Il s'agit d'une fusion par création de nouvelle société. Comme évoqué dans la partie théorique, il y a un transfert du patrimoine de PSA et FCA dans la nouvelle société, Stellantis. La société mère a été installée aux Pays-Bas et se nomme Stellantis N.V. Elle est cotée sur les marchés financiers de Paris (Euronext), de Milan (Borsa Italiana) et de New York (New York Stock

Exchange). La nouvelle entité a donc pour objectif de conserver une présence internationale entre l'Europe, l'Amérique du Nord et l'Amérique latine où les deux groupes sont complémentaires. PSA a une présence importante en Europe alors que FCA possède des parts de marché significatives de l'autre côté de l'Atlantique.

Avant la fusion, et afin de permettre la répartition égale des futures synergies entre les actionnaires de FCA et PSA, le groupe FCA distribuera un dividende exceptionnel de 5,5 milliards d'euros à ses actionnaires, ainsi que sa participation dans COMAU¹⁰. Quant au groupe PSA, il distribuera à ses actionnaires ses 46% de participation dans Faurecia¹¹.

17. La création du groupe Stellantis

Le 15 juillet 2020, le groupe Stellantis est né, issu d'une fusion à 50/50 entre deux groupes automobiles de premier plan : FCA et PSA. Le nom n'a pas été choisi au hasard puisqu'il vient du latin « stello » qui signifie briller d'étoiles. Les origines latines doivent également faire référence à l'histoire riche des deux entreprises. Le nom est utilisé uniquement au niveau du groupe. Les noms et logos des marques du groupe restent inchangés. Cependant, la finalisation du projet devrait avoir lieu premier trimestre 2021.



¹⁰ COMAU est une holding du groupe FCA spécialisée en automation industrielle

¹¹ Faurecia est une filiale du groupe PSA créée en 1987 et spécialisée dans l'ingénierie et la production d'équipements automobiles.

A la suite de l'annonce du nom choisi pour le futur géant de l'automobile, d'autres annonces ont eu lieu :

Tout d'abord, la volonté de devenir le quatrième constructeur en termes de ventes reste inchangée.

Ensuite, suite à l'impact du Covid-19 sur l'économie mondiale, certaines modifications ont été apportées suite à l'approbation du Conseil d'Administration de PSA et FCA. Le montant du dividende exceptionnel que FCA devait distribuer à ses actionnaires avant la signature finale passe de 5,5 milliards d'euros à 2,9 milliards, afin de limiter l'impact sur les liquidités. De plus, le groupe PSA distribuera sa participation dans Faurecia non plus à ses actionnaires mais à l'ensemble des actionnaires du groupe Stellantis. La capitalisation des 46% détenus par PSA dans Faurecia était de 5,8 milliards d'euros le 14 septembre 2020. De ce fait, selon un communiqué de presse, cela aura pour effet d'augmenter la liquidité du futur groupe de 2,6 milliards d'euros (équivalent à un peu moins de 50% de la participation totale). En complément de ces modifications, il a été convenu que les deux groupes pourraient verser 500 millions d'euros aux actionnaires de chaque entreprise avant la signature ou 1 milliard d'euros à tous les actionnaires de Stellantis, après la fusion. Cela reste sujet aux performances des deux entreprises et à l'approbation des Conseils d'Administration.

Le communiqué de presse du 14 septembre 2020 ne détaille pas seulement les modifications liées à l'impact de la Crise du Covid-19 sur les liquidités. En effet, il est également question d'une réévaluation des synergies annuelles récurrentes estimées. Celles-ci ont été revues à la hausse, passant de 3,7 milliards d'euros à plus de 5 milliards d'euros. Le coût ponctuel de mise en œuvre est quant à lui passé de 2,8 milliards d'euros à l'origine à un niveau proche de 4 milliards d'euros.

La création effective de Stellantis, ainsi que sa cotation sur les différentes bourses européennes (Paris et Milan) et new-yorkaise a pris effet le 16 Janvier 2021, soit dans les délais annoncés initialement.

18. Les actionnaires du groupe Stellantis

Stellantis est un groupe issu d'une fusion à 50/50 entre PSA et FCA, il est donc normal de retrouver les principaux actionnaires des deux groupes au capital de Stellantis. Le ratio qui a été fixé au moment de la fusion pour les actions des actionnaires du groupe FCA est de 1 – 1 et il est de 1 – 1,742 pour ceux du groupe PSA. Les actionnaires majoritaires de Stellantis au 21 Février 2023 sont les suivants :

- *Exor* est une société d'investissement fondée en 1927. Elle est contrôlée par la famille Agnelli et le PDG depuis 2011 John Elkann, actuel Président du Conseil d'administration de Stellantis. La participation au sein de Stellantis est de 14%, ce qui fait de la famille Agnelli, l'actionnaire le plus important.
- *EPF* est la holding contrôlée par les héritiers de la famille Peugeot, aussi connue sous le nom de « Établissements Peugeot Frère ». La société est créée en 1851 et détient 7% du capital de Stellantis.
- *BPI* est une entreprise commune (joint-venture) entre EPIC Bpifrance et la Caisse de dépôt et Consignations. Pour simplifier, cet actionnaire est l'État Français. Il rentre au capital du groupe PSA en 2014 et acquiert 14% pour 750 millions d'euros (Feuerstein et Amiot, 2014). En 2023, l'État Français détenait 6% du capital de Stellantis.
- *DongFeng* est un constructeur automobile chinois. Celui-ci entre au capital de PSA en même temps que l'Etat Français, en 2014, à la suite d'une augmentation de capital. Selon Feuerstein et Amiot, le constructeur chinois aurait également acquis 14% du capital de PSA pour 750 millions d'euros. Aujourd'hui, Dongfeng possède 3% de participation au sein de Stellantis.
- *BlackRock* est le plus grand gestionnaire d'actifs au monde avec pas moins de 10 000 milliards de dollars sous gestion. Le géant américain possède une participation de 3% dans Stellantis.

Stellantis Shareholders	Number of Issued Common Shares ⁽¹⁾	Percentage of Issued Common Shares
Exor	449,410,092	13.99
EPF ⁽²⁾	224,228,121	6.98
BPI ⁽³⁾	192,703,907	6
Dongfeng ⁽⁴⁾	99,223,907	3.09
BlackRock Inc. ⁽⁵⁾	95,379,376	2.97

Source : Stellantis Annual Report, 2022

19. Conditions préalables à la fusion relatives aux actionnaires

Avant la fusion, certaines conditions relatives aux droits des actionnaires ont été établies. Tout d'abord, un engagement de standstill¹² pour une période de sept ans, applicable après la fusion pour les actionnaires suivants : Exor, Dongfeng, BPI et EPF. En plus, Exor, BPI et EPF sont soumis à une période d'incessibilité de trois ans. Néanmoins, il y a certaines exceptions. BPI a le droit d'augmenter ou de céder sa participation à hauteur de 2,5%. A cela s'ajoutent les accords concernant les droits de vote des actionnaires. Aucun actionnaire n'a le droit d'exercer plus de 30% des droits de votes exprimés en Assemblée Générale. De plus, les droits de votes doubles ne seront pas reportés. Cela veut dire que les droits de vote doubles ne seront pas reconnus directement dans la nouvelle entité. Il faudra attendre une période de trois ans après la fusion pour acquérir de nouveaux droits permettant un vote double.

En résumé :

- Fusion par création de nouvelle société à 50/50 entre PSA et FCA.
- Devenir le 4^{ème} constructeur mondial en termes de ventes annuelles.
- Réaliser 5 milliards d'euros de synergies annuelles récurrentes pour un coût de 4 milliards d'euros.
- Réalisation de 80% des synergies 4 ans après la fusion.
- Ratio de transfert pour les actionnaires de PSA 1 pour 1,742.
- Dividende exceptionnel versé par FCA : 2,9 milliards d'euros.
- Période de standstill de 7 ans pour les principaux actionnaires :
 - Exor
 - Dongfeng
 - BPI
 - EPF

¹² Clause d'interdiction de céder ou d'acquérir, par laquelle l'investisseur s'engage sur une période définie ou jusqu'à la réalisation d'un événement à ne pas céder ou à ne pas acquérir de participation dans une société.

20. Les raisons de la fusion entre PSA et FCA

Le paragraphe ci-dessous reprend les principales raisons qui ont poussé PSA et FCA à fusionner. Les informations reprises proviennent principalement du document « U.S. Prospectus »¹³, fourni par le groupe Stellantis.

20.1 Créer un nouveau leader dans l'industrie automobile

C'est la première raison évoquée par le groupe. Cette ambition est affichée depuis le premier communiqué de presse du groupe Stellantis, qui affiche en grand sa volonté de s'imposer comme un constructeur incontournable dans l'industrie automobile. Devenir un leader, à la suite de cette fusion, apporterait de nombreux bénéfices.

Tout d'abord, les deux groupes sont complémentaires au niveau de leur gamme de véhicules. En effet, cette fusion permet de combiner les deux portefeuilles, afin de créer une gamme extensive répondant aux désirs des consommateurs. Le groupe Stellantis est donc compétitif dans tous les segments, à savoir : véhicules légers / compacts, luxe, premium, SUV, véhicules sportifs, mais également les véhicules utilitaires et les poids lourds. Des exemples concrets de cette complémentarité sont : la marque Jeep spécialisée dans les SUV, la marque Maserati qui est une marque de luxe, ou encore la marque RAM qui est spécialisée dans les pick-up¹⁴. De plus, IVECO qui est une marque spécialisée dans les poids lourds, complète davantage le portefeuille de Stellantis. Les attentes des consommateurs évoluent et ils recherchent davantage de diversification. C'est une des raisons qui explique que le risque de cannibalisation entre les différentes marques du groupe Stellantis est faible. Des années après que la fusion ait été réalisée, le groupe n'a retiré aucune de ses marques et n'a pas communiqué sur un éventuel problème de cannibalisation. Avoir un grand portefeuille diversifié permet également de s'adapter aux besoins des consommateurs en fonction de leurs pays. L'exemple le plus probant reste celui du pick-up, qui a pour principale cible le marché Nord-Américain.

¹³ Du au nombre de raisons importantes fournies dans le document, celle-ci ne sont pas reprises en annexe. Cependant, le document est consultable à partir du lien disponible dans la bibliographie et les raisons de la fusion sont évoquées à partir de la page 67.

¹⁴ Le pick-up, également appelé SUT (Single Unit Truck), est un véhicule utilitaire léger muni d'une benne ou d'un espace ouvert à l'arrière.

Ensuite, cette position de leader permettra au groupe Stellantis de profiter d'une position dominante et à terme de pouvoir de négociation. Le coût des matières premières est un élément qui influence directement le prix de vente d'une voiture. La fusion devrait permettre un pouvoir de négociation vis-à-vis des fournisseurs plus important que celui des groupes PSA et FCA séparément.

Enfin, un dernier avantage lié à la position de leader sur le marché est la résilience. Dans le « U.S. Prospectus » publié par Stellantis, le groupe avance que cette opération de fusion créera une entité plus stable et résiliente face aux différents ralentissements économiques qui affaiblissent grandement les marges dans l'industrie automobile. De plus, la fusion doit offrir une solidité et une flexibilité financière beaucoup plus importantes que celles des deux groupes, permettant de faire mieux face aux enjeux futurs. La stabilité n'est pas seulement financière puisque cet accord permettra une présence géographique importante, minimisant ainsi les risques liés à un marché spécifique.

20.2 Créer un meilleur équilibre géographique

Comme mentionné précédemment, PSA et FCA ne sont pas seulement complémentaires au niveau des gammes de véhicules proposés, mais le sont également d'un point de vue géographique. Le groupe FCA réalise une grande partie de son chiffre d'affaires en dehors de l'Europe. En effet, le groupe réalisait en Amérique du Nord, en 2018, un chiffre d'affaires de 72,6 milliards de dollars, en faisant ainsi son premier marché. En revanche, le groupe PSA est dépendant de ces ventes européennes, puisqu'en 2018, le groupe réalisait 92% de son chiffre d'affaires sur le vieux continent, soit 54,2 milliards de dollars. La fusion doit donc permettre au deux groupes de conforter leurs positions géographiques et d'équilibrer la provenance de leurs revenus. Les prévisions données par Stellantis sont les suivantes : 46% des revenus à venir proviendraient de la zone EMEA¹⁵ et 44% de l'Amérique du Nord. Cette expansion géographique pourrait permettre à PSA d'accéder à de nouveaux marchés en utilisant le système de distribution et certaines infrastructures sur place du groupe FCA.

D'un point de vue stratégique, cette fusion pourrait également permettre de conquérir de nouvelles zones géographiques. Depuis 2017, les États-Unis ne sont plus le premier marché automobile mondiale. La première place revient à la Chine avec un parc automobile de plus

¹⁵ Appellation qui regroupe les pays d'Europe, du Moyen-Orient et de l'Afrique

300 millions de véhicules en 2017 (Zheng, 2017). De plus, à cette période la Chine ne comptait que 0,21 véhicule par personne, contre 0,82 pour les États-Unis. La fusion pourrait donc permettre de revoir la stratégie d'expansion notamment en ce qui concerne le marché chinois.

20.3 Augmenter la capacité à innover et accélérer la transition verte

La fusion doit permettre à la nouvelle entité d'avoir des capacités d'innovation nettement supérieures à celles de PSA et FCA séparément. Stellantis possédera pas moins de 51 centres de Recherche et Développement (R&D) à travers le monde et 33 000 travailleurs dédiés à l'innovation. Cette puissance va être utilisée pour répondre aux enjeux auxquels le secteur de l'automobile va devoir faire face, notamment en matière d'environnement et d'électrification. Cette fusion doit donc permettre une électrification de la gamme plus rapide, des évolutions technologiques répondant aux préférences changeantes des consommateurs. Il n'y a pas seulement les consommateurs qui influencent les consommateurs en matière d'environnement mais également les États au travers de lois. C'est notamment le cas avec les taxes et obligations concernant les émissions de CO₂ pour les véhicules. En 2015, le « diesel gate » met en lumière les pratiques frauduleuses du géant Volkswagen concernant l'émission de CO₂ de certains de ces modèles. Cela participera, entre autre, à accélérer la transformation du secteur automobile. En 2017, l'EPA¹⁶ condamne le groupe FCA à payer 305 millions de dollars de pénalité car deux de ces véhicules ne respectent pas les normes en matière environnemental (EPA, 2017). Les deux modèles concernés avait des motorisations diesel. La régulation en matière de CO₂ est différente entre l'Europe et les États-Unis. Ainsi en 2019, FCA et le constructeur Tesla¹⁷ concluaient un accord afin que les émissions de CO₂ par véhicule soient comptabilisées ensemble et non séparément. Ce type de procédé est autorisé et avait déjà été utilisé au sein d'un même groupe. Par exemple, pour atteindre le seuil de rejet de CO₂ fixé par l'Europe, le groupe Volkswagen comptabilisait plusieurs de ces marques ensemble pour créer un « ensemble » qui réponde aux critères environnementaux. Le constructeur allemand a donc créé « un ensemble » mélangeant des véhicules SEAT, Audi, Porsche ou encore Skoda (Campbell et McGee, 2019). FCA a donc fait de même avec Tesla, moyennant un paiement de plusieurs centaines de millions de dollars (Campbell et McGee, 2019).

¹⁶ EPA est l'agence de protection de l'environnement aux États-Unis (USA Environmental Protection Agency).

¹⁷ Tesla est un constructeur automobile de voitures électriques. Ses modèles ne rejettent donc pas de CO₂.

PSA étant déjà conforme aux règles européennes, cela devrait permettre à FCA de se conformer rapidement à la suite de la fusion.

20.4 La création de synergie

La fusion devrait permettre des synergies annuelles récurrentes de l'ordre de cinq milliards pour un coût avoisinant les quatre milliards d'euros. La réalisation de ces synergies est prévu quatre ans après la fusion. Le « U.S. Prospectus » mentionne que la réalisation des synergies se fera dans quatre domaines différents.

- La technologie, les plateformes et les produits : le partage et la convergence des plates-formes, produits et groupes motopropulseurs respectifs de PSA et de FCA, ainsi que l'optimisation des investissements en R&D et des processus de fabrication, doivent augmenter considérablement l'efficacité, en particulier parce que les investissements seront amortis sur la production combinée de PSA et de FCA.
- Les achats : cela fait référence aux économies d'échelle que le groupe devrait être en mesure de réaliser et qui diminuera le coûts des produits. De plus, la fusion offrira un accès plus large à des nouveaux fournisseurs, particulièrement en ce qui concerne les nouvelles technologies et les composants électroniques. Enfin, il devrait y avoir une harmonisation au niveau des plate-formes¹⁸.
- Les frais de vente, généraux et administratifs (SG&A)¹⁹ : des économies sont attendues de l'intégration de fonctions telles que les ventes et le marketing, et de l'optimisation des coûts dans les régions où les deux parties ont une présence bien établie (c'est-à-dire l'Allemagne, l'Italie et la France).
- Toutes les autres fonctions : Le groupe Stellantis prévoit de réaliser des économies au niveau de l'optimisation logistique, du service après-vente ou encore au niveau de la chaîne d'approvisionnement.

Stellantis mentionne également que 75% des synergies résulteraient de la convergence des technologies, des plates-formes et des produits, ainsi que des économies réalisées sur les achats. Seulement 7% des synergies seraient associées au domaine de SG&A et les pourcentage restant proviendraient de toutes les autres fonctions.

¹⁸ Dans l'industrie automobile, une plate-forme est une structure de base d'un véhicule, composée d'un châssis et de certaines pièces non-visibles.

¹⁹ Selling, General and Administrative Expenses.

Chapitre 5 : analyse comptable

Dans ce chapitre, nous commencerons par aborder le cadre théorique. Cela portera sur les différents facteurs déterminants dans la création de valeur actionnariale. Nous verrons que les auteurs ont des points de vue différents et qu'ils font la distinction entre la création de valeur à court terme et la création de valeur à long terme. Nous aborderons aussi les différentes approches qui permettent d'analyser la création de valeur, et préciserons celle qui sera utilisée par la suite. Enfin, nous émettrons des hypothèses de recherche pertinentes dans le cas de Stellantis, qui découlent du cadre analytique.

Par la suite, nous expliquerons et justifierons le choix des outils permettant l'analyse. Nous procéderons ensuite à l'analyse des deux hypothèses et du rejet ou non de celles-ci.

Enfin, nous apporterons notre position personnelle et notre point de vue critique au regard de l'analyse.

21. Cadre analytique

Commençons par rappeler la définition de la création de valeur actionnariale. Selon Bruner, il y a création de valeur actionnariale si les rendements sont supérieurs à ceux requis par les actionnaires (Bruner, 2001). L'auteur américain fait la différence entre la création de valeur et la conservation de valeur. Il précise que si les actionnaires espèrent un retour sur investissement et que celui-ci est réalisé, alors il s'agit d'une conservation de valeur dans la mesure où l'on obtient « uniquement » le rendement attendu. Michel Albouy définit la création de valeur de la façon suivante : « une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires dès lors que la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût des différentes sources de financement utilisées ou encore coût du capital (Albouy, 1999). Il précise donc qu'être rentable n'est pas un critère suffisant pour considérer qu'il y a création de richesse puisque les actionnaires souhaitent être rémunérés en fonction des risques qu'ils ont pris.

La création de valeur est un pilier central dans le domaine de la gestion d'entreprise. Comprendre les déterminants de la création de valeur est donc d'une importance cruciale pour les dirigeants et les investisseurs car cela permet d'identifier les facteurs clés qui

influencent (positivement ou négativement) la performance de l'entreprise. La littérature académique a mis en évidence une multitude de déterminants qui sont détaillés ci-dessous.

21.1 La recherche de synergie

La création de valeur résultant d'une opération de F&A est souvent associée à la réalisation de synergies industrielles. Bradley et al. (1988) explorent les gains synergiques liés aux opérations de F&A et leur répartition entre les actionnaires. L'étude met en évidence que les acquisitions peuvent générer des gains synergiques significatifs à condition que les deux entreprises arrivent à exploiter des complémentarités dans leurs activités et leurs ressources. L'article précise également qu'en général, les actionnaires des entreprises cibles (entreprises acquises) bénéficient davantage des gains en synergie. L'explication avancée pour justifier cela est que les entreprises cibles sont souvent acquises à un prix supérieur à leur valeur comptable. Cela permettrait aux actionnaires de réaliser des profits immédiats. En revanche, pour les actionnaires de l'entreprise acquérant, ils sont potentiellement sujet à une dilution de la valeur de leurs actions, dans le cas où le financement de l'opération se fait par émission de nouvelles actions.

Dans son ouvrage « The Synergy Trap », Sirower met en garde contre la complexité de la mise en place des synergies et le fait que parfois elles ne se matérialisent pas comme prévu. L'article identifie plusieurs raisons qui freinent la concrétisation de la réalisation totale des synergies escomptées (Sirower, 1997).

- *La surestimation des synergies* : Les entreprises peuvent avoir tendance à surévaluer les gains potentiels liés à un regroupement des activités et en même temps sous-évaluer ou minimiser les difficultés et la complexité liées à ce type d'opération de regroupement.
- *Les divergences culturelles* : Les différences culturelles importantes peuvent nuire à l'intégration des différentes activités et rendre les synergies difficiles à réaliser. Pour illustrer ce point : l'exemple de la F&A entre les constructeurs Daimler et Chrysler est saillant. D'un côté le constructeur allemand est connu pour sa culture d'entreprise axée sur l'excellence et de l'autre côté, l'esprit de Chrysler est d'être spécialisé sur la gamme moyenne et l'accessibilité. Les cultures d'entreprise trop éloignées seraient l'une des causes de l'échec de cette opération.

- *Les résistances internes* : les employés peuvent ne pas adhérer aux changements liés à une opération de F&A et se montrer réticents, voire quitter l'entreprise, ce qui entraîne des pertes de connaissances et d'expérience. Cela peut donc entraver la réalisation des synergies.
- *Coûts d'intégration élevés* : les coûts liés à la réalisation des synergies doivent être calculés minutieusement. Si ce n'est pas le cas, ou si des coûts imprévus venaient à être nécessaires, alors le bénéfice attendu des synergies est directement réduit.

Enfin, Perdreau fait la distinction entre les synergies réalisées au niveau opérationnel (cycle d'exploitation) et celles réalisées au niveau financier (cycle de financement) (Perdreau, 1998). Les synergies résultant de l'optimisation des ressources, des capacités, des technologies ou encore des compétences complémentaires des entreprises font partie du niveau opérationnel. En revanche, les synergies découlant de la combinaison des ressources financières, de l'accès aux marchés de capitaux ou encore de l'optimisation de la structure du capital entre les entreprises, font partie du niveau financier.

21.2 L'augmentation du pouvoir de marché

Un autre déterminant de la création de valeur lorsqu'il s'agit d'une opération de F&A est l'accroissement du pouvoir de marché. La conquête de part de marché est souvent perçue comme un facteur clé de la création de valeur. Berger et al. mettent en avant la relation positive entre le degré de concentration et le pouvoir de marché pour le secteur bancaire (Berger et al., 1999). Autrement dit, plus une entreprise contrôle de part de marché, plus son pouvoir est important. A l'inverse, Eckbo démontre que les opérations de F&A ont un faible impact sur l'accroissement du pouvoir de marché (Eckbo, 1992). L'étude analyse empiriquement (régressions transversales) le marché canadien et américain. Une des raisons avancées pour expliquer que les opérations de F&A n'ont eu aucun impact sur l'accroissement du pouvoir de marché est la possibilité que les marchés de produits respectifs aient été monopolisés avant la fusion.

21.3 Les primes d'acquisition

Jensen et Ruback identifient que les primes d'acquisition peuvent être un déterminant clé de la création de valeur dans des conditions très spécifiques. En effet, le prix offert par l'acquéreur est généralement supérieur au cours des actions de l'entreprise cible. Cela constitue une prime d'acquisition. Celle-ci va inciter les actionnaires de l'entreprise cible à accepter l'offre et vendre leur action ce qui génère un gain immédiat. Il y a donc une création de valeur à court terme pour les actionnaires de la société cible. (Jensen et Ruback, 1983).

21.4 L'opportunisme managérial

Selon Roll, les dirigeants sont sujets à des biais cognitifs et ont tendance à surévaluer la création de valeur réalisable (Roll, 1986). Pour arriver à cette conclusion, l'auteur se base sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers. Les marchés sont considérés comme efficients si les prix intègrent à tout moment l'ensemble de l'information accessible. Cela sous-entend donc qu'aucune stratégie d'investissement, réorganisation industrielle ou managériale ne peut entraîner des gains supplémentaires. Hayward et Hambrick (1997) se sont également penchés sur la question de l'hubris²⁰ de certains dirigeants. Dans les facteurs explicatifs observables, l'article attire notre attention sur le cours de bourse. On devrait observer une baisse du cours de l'acquéreur en cas de succès de l'opération.

21.5 La théorie d'agence et asymétrie dirigeants-actionnaires

La théorie de l'agence est un concept couvert dans la revue de littérature. Pour rappel, la théorie de l'agence s'intéresse à la séparation des intérêts entre les propriétaires et les gestionnaires de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976). Le but pour une entreprise est d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants de façon à ce que chacun cherche à maximiser la valeur de l'entreprise. C'est pour cela que certains dirigeants se voient rémunérer en partie en fonction de la performance de l'entreprise.

Dans ce cadre, Healy et al. (1992) mettent en avant la rotation importante des dirigeants des cibles non performantes. La baisse de la valeur de ces entreprises non performantes

²⁰ Hubris - L'orgueil managérial est la croyance irréaliste des dirigeants des entreprises soumissionnaires qu'ils peuvent gérer les actifs d'une entreprise cible plus efficacement que la direction actuelle de l'entreprise cible

notamment à cause d'une mauvaise gestion, en font des cibles pour les acquéreurs. En revanche, la théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny, 1988) étudie comment les dirigeants utilisent des investissements spécifiques pour mettre en échec les mécanismes de contrôle. Ces investissements sont définis comme des investissements dont la valeur est liée à la présence des dirigeants dans l'entreprise (expérience personnelle et capacité à établir des contrats implicites plutôt que des contrats explicites).

21.6 L'effet « taille relative »

La taille des entreprises aurait une influence dans la création de valeur. En effet, de nombreux auteurs comme Banz (1981) ou encore Fama et French (1982) affirment que les entreprises de petite taille sont plus susceptibles d'avoir un taux de rendement plus élevé que des entreprises de taille plus importante. Le ratio entre la taille de l'acquéreur et la taille de la cible est donc un paramètre à prendre en compte dans la création de valeur selon ces auteurs. La raison qu'ils avancent est que le marché va anticiper une intégration plus aisée de la cible par l'acquéreur.

Pour finir, il faut faire la distinction entre la création de valeur à court terme et à long terme. La création de valeur à court terme est la création autour de la date d'annonce de l'opération de F&A. En ce qui concerne le long terme, il n'y a pas de durée spécifique. Certaines synergies par exemple, peuvent prendre des années à se réaliser. Cependant, une majorité d'études montre des résultats nuls, voire négatifs pour l'acquéreur à long terme (Hamza, 2007). Les raisons avancées sont nombreuses. Tout d'abord, ces résultats décevants seraient dus à la surestimation des gains d'efficience. Ensuite, les méthodes d'évaluation des rendements attendus ne seraient pas systématiquement adéquates. De plus, le mode de paiement utilisé influencerait les résultats à long terme. Enfin, la surévaluation des actions des acquéreurs servant à financer l'opération influencerait le fait que l'on observe des rendements anormaux pré-acquisition.

22. Hypothèses

Maintenant que le cadre analytique est défini, quelles sont les hypothèses qui en découlent dans le cas de Stellantis ? Grâce au cadre analytique présenté ci-dessus et à la stratégie menée lors de la fusion, nous pouvons émettre des hypothèses spécifiques au cas Stellantis. Sous cet angle, deux hypothèses apparaissent comme pertinentes :

- **H1 : Les synergies industrielles réalisées par Stellantis ont été source de création de valeur.**
- **H2 : La fusion entre PSA et FCA a permis à la nouvelle entité d'accroître son pouvoir de marché en gagnant de nouvelles parts de marché dans le secteur de l'automobile.**

H1 : Les synergies industrielles réalisées par Stellantis ont été source de création de valeur

Cette hypothèse se base sur la littérature qui montre que dans certains cas ces synergies peuvent être surestimées et complexes à réaliser. Dans le cas de Stellantis, cette hypothèse s'imposait comme une évidence dans la mesure où les communiqués de presse du groupe n'ont cessé, depuis 2019, de mentionner les objectifs en termes de synergies entre PSA et FCA. Tout d'abord, le 31 octobre 2019, le projet de fusion entre les deux constructeurs est rendu public dans un communiqué de presse. Les ambitions sont clairement affichées et l'une d'elles porte sur les synergies que la fusion envisage de dégager. Initialement, les synergies annuelles et progressives sont estimées à approximativement 3,7 milliards d'euros, sans fermeture d'usine (Stellantis, 2019). Le coût associé à ces synergies est de 2,8 milliards d'euros et le groupe espère que 80% de ces synergies soient réalisés à la fin de la quatrième année (Stellantis, 2019). Le 14 septembre 2020, un nouveau communiqué annonce la modification des accords et porte les synergies annuelles récurrentes attendues à plus de 5 milliards d'euros pour un coût avoisinant les 4 milliards d'euros (Stellantis, 2020). Ce travail va donc chercher à définir si les synergies annoncées se sont réalisées et si elles sont génératrices de valeur pour les actionnaires.

H2 : La fusion entre PSA et FCA a permis à la nouvelle entité d'accroître son pouvoir de marché en gagnant de nouvelles parts de marché dans le secteur de l'automobile.

Cette hypothèse se base sur la littérature et notamment Berger et al (1999), qui mettent en avant la relation positive entre le degré de concentration et le pouvoir de marché. Comme pour les synergies espérées, le groupe Stellantis n'a jamais caché son désir de devenir un leader dans le secteur automobile. Lors de l'annonce du projet de PSA et FCA de tout mettre en œuvre pour réaliser une fusion par création de nouvelle entreprise, il est question que la nouvelle entité se positionne comme le 4^{ème} plus grand constructeur en termes de ventes (Stellantis, 2019). De plus, la fusion doit permettre de s'imposer sur les marchés où les entreprises sont déjà présentes de par la complémentarité géographique des deux groupes avant fusion. Ce travail va donc chercher à déterminer si la fusion a permis de gagner des parts de marché et d'accroître le pouvoir de marché de Stellantis, comparativement au pouvoir détenu par les deux groupes préalablement.

23. Les différentes méthodes pour mesurer la création de valeur actionnariale

Dans cette partie nous allons aborder les différentes méthodes permettant de mesurer la création de valeur actionnariale. Nous préciserons également la méthode utilisée dans ce travail. Robert Bruner fait état de quatre méthodes distinctes : l'étude des événements, l'approche comptable, l'enquête faite auprès des dirigeants et le cas clinique (Bruner, 2001).

23.1 L'étude des événements

L'étude des événements se concentre sur la création de valeur actionnariale à court terme. En effet, ce type d'approche étudie les rendements anormaux relatifs aux annonces faites autour des transactions. Les rendements anormaux sont perçus comme une mesure de l'impact de l'événement sur la valeur de l'entreprise (Fama et al., 1969). Cette méthode s'utilise donc autour de la date d'annonce de l'opération, dans une fenêtre d'observation. Cette fenêtre est décidée en fonction de la période nécessaire à l'estimation des paramètres. Grâce à cette approche on pourra estimer une rentabilité théorique.

23.2 L'approche comptable

Cette approche se base principalement sur l'observation des résultats comptables. L'attention est portée sur des mesures comme : le ROE (rendement des capitaux propres),

ROA (rendement de l'actif), EPS (bénéfice par action), ou encore les liquidités disponibles. Afin de déterminer si l'opération de F&A a généré de la valeur pour les actionnaires, il convient, comme pour l'approche des événements, de définir une période d'observation. Il faut comparer les différents indicateurs comptables avant et après l'opération. La comparaison permet d'observer s'il y a eu une amélioration des performances comptables ou non. De plus, Bruner ajoute qu'il est intéressant de comparer les résultats comptables après F&A avec ceux des concurrents pour les mettre en perspective.

23.3 L'enquête auprès des dirigeants

Cette méthode se construit autour d'entretiens avec les dirigeants. Au contraire des deux méthodes mentionnées ci-dessus, il s'agit d'une approche qualitative et non quantitative. Comme pour le travail de Agbodjo et Martinez (2012), les entretiens réalisés ont pour vocation de rapprocher l'étude de la réalité pratique. Selon Bruner, cette méthode montre uniquement le point de vue des dirigeants, qu'ils soient actionnaires ou non. De plus, dans le cadre de la création de valeur actionnariale, les dirigeants interrogés auraient peut-être une conception de la création de valeur qui ne serait pas orientée sur la création de valeur économique (Bruner, 2001) (cfr Annexe 1).

23.4 La recherche clinique

Cette approche est utilisée pour mettre en évidence des mécanismes sous-jacents à la création de valeur propre à une entreprise. Cette méthode est selon Guallino plus propice à la modélisation de phénomènes sociaux (Guallino, 2007). On peut par exemple penser aux questions de culture d'entreprise dans les opérations de F&A. Pour reprendre l'exemple de Chrysler et Daimler, ces questions ne doivent pas être laissées au hasard, sous peine d'obtenir des résultats désastreux.

24. Choix de la méthode

Ce travail utilisera l'approche comptable au regard des deux hypothèses, pour déterminer s'il y a eu ou non, création de valeur actionnariale dans le cas de Stellantis. Cette méthode est la plus appropriée au regard des informations disponibles et des hypothèses à vérifier. La période d'observation sera de six ans, soit trois ans avant la fusion, trois ans après la fusion. Autrement dit, l'analyse portera sur les états financiers de PSA et FCA entre 2017 et 2019 et du groupe Stellantis entre 2020 et 2022. Cette période d'observation a été préalablement

discutée et validée avec Mr Nsabimana, mais reste courte. La durée d'observation fera donc partie des limites de ce travail. Bien que la période puisse paraître courte au premier abord, elle reste pertinente puisque les ambitions de Stellantis sont de réaliser 80% des synergies d'ici la quatrième année après la fusion. La période d'observation nous permet donc d'observer les avancées en la matière. Dans le cadre de l'analyse par la méthode comptable, ce travail fournira également une comparaison des résultats financiers obtenus entre Stellantis et ses concurrents, comme suggéré par Bruner (2001).

25. Les outils d'analyse

Dans le cadre de l'analyse comptable, de nombreux indicateurs financiers existent. Ils ne sont cependant pas tous pertinents dans le cas de Stellantis et au vu des hypothèses émises. Cette partie va donc se concentrer sur la présentation des différents indicateurs sélectionnés et la justification du choix de ces derniers.

Afin de déterminer de la pertinence des indicateurs relatifs au secteur automobile, nous nous sommes basés sur l'article de Agbodjo et Martinez (2012), qui détermine les indicateurs les plus pertinents par secteur d'activité (cfr Annexe 8). Le secteur automobile ne faisant pas partie des choix, nous nous sommes basés sur le secteur se rapprochant le plus à savoir « Biens de consommation »²¹. Les indicateurs comptables identifiés comme étant les plus pertinents sont les suivants : ROE, ROA, BPA et EBITDA.

25.1 ROE

Le ROE (Return on Equity) est appelé retour sur fond propre en français. Cet indicateur se calcule en divisant le bénéfice net généré par une année donnée par le total des fonds propres de cette même année. Cela permet donc d'analyser le rendement des capitaux investis par les actionnaires.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$$

²¹ Il faut noter que c'est le secteur qui s'en rapproche le plus dans la mesure où une voiture est un bien de consommation si elle est acquise par un ménage dans un but non professionnel. Les ventes de PSA, FCA et donc Stellantis sont en grande majorité composées d'achat non professionnel.

25.2 ROA

Le ROA (Return on Assets) est appelé rentabilité des actifs en français. Cet indicateur se calcule en divisant le bénéfice net généré par une année donnée par le total des actifs de cette même année. Cela permet d'évaluer la rentabilité que l'entreprise est capable de générer avec les ressources dont elle dispose. C'est la différence majeure avec le ROE, qui utilise la dette comme levier, pour générer un rendement.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Total de l'actif}}$$

25.3 BPA

« BPA » désigne le bénéfice par action. Cet indicateur s'obtient en divisant le bénéfice net auquel on soustrait les dividendes sur actions privilégiées, par le nombre d'actions en circulation. Le BPA correspond donc à la valeur générée pour une action par l'entreprise. L'entreprise, même en bonne santé financière, peut décider de ne pas augmenter ou ne pas verser son BPA. Cela est le cas lorsque l'entreprise est dans une stratégie de réinvestissement en vue de générer un gain futur

$$\text{BPA} = \frac{(\text{Bénéfice net} - \text{dividendes prioritaires})}{\text{Nombre d'actions}}$$

25.4 EBITDA

« EBITDA » (Earnings before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization) se traduit : Bénéfice avant Intérêts, Impôts, Dépréciations et Amortissements en français. Cet indicateur se calcule de deux manières :

-
1. *Chiffre d'affaires – achats et charges externes – charges de personnel – autres charges*
 2. *Résultat net comptable + charges financières + impôts et taxes + datations aux amortissements et provisions*
-

Cet indicateur permet de déterminer le bénéfice généré par le cycle d'exploitation de l'entreprise, indépendamment des autres charges

Nous nous sommes permis de rajouter, en plus des indicateurs identifiés comme pertinents par l'article, la marge brute et nette. Nous pensons que ces indicateurs sont primordiaux pour déterminer la rentabilité d'une entreprise et plus particulièrement dans le secteur de l'automobile. En effet, l'augmentation de la marge nette fait partie des objectifs de la fusion.

25.5 Marge brute

La marge brute se calcule en divisant l'EBIT par le chiffre d'affaires. L'EBIT s'obtient en enlevant les dépréciations et amortissements de l'EBITDA évoqué précédemment. Cet indicateur évalue la capacité de l'entreprise à dégager un rendement positif avec ces activités commercial.

$$\text{Marge brute} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

25.6 Marge nette

La marge nette se calcule en divisant le bénéfice net par le chiffre d'affaires. Cet indicateur indique la rentabilité de l'entreprise en prenant en compte tous les coûts.

$$\text{Marge nette} = \frac{\text{Bénéfice net}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

26. Analyse – Hypothèse 1

H1 : Les synergies industrielles réalisées par Stellantis ont été source de création de valeur

Avant de commencer à analyser les différents indicateurs financiers relatifs à l'hypothèse 1, il convient de restructurer les informations comptables publiées dans les rapports annuels des différents groupes (PSA, FCA et Stellantis) (cfr Annexe 9 à 18) Pour ce faire, nous avons créé un tableau partant du chiffre d'affaires jusqu'aux bénéfices nets. La méthode suivie pour arriver à cela est la suivante :

- Soustraire les coûts de produits vendus du chiffre d'affaires pour obtenir le bénéfice brut.
- Soustraire l'ensemble des charges d'exploitation du bénéfice brut pour obtenir l'EBITDA. La charge d'exploitation totale est constituée de la somme des coûts repris au-dessus dans le tableau. Les charges générales sont présentées sans les amortissements et dépréciations
- Soustraire les amortissements et dépréciations de l'EBITDA pour obtenir l'EBIT. C'est la raison pour laquelle nous les avons retirés des charges générales comme présentées dans les rapports annuels sinon cela reviendrait à comptabiliser ces paramètres deux fois.
- Soustraire les charges d'intérêt et les charges fiscales, ainsi que les autres coûts spécifiques à chaque entreprise, afin d'obtenir le bénéfice net.

Cette façon de présenter les informations comptables permet d'une part d'observer directement les différences entre les années sélectionnées et d'autre part de directement voir un grand nombre d'indicateurs que nous allons détailler ci-dessous. Dans un premier temps, ce travail analyse de la même façon les groupes PSA et FCA. Dans un second temps, il reprend les indicateurs observés pour les comparer avec ceux de Stellantis, une fois la fusion réalisée.

26.1 PSA

Nous allons commencer par analyser les indicateurs du groupe PSA entre 2017 et 2019. Pour ce faire, nous suivrons les indicateurs proposés dans ce tableau, en commençant par le chiffre d'affaires.

26.1.1 Compte de résultat

€ en millions	2019	2018	2017
Chiffres d'affaires	74 731	74 027	62 256
Coût des marchandises vendues	(59 083)	(59 233)	(49 872)
Bénéfice brut	15 648	14 794	12 384
Charges générales	(2 755)	(3 628)	(3 499)
Coûts en R&D	(2 852)	(2 482)	(2 153)
Coûts de restructuration	(1 531)	(1 051)	(951)
Impairment des Unités Génératrice de Trésorerie (UGT)	(283)	(299)	(96)
Autres charges d'exploitation	158	61	143
Charges d'exploitations totale	(7 263)	(7 399)	(6 556)
EBITDA	8 385	7 395	5 828
Dépréciations et amortissements	(3 717)	(2 995)	(2 754)
EBIT	4 668	4 400	3 074
Charges d'intérêts	(344)	(446)	(238)
Quote-part du bénéfice/(perte) des entreprises mises en équivalence	(24)	(44)	217
Charges fiscales	(716)	(615)	(699)
Bénéfice/(perte) des activités abandonnées, net d'impôt	0	0	(7)
Bénéfices nets	3 584	3 295	2 347

Réalisé à partir des rapports annuels de PSA (cfr Annexe13 à 15)

Tout d'abord, intéressons-nous au chiffre d'affaires. Nous observons que celui-ci connaît une augmentation significative entre 2017 et 2018, de l'ordre de 19%. En revanche, on observe une stagnation du chiffre d'affaires entre 2018 et 2019. Les coûts de produits vendus suivent logiquement la même tendance que le chiffre d'affaires.

Ensuite, on observe que l'EBITDA croît fortement entre 2017 et 2019, passant d'un peu moins de 6 milliards d'euros à plus de 8 milliards d'euros. Cela n'a rien de surprenant puisque le bénéfice brut a augmenté au fil des années. Cependant, il est intéressant de remarquer que les charges générales ²² (appelées en anglais Selling, General and Administrative Expenses) diminuent fortement entre 2018 et 2019. Cela pourrait être lié à l'opération de fusion qui commence en 2019 et donc le groupe PSA aurait commencé à diminuer ses coûts de fonctionnement pour allouer ces ressources différemment. Cette hypothèse se précise si l'on regarde les coûts de restructuration qui bondissent de 50% en

²² Ce sont les coûts nécessaires pour faire fonctionner l'entreprise qui ne sont pas liés à la production des biens ou des services.

1 an, passant de 1 milliard d'euros à 1,5 milliards. Cette augmentation est probablement liée au projet de fusion. Il est intéressant de voir que les dépenses en recherche et développement continuent d'augmenter, même pour l'année 2019. Cela nous laisse entendre que l'innovation est un facteur clé dans le secteur de l'automobile. L'EBITDA est positif sur les trois ans observés ce qui signifie que l'entreprise est rentable et que la production lui permet de s'enrichir. Cela ne veut pas dire que l'entreprise est bénéficiaire.

L'EBIT, au même titre que l'EBITDA, augmente sur la période d'observation mais plus fortement. On observe une croissance de 50% en trois ans. L'EBIT est le résultat d'exploitation. Dans ce cas, il montre que PSA est capable d'absorber toutes les charges opérationnelles et de dégager un résultat positif.

Enfin, le bénéfice net est lui aussi en augmentation significative sur trois ans. On constate une croissance de 53% entre 2017 et 2019. A partir de ces quelques indicateurs, nous pouvons constater que le groupe PSA se porte bien puisqu'il parvient être bénéficiaire avec une croissance importante de son bénéfice. Cela nous donne seulement un aperçu et ne suffit pas à analyser les résultats.

26.1.2 ROE

€ en millions	Dec-2019	Dec-2018	Dec-2017
Bénéfices nets	3 584	3 295	2 347
Fonds Propres	21 801	19 594	16 706
ROE	16%	17%	14%

Pour rappel, le ROE désigne la rentabilité des capitaux propres. Autrement dit, la rentabilité que l'entreprise arrive à dégager à partir des investissements des actionnaires. Ce ratio connaît une augmentation entre 2017 et 2018 dans le cas du groupe PSA. Il n'y aura aucun progrès entre 2018 et 2019 alors que comme nous l'avons vu le bénéfice net est en croissance. Cela est dû au fait que les fonds propres ont augmenté de façon plus importante que les bénéfices nets. Cela signifie donc que la rentabilité du point de vue des actionnaires a diminué de 1%.

26.1.3 ROA

€ en millions	Dec-2019	Dec-2018	Dec-2017
Bénéfices nets	3 584	3 295	2 347
Total des actifs	69 766	61 952	57 915
ROA	5%	5%	4%

Il est intéressant d'observer le ROA et le ROE. En effet, à la différence du ROE, le ROA ne prend pas en compte les dettes. Cela fait une différence majeure lorsque l'on sait que la dette est un levier financier majeur. Le ROA permet donc d'observer l'efficacité de l'entreprise à utiliser ses actifs. Dans le cas de PSA on observe que cette rentabilité n'excède pas les 5%. Pour Mathieu Martin, le seuil raisonnable pour dégager des profits sur base des actifs est de 5% (Martin, 2015). Sur base de cette information, le ROA de PSA sur la période d'observation n'est donc pas optimal.

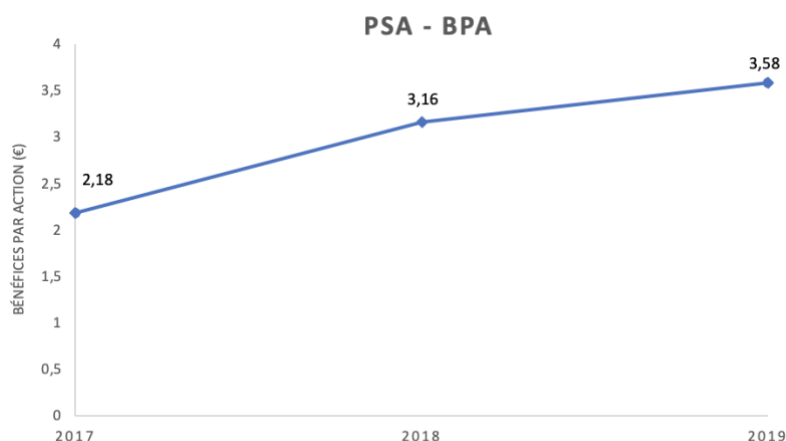
26.1.4 Marge brute et marge nette

€ en millions	Dec-2019	Dec-2018	Dec-2017
Chiffre d'affaire	74 731	74 027	62 256
EBIT	4 668	4 400	3 074
Bénéfices nets	3 584	3 295	2 347
Marge brute	6%	6%	5%
Marge nette	5%	4%	4%

La marge nette est un indicateur clé dans l'évaluation de la santé et de la rentabilité d'une entreprise. On observe que pour la période observée elle oscille entre 4% et 5%. Nous avons inclus la marge brute, car il nous semblait intéressant d'observer si la seule activité commerciale de l'entreprise lui permet d'être rentable. Il se trouve que c'est le cas.

26.1.5 Bénéfices par action

Enfin, le dernier indicateur financier est le bénéfice par action (BPA). Cet indicateur est particulièrement apprécié des actionnaires puisqu'il indique la quantité d'argent générée pour chacune des actions de l'entreprise.



On observe que le BPA ne cesse d'augmenter au cours des 3 années pour arriver à une valeur de 3,58€ en 2019.

26.2 FCA

Maintenant nous allons procéder à la même analyse sur la même période mais pour le groupe FCA.

26.2.1 Compte de résultat

€ en millions	2019	2018	2017
Chiffres d'affaires	108 187	110 412	105 730
Coût des marchandises vendues	(93 164)	(95 011)	(89 710)
Bénéfice brut	15 023	15 401	16 020
Charges générales	(1 010)	(1 811)	(1 703)
Coûts en R&D	(3 612)	(3 051)	(2 903)
Coûts de restructuration	(154)	(103)	(86)
Annulation d'une dette fiscale indirecte brésilienne	0	0	895
Bénéfice/(perte) sur la cession d'un investissement	15	0	76
Charges d'exploitations totale	(4 761)	(4 965)	(3 721)
EBITDA	10 262	10 436	12 299
Dépréciations et amortissements	(5 445)	(5 507)	(5 474)
EBIT	4 817	4 929	6 825
Charges d'intérêts	(1 005)	(1 056)	(1 345)
Quote-part du bénéfice/(perte) des entreprises mises en équivalence	209	235	399
Charges fiscales	(1 321)	(778)	(2 588)
Bénéfice/(perte) des activités abandonnées, net d'impôt	3 930	302	219
Bénéfices nets	6 630	3 632	3 510

Réalisé à partir des rapports annuels de FCA (cfr Annexe 16 à 19)

En ce qui concerne le chiffre d'affaires du groupe FCA entre 2017 et 2019, celui-ci est globalement stable. Les coûts des produits vendus suivent la même tendance, passant d'un peu moins de 90 milliards d'euros en 2017 à 93 milliards d'euros en 2019.

L'EBITDA diminue de 2 milliards d'euros en trois ans, pour cause d'augmentation des dépenses en R&D et la diminution du bénéfice brut. Les dépréciations et amortissements étant stables sur la période observée, l'EBIT chute également de 2 milliards d'euros.

Cependant, il est intéressant d'observer que malgré un bénéfice brut, un EBITDA et EBIT en baisse, le bénéfice net augmente. Entre 2018 et 2019, il bondit de près de 3 milliards d'euros. Cela s'explique par le bénéfice des activités abandonnées de près de 4 milliards en 2019. Il s'agit en fait de vente de sa filiale Magneti Marelli²³ au profit du japonais Calsonic Kansei.

26.2.2 ROE

€ en millions	Dec-2019	Dec-2018	Dec-2017
Bénéfices nets	6 630	3 632	3 510
Fonds Propres	28 675	24 903	20 987
ROE	23%	15%	17%

On observe que le ROE est en baisse entre 2017 et 2018. Cependant, comme pour le bénéfice net, il bondit entre 2018 et 2019, passant de 15% à 23%. Cela n'a rien de surprenant dans la mesure où le bénéfice net est un des déterminants du ROE. La raison de l'augmentation est par conséquent la même que pour le bénéfice net, la vente d'une filiale du groupe.

26.2.3 ROA

€ en millions	Dec-2019	Dec-2018	Dec-2017
Bénéfices nets	6 630	3 632	3 510
Total des actifs	98 044	96 873	96 299
ROA	7%	4%	4%

Comme pour le groupe PSA, sur base du seuil donné par Martin (2015), le rendement par rapport à l'actifs est trop faible pour considérer que les ressources sont utilisées de façon optimale. De plus, le ROA de l'année 2019 est biaisé par la vente d'une filiale, ayant eu un

²³ Magneti Marelli est une filiale du groupe FCA, spécialisée dans la fabrication d'alternateurs et de batteries.

impact significatif sur le bénéfice net. Le caractère non-récurrent (ou exceptionnel) de cette rentrée d'argent ne peut être considéré comme lié à une création de valeur sur le long terme pour les actionnaires.

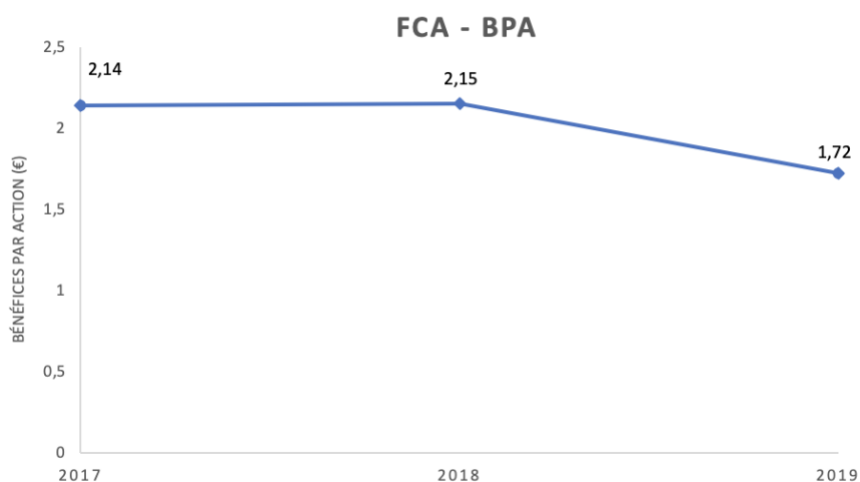
26.2.4 Marge brute et marge nette

€ en millions	Dec-2019	Dec-2018	Dec-2017
Chiffre d'affaire	108 187	110 412	105 730
EBIT	4 817	4 929	6 825
Bénéfices nets	6 630	3 632	3 510
Marge brute	4%	4%	6%
Marge nette	6%	3%	3%

La marge brute et la marge nette de FCA sont globalement faibles sur la période observée. Nous observons que la marge nette est supérieure à la marge brute pour 2019, ce qui est surprenant. Comme évoqué précédemment, cela est dû à la vente d'une filiale du groupe.

26.2.5 Bénéfices par action

Comme pour PSA, le BPA est un indicateur clé pour les actionnaires. On observe que celui-ci chute entre 2017 et 2019, passant de 2,14€ à 1,72€. Dans certains cas, la diminution du BPA peut être liée à une stratégie de réinvestissement de l'entreprise dans le but de générer des gains futurs. Pour FCA, et au vu des indicateurs précédents, ce n'est pas le cas. Le BPA de FCA donne donc une indication quant à la perte de vitesse de l'entreprise en termes de performance.



26.3 Stellantis

Enfin, observons les indicateurs financiers de la nouvelle entité issue de la fusion entre PSA et FCA. La période d'observation est de 3 ans, entre 2020 et 2022.

26.3.1 Compte de résultat

€ en millions	2022	2021	2020*
Chiffres d'affaires	179 592	149 419	47 656
Coût des marchandises vendues	(144 327)	(119 943)	(38 250)
Bénéfice brut	35 265	29 476	9 406
Charges générales	(2 184)	(3 259)	(1 585)
Coûts en R&D	(5 200)	(4 487)	(2 231)
Bénéfice/(perte) sur la cession d'un investissement	72	(35)	174
Coûts de restructuration	(1 144)	(698)	(416)
Charges d'exploitation totales	(8 456)	(8 479)	(4 058)
EBITDA	26 809	20 997	5 348
Dépréciations et amortissements	(6 797)	(5 871)	(2 338)
EBIT	20 012	15 126	3 010
Charges d'intérêts	(768)	(734)	(94)
Quote-part du bénéfice/(perte) des entreprises mises en équivalence	264	737	(74)
Charges fiscales	(2 729)	(1 911)	(504)
Bénéfice/(perte) des activités abandonnées, net d'impôt	0	990	(315)
Bénéfices nets	16 779	14 208	2 023

* Exercice comptable à partir de juillet 2020, date de création du groupe Stellantis.

Réalisé à partir des rapports annuels de Stellantis (cfr Annexe 9 à 12)

Pour rappel, la nouvelle entité Stellantis est officiellement créée en juillet 2020. C'est pour cela que l'on observe des écarts importants au niveau des indicateurs financiers entre 2020 et 2021. L'année 2020 représente uniquement les résultats de Stellantis à partir de juillet alors que 2021 et 2022 présentent les résultats sur l'année complète. Néanmoins, cela permet d'analyser si la mise en place de la fusion a été rapide.

En ce qui concerne le chiffre d'affaires, celui-ci est multiplié par 3 entre 2020 et 2021. Cela laisse penser que l'intégration globale s'est faite rapidement. De même, le bénéfice brut est multiplié par 4 en 3 ans. Comme mentionné précédemment, cela donne une idée de la vitesse de mise en place après la fusion, mais n'est pas pertinent puisque 2020 n'est en réalité qu'une demi-année. De ce fait, pour l'observation de l'évolution du chiffre d'affaires et du bénéfice brut, nous nous concentrerons sur la croissance entre 2021 et 2022. Celle-ci est de 20% pour le bénéfice brut et le chiffre d'affaires.

Pour ce qui est de l'EBITDA, il augmente de plus de 25% entre 2021 et 2022. On peut observer des variations dans les différents coûts qui pourraient être associés à la fusion. Par exemple, la diminution des charges générales de l'ordre de plus d'un milliard d'euros en 2021 et 2022 qui pourrait être une conséquence directe des synergies. De même, les coûts de restructuration augmentent depuis 2020. En 2022, ils sont de 1,14 milliards d'euros, ce qui est lié à l'intégration nécessaire à la réalisation totale de la fusion. Les coûts en R&D atteignent 5,2 milliards en 2022, soit toujours moins que la somme des coûts de PSA et FCA en 2019 (6,4 milliards d'euros). L'EBIT suit la même tendance que l'EBITDA sur la période, avec des résultats en augmentation de plus de 30% sur un an. Enfin, le bénéfice net atteint un peu moins de 17 milliards d'euros en 2022, soit 7 milliards de plus qu'en 2019 pour PSA et FCA combinés. Cela laisse penser que la fusion est déjà très profitable, après seulement 2 ans et demi d'existence.

26.3.2 Cash

Intéressons-nous à l'évolution des liquidités à la suite de la fusion. Nous pouvons constater que les liquidités disponibles pour l'année 2022 sont de 46 milliards d'euros (cfr Annexe 11). En 2021, ce chiffre était de 49,6 milliards d'euros, soit plus que PSA et FCA combinés avant la fusion, avec 32,8 milliards d'euros (cfr Annexe 15 et 19). Il y a donc une création de valeur à court terme immédiate pour les actionnaires qui pourrait être expliquée, mais pas seulement, par la réalisation des synergies. De plus, il est intéressant d'observer que pour l'année 2022, la variation du fonds de roulement (BFR) est négative à hauteur de 4,5 milliards d'euros (cfr Annexe 11) Une variation en fonds de roulement négative signifie que non seulement l'entreprise s'autofinance mais en plus elle dispose d'un excédent qui va directement dans sa trésorerie nette. Ce montant surprenant est notamment expliqué par une augmentation de 5,6 milliards d'euros des stocks, en raison de l'augmentation des coûts des matières premières et des composants.

26.3.3 ROE

€ en millions	Dec-2022	Dec-2021	Dec-2022
Bénéfices nets	16 779	14 208	2 023
Fonds Propres	72 382	56 307	23 873
ROE	23%	25%	8%

Le ROE observé pour Stellantis est également largement supérieur à ceux proposés par PSA et FCA avant la fusion. Cela souligne une création de valeur.

26.3.4 ROA

€ en millions	Dec-2022	Dec-2021	Dec-2022
Bénéfices nets	16 779	14 208	2 023
Total des actifs	186 156	171 766	99 730
ROA	9%	8%	2%

On observe que le groupe Stellantis a rapidement su tirer profit de la combinaison de ressources disponibles et dégager un ROA supérieur au seuil de 5% dès l'année suivant l'annonce de la création du groupe. De plus, le ROA augmente de 1% entre 2021 et 2022. Si l'on se penche sur le total des actifs, on observe un montant de 171 milliards d'euros pour l'année 2021, soit 4 milliards de plus que PSA et FCA avant la fusion. Le total de l'actif augmente de 15 milliards d'euros entre 2021 et 2022. PSA avait déjà un total d'actifs en croissance avant la fusion, mais ce n'était pas le cas de FCA. Cela est donc positif pour ces actionnaires.

26.3.5 Marge brute et marge nette

€ en millions	Dec-2022	Dec-2021	Dec-2022
Chiffre d'affaire	179 592	149 419	47 656
EBIT	20 012	15 126	3 010
Bénéfices nets	16 779	14 208	2 023
Marge brute	11%	10%	6%
Marge nette	9%	10%	4%

On peut observer que les marges brute et nette de la nouvelle entité sont nettement supérieures à celles de PSA et FCA précédemment. Pour mettre ces chiffres en perspective, en 2021, la marge nette de l'ensemble du secteur automobile était de 6% (Coface, 2022). De plus, ces indicateurs seront mis en perspective par rapport à ceux des principaux concurrents par la suite.

26.3.6 Comparaison avec les acteurs du secteur automobile

Nous avons choisi de mettre en perspective les marges réalisées par Stellantis avec celles de ses compétiteurs pour l'année 2022. Le critère de comparaison n'a pas été sélectionné au hasard puisque la marge nette est un facteur déterminant dans la rentabilité de l'entreprise.

De plus, lors du premier communiqué de presse en 2019, le groupe Stellantis annonçait être en mesure de réaliser des marges parmi les plus élevées du secteur. C'est ce que le tableau ci-dessous nous permet de vérifier

Comparaison des marges entre constructeurs pour l'année 2022

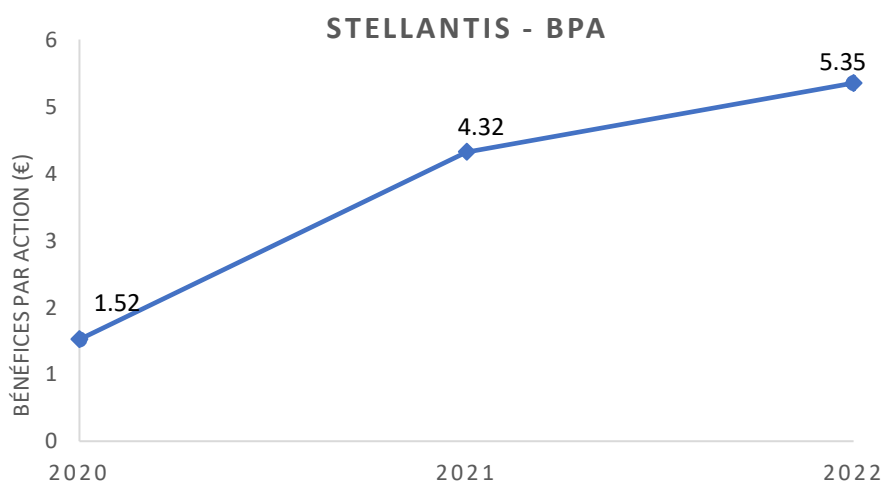
Indicateurs	Stellantis	Ford	Toyota	Tesla	General Motors	Renault	Volkswagen
Marge brute	11,14%	4,31%	5,09%	12,97%	6,64%	6,88%	7%
Marge nette	9,34%	2,44%	0%	13,46%	6,05%	5,99%	4,39%

Source : Indicateurs pour Stellantis provenant des calculs précédent — YahooFinance pour les autres.

Nous observons directement que l'objectif que s'était fixé Stellantis est atteint deux ans après la réalisation de la fusion. En effet, avec une marge nette de 9,34%, le groupe est seulement devancé par le constructeur américain de voitures électriques Tesla. On constate que tous les autres constructeurs vendant plus de 3 millions de véhicules par an (cfr tableau, p17), affichent des marges nettement inférieures à Stellantis. Le pari est donc réussi sur ce point.

26.3.7 Bénéfices par action

Le bénéfice par action de la nouvelle entité est supérieur à ceux de PSA et FCA dès 2021, montrant ainsi une création de valeur immédiate pour les actionnaires. De plus, on observe que le BPA augmente significativement entre 2021 et 2022, passant de 4,32€ à 5,35€. Cette observation n'a rien d'étonnant au regard des autres indicateurs, et témoigne de la performance croissante du groupe Stellantis.



27. Conclusion sur les synergies

Le groupe Stellantis avait des objectifs ambitieux en matière de synergie. Pour rappel, le groupe avait d'abord annoncé vouloir réaliser des synergies récurrentes annuelles de l'ordre de 3,7 milliards d'euros pour un coût de 2,8 milliards d'euros. La période de réalisation était donné pour 4 ans après la réalisation de la fusion (2024) pour 80% des synergies totales. Par après, Stellantis a annoncé la modification de ces objectifs en matière de synergie pour les porter à 5 milliards d'euros pour un coût estimé de 4 milliards d'euros.

A la suite des résultats de l'année 2021, Stellantis avait annoncé que les synergies déjà mises en place avaient rapporté 3,2 milliards d'euros de cash net (Stellantis, 2022). L'année suivante, le groupe annonce 7,1 milliards d'euros de cash net liés aux synergies, avec plus de deux ans d'avance sur l'objectif de 5 milliards d'euros par an. Le groupe a donc dépassé ses attentes en termes de synergie et avec de l'avance.

Bien que la réalisation des synergies soit un succès, il est impossible sur base de l'information publiquement disponible, de déterminer avec précision l'impact des synergies sur le bilan de Stellantis, si ce n'est l'apport en cash. Néanmoins, quelques suppositions à ce sujet semblent réalistes, comme la réduction des charges générales. Les analyses conduites montrent une création de valeur pour les actionnaires indéniable à la suite de la fusion. Le tableau-ci-dessous reprend les principaux indicateurs financiers étudiés.

Stellantis			
€ en millions	Dec-2022	Dec-2021	Dec-2020
ROE	23%	25%	8%
ROA	9%	8%	2%
Marge brute	11%	10%	6%
Marge nette	9%	10%	4%
Bénéfice par action (BPA)	5,35	4,32	1,52

Sur base des analyses faites et des informations disponibles, nous ne rejetons pas l'hypothèse 1.

28. Analyse – Hypothèse 2

H2 : La fusion entre PSA et FCA a permis à la nouvelle entité d'accroître son pouvoir de marché en gagnant de nouvelles parts de marché dans le secteur de l'automobile.

Comme pour l'hypothèse 1, avant de commencer l'analyse pure, il convient de traiter les données disponibles. Dans le cas de l'hypothèse 2, il faut parvenir à observer les changements en part de marché, à travers le monde. Pour ce faire, nous avons rassemblé toutes les informations relatives aux parts de marché des différents groupes (PSA, FCA et Stellantis) en un tableau unique, afin de faciliter la compréhension. Nous avons opéré une classification en fonction des régions géographiques. Les informations reprises dans ce tableau proviennent des rapports annuels de chaque entreprise, accessible à partir de la bibliographie, afin de ne pas surcharger les annexes. Nous avons décidé de prendre l'année avant la fusion comme année de référence en termes de part de marché, mais l'analyse prendra compte de la totalité de la période observée. A noter que les données ne sont pas accessibles pour toutes les régions, car l'activité étant trop faible, la part de marché associée tend vers 0%. Dans le cas de PSA, cela se vérifie d'autant plus que le groupe ne rapporte uniquement que ses résultats européens. Cela n'a rien d'étonnant dans la mesure où le groupe PSA vend essentiellement en Europe. Le groupe ne donne pas de détails de la répartition de ses ventes. L'information seule qui nous a confortés dans l'idée que les ventes hors Europe représentaient des revenus minimes pour le constructeur français se trouve dans le rapport annuel de 2018. On y apprend que les ventes totales de véhicules pour l'année sont de 3 870 000 véhicules et que les ventes pour l'Amérique du Sud représentent 55 000 véhicules. Cela représente 1,4% des ventes. Cependant, bien qu'aillant des intuitions sur les parts de marchés de PSA au Moyen-Orient & Afrique et en Amérique du Sud, le groupe ne publie pas les parts de marchés relatives à ces zones géographiques entre 2017 et 2019. Nous ne pourrions donc pas effectuer de comparaison. Cela n'empêche pas de s'intéresser aux zones géographiques les plus importantes (en termes de revenus), à savoir l'Europe et l'Amérique du Nord.

Evolution des parts de marché avant-après fusion

Entreprises	Marchés stratégiques	Années et parts de marché (en %)					
		Avant fusion			Après fusion		
		2017	2018	2019*	2020	2021	2022
FCA	Amérique du Nord	11.4	12	12	-	-	-
	Europe	7.20	7.1	6.4	-	-	-
	Moyen-Orient & Afrique**	-	-	-	-	-	-
	Amérique du Sud	12.4	12.8	13.9	-	-	-
	Chine et Inde & Asie-Pacifique	0.8	0.7	0.5	-	-	-
PSA***	Amérique du Nord	-	-	-	-	-	-
	Europe	11.10	17.1	16.8	-	-	-
	Moyen-Orient & Afrique	-	-	-	-	-	-
	Amérique du Sud	-	-	-	-	-	-
	Chine et Inde & Asie-Pacifique	-	-	-	-	-	-
Stellantis	Amérique du Nord	-	-	-	11.8	11.1	10.7
	Europe	-	-	-	19.2	19.3	18.3
	Moyen-Orient & Afrique	-	-	-	12	11.8	13.6
	Amérique du Sud	-	-	-	19	22.9	23.2
	Chine et Inde & Asie-Pacifique	-	-	-	0.5	0.6	0.5
TOTAL	Amérique du Nord	11.4	12	12	11.8	11.1	10.7
	Europe	18.30	24.2	23.2	19.2	19.3	18.3
	Moyen-Orient & Afrique	-	-	-	12	11.8	13.6
	Amérique du Sud	12.4	12.8	13.9	19	22.9	23.2
	Chine et Inde & Asie-Pacifique	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5

* Année de référence.

** Part de marché non incluse car la présence de l'entreprise est inférieure à 1 %.

*** Informations non disponible publiquement hors Europe.

— Evolution négative de la part de marché post fusion.

— Evolution positive de la part de marché post fusion.

— Evolution stable ou pas de comparaison possible.

28.1 Amérique du Nord

Nous observons que les parts de marchés entre 2020 et 2022 ont baissé dans cette partie du monde. En effet, on constate que l'année de réalisation de la fusion, la part de marché de Stellantis en Amérique du Nord est juste inférieure à 12%, soit une part de marché similaire à celle de l'année de référence. En revanche, la part de marché du groupe Stellantis dans cette zone géographique ne cesse de diminuer depuis la fusion. En 2019, celle-ci atteint 10,7%, soit la part de marché la plus faible de la période d'observation.

28.2 Europe

L'Europe est le marché principal pour PSA, qui occupait 16,8% de celui-ci avant la fusion. FCA n'avait alors que 6,4% de part de marché, avec une tendance à la baisse entre 2017 et 2019.

Il est intéressant de noter que la part de marché du groupe PSA en Europe bondit entre 2017 et 2018, gagnant 6%. Cela s'explique par le rachat des constructeurs Opel et Vauxhall en 2017 (Dèbes, 2017).

Au vue des premières observations, la fusion entre les deux entreprises n'a pas permis de gagner de part de marché en Europe, au contraire. On constate que la part de marché du groupe est « seulement » de 18,3%, contre une part de marché théorique de 23,2% en 2019.

28.3 Moyen-Orient & Afrique

En ce qui concerne cette zone géographique, les informations publiquement disponibles ne nous permettent d'établir les parts de marché entre 2017 et 2019 pour le groupe PSA. Le groupe FCA informe qu'il ne mentionne pas ces chiffres car les parts de marchés sont inférieures à 1%. Cependant, nous pouvons constater que le groupe Stellantis a une part de marché significative dans cette zone géographique. Celle-ci est en progression, passant de 12% à 13,6% en 3 ans.

28.4 Amérique du Sud

Comme pour le Moyen-Orient, PSA ne rend pas public les informations relatives à ses parts de marché. Cependant, cette zone géographique est importante pour le groupe FCA qui a réussi à capter des parts de marché au fil des années, comme abordé dans la partie concernant l'histoire du groupe FCA. Dans la mesure où certaines données ne sont pas disponibles, nous ne pouvons pas effectuer de comparaison. En revanche, nous pouvons observer une augmentation des parts de marché du groupe Stellantis entre 2020 et 2022. C'est à l'heure actuelle, la zone géographique où le groupe Stellantis a su capturer le plus de part de marché avec 23,2%.

28.5 Chine, Inde & Asie-Pacifique

Que ce soit PSA, FCA ou Stellantis après la fusion, il s'agit d'une zone géographique où les parts de marchés sont infimes, à savoir moins de 1%. L'enjeu est de voir si dans les prochaines années, la fusion aura permis de s'étendre sur ce marché important.

29. Profitabilité par région



Source : Stellantis, rapport annuel 2022, page 172

Le graphique ci-dessus nous renseigne sur deux paramètres importants, afin de mieux comprendre la répartition par zone géographique opérée par Stellantis.

Le premier paramètre est le pourcentage des revenus du groupe en fonction de la zone géographique. On observe que près de la moitié des revenus du groupe sont issus de l'Amérique du Nord, suivie par l'Europe. Ces deux zones géographiques représentent 84% de revenus générés par le groupe Stellantis lors de l'année 2022.

Le second paramètre est la profitabilité en fonction de la zone géographique. Comme pour le premier paramètre, on observe que l'Amérique du Nord et l'Europe sont les deux régions les plus importantes pour le groupe. En revanche, on s'aperçoit que l'Amérique du Nord compte pour 59% de la profitabilité totale du groupe.

30. Conclusion sur les parts de marché

Nous avons observé que les zones géographiques les plus importantes pour le groupe Stellantis sont l'Amérique du Nord et l'Europe. Il est certain que la fusion a permis d'équilibrer la présence géographique pour PSA et FCA. La diversification géographique permet de limiter l'impact des risques locaux sur le résultat global, comme par exemple un changement de régulation. Cependant, nous constatons que sur ces deux régions, les parts de marchés ont diminué à la suite de la fusion.

Évidemment, la période d'observation est une limite évidente qui sera abordée dans la partie suivante du travail.

Sur base des analyses faites et des informations disponibles, nous rejetons l'hypothèse 2

Chapitre 6 : position personnelle et critique

Cette partie va s'articuler de la manière suivante. Dans un premier temps, nous apporterons notre position spécifique à chacune des hypothèses. Ensuite, nous ferons de même d'un point de vue général.

31. Hypothèse 1 : Les synergies industrielles réalisées par Stellantis ont été source de création de valeur

Les synergies industrielles résultant d'une fusion peuvent mettre de longues années à se réaliser. Étonnement, dans le cas de Stellantis, les synergies espérées se sont déjà réalisées. Les synergies devaient représenter 80% de l'objectif initial de 5 milliards d'euros à horizon 2024. Il s'avère que celles-ci sont de 7,1 milliards d'euros seulement 2 ans après la réalisation de la fusion. Nous pouvons donc nous questionner quant au fait que les estimations de fusion étaient peut-être sous-évaluées au vue des résultats importants réalisés en si peu de temps.

Ensuite, la façon dont le groupe Stellantis communique sur les synergies ne nous permet pas d'analyser en profondeur l'impact sur le bilan du groupe. En effet, comme démontré, la création de valeur pour les actionnaires est indéniable, cependant les synergies sont communiquées en « nettes ». Cela veut dire que nous n'avons pas d'idée des coûts associés à celles-ci. De plus, la répartition des synergies par domaine n'est pas communiquée. Nous observons donc un impact global des synergies, mais ne pouvons que supposer les impacts concrets.

Comme nous l'avons montré, la marge nette et les liquidités disponibles pour le groupe Stellantis affichent des chiffres records, notamment grâce au cash dégagé par les synergies. Cependant, il faut préciser que d'autres raisons peuvent expliquer ces variations.

31.1 Le nombre d'employés a diminué avant/après fusion

Nous observons que le nombre d'employés avant et après fusion a diminué. En effet, l'ensemble des employés du groupe PSA et FCA représentait environ 306 000 personnes en 2019 (Stellantis, 2021). Nous constatons que ce chiffre a chuté à la suite de la fusion comme le montre le tableau ci-dessous.

	At December 31,		
	2022	2021	2020 Pro forma
North America	88,835	91,289	95,151
Enlarged Europe	142,681	150,807	158,277
Middle East & Africa	5,311	5,983	4,617
South America	28,968	29,352	35,851
China, India & Asia Pacific	6,572	4,164	4,983
Total	272,367	281,595	298,879

Source : Stellantis, rapport annuel, page 35

Entre 2019 et 2022, le nombre d'employés a donc chuté de plus de 30 000. Cela représente une diminution d'environ 10%. Il est difficile d'établir une relation de causalité entre cette diminution et la fusion car le groupe Stellantis n'a pas communiqué avec précision sur ces chiffres. De plus, la crise du Covid-19 a eu un impact significatif sur l'ensemble de l'activité mondiale, dont le secteur automobile et peut, peut-être, être liée à la diminution du nombre d'emplois. Toujours est-il que cette diminution de la masse salariale impacte directement le bénéfice net de l'entreprise et donc sa rentabilité.

31.2 L'augmentation des prix de vente

L'augmentation de la rentabilité du groupe est directement influencée par la stratégie du groupe. En l'occurrence, le choix d'augmenter ses prix. Dans l'entretien du 23 février 2023 sur RTL, Monsieur Tavares (CEO de Stellantis), on en apprend plus que dans les rapports annuels (RTL, 2023).

En effet, on constate des augmentations de prix de ventes de certains modèles, notamment la Peugeot 208. En avril 2021, le modèle 208 de base de la marque Peugeot coûtait 16000€, un an plus tard, 19200€. Cela représente une augmentation de 20% (RTL, 2023). Le CEO du groupe Stellantis justifie cette augmentation par la forte inflation et l'augmentation des coûts des matières premières. Cela est vrai, mais ne justifie pas une augmentation de 20% en 1 an. Il ajoute : « Ces profits accrus sont nécessaires à la transformation profonde de l'entreprise ». On comprend donc que l'augmentation des prix de vente est un choix stratégique en vue de permettre le financement des transformations coûteuses liées à l'électrification.

Ce choix stratégique impacte directement les bénéfices et est une des raisons, en plus des synergies, de la bonne santé financière du groupe Stellantis.

32. Hypothèse 2 : La fusion entre PSA et FCA a permis à la nouvelle entité d'accroître son pouvoir de marché en gagnant de nouvelles parts de marché dans le secteur de l'automobile

Notre analyse nous aura permis de montrer que le groupe Stellantis n'a pas réussi à accroître ses parts de marché dans les zones stratégiques que sont l'Amérique du Nord et l'Europe. Au contraire, les parts de marchés ont diminué dans ces régions. La raison principale selon nous, résulte de la période d'observation trop courte. En effet, la prise de part de marché est un processus qui s'inscrit dans le temps. Cela s'explique notamment par le fait que la mise en place et la réorganisation des nouveaux canaux de distribution, ainsi que les relations fournisseurs sont des procédés qui peuvent demander des années d'intégration et de développement à la suite d'une opération de F&A. De même, on peut imaginer qu'une restructuration de cette ampleur ne permet pas d'assurer un niveau maximum de production et de distribution (cela reste une hypothèse, le groupe Stellantis n'ayant pas communiqué sur la partie intégration de la fusion).

D'autres raisons plus spécifique à chaque régions sont possibles.

Par exemple, le fait que les modèles du groupe de PSA ne répond pas aux besoins de la clientèle d'Amérique du Nord, préférant les pick-up. La fusion n'aurait donc pas permis une augmentation dans cette partie du monde comme les véhicules ne conviennent pas au marché. Cette hypothèse fonctionne également pour certains modèles du groupe FCA qui ne conviendrait pas au marché européen.

Pour le marché européen, on pourrait associer la perte de part de marché avec la concurrence plus féroce sur le marché, notamment avec l'arrivée en force des certains nouveaux acteurs. Nous pensons notamment aux constructeurs dont les gammes sont entièrement électriques comme Tesla ou BYD (constructeur chinois).

L'hypothèse la plus probable concernant la baisse des part de marchés européennes est la stratégie mise en place par Carlos Tavares pour limiter les coûts. En effet, comme en témoigne l'article de Feitz et Steinmann (2020). Le groupe PSA, a décidé comme pour ses autres marques, de faire la chasse aux coûts chez Opel. Cela passe notamment par l'arrêt des ventes peu rentables, voire déficitaires. C'est notamment le cas des ventes aux loueurs. Cela a eu pour effet une diminution des ventes de 5,9% et une augmentation du résultat opération de 6,5% pour Opel (Feitz et Steinmann, 2020).

33. Avis général

Au regard de notre analyse, il est évident que la fusion entre PSA et FCA a créé de la valeur actionnariale à court terme. Les résultats affichés par le groupe Stellantis sont en croissance d'année en année depuis la création de l'entreprise. Le groupe a d'ailleurs publié fin juillet ses résultats semi-annuel pour l'exercice 2023. Le chiffre d'affaires progresse de 12% par rapport à la même période de 2022 et le bénéfice net affiche une progression de 37% pour un total de 10,9 milliards d'euros (Stellantis 2023). Si le groupe continue sur cette lancée, les résultats de l'année 2023 seront largement supérieurs à ceux de 2022.

Cependant, comme dit précédemment, il est difficile d'identifier dans quelle mesure les synergies ont eu un impact, si ce n'est l'apport en cash. En ce qui concerne les parts de marché, au vu des observations, Stellantis n'a pas encore réussi à capturer davantage de parts dans les zones dont la majorité de ses revenus proviennent. De ce fait, bien que les synergies soient supposées être « annuelles récurrentes », il nous est impossible de le vérifier. Nous ne pouvons donc pas statuer sur une création de valeur à long terme.

Si nous reprenons la définition de la création de valeur de Bruner : « il y a création de valeur actionnariale si les rendements sont supérieurs à ceux requis par les actionnaires » (Bruner, 2001). Au regard des synergies, celles-ci ont dépassé les attentes affichées par les actionnaires avant la fusion. Le groupe Stellantis est le 4^{ème} constructeur automobile en termes de vente, comme souhaité avant la fusion. De plus, la fusion avait pour objectif de réaliser des marges parmi les plus hautes du secteur, ce qui est réussi. Pour toutes ces raisons, nous pensons qu'il y a eu une création de valeur actionnariale. Cependant, nous ne pouvons pas nous prononcer, au vu de l'information disponible, sur la création de valeur à long terme. Cela dépendre notamment de la capacité de Stellantis à gagner des parts de marché, notamment en Asie et de la capacité de poursuivre la transition vers l'électrification complète de sa gamme.

Limites

Au cours de ce travail, nous avons identifié deux limites principales, à savoir l'accessibilité aux informations et la période d'observation.

Bien que les rapport annuels soient extrêmement complets et que nous avons pu trouver de l'information complémentaire à travers d'autres sources, il reste des informations qui sont inaccessibles, par exemple : le détail précis des synergies (bénéfices / coûts) ou alors les parts de marché de PSA en Amérique du Sud et au Moyen-Orient & Afrique. Pour ce qui est des synergies, nous avons eu la confirmation que ces informations étaient tout simplement confidentielles. Cela n'est pas propre à Stellantis mais à l'ensemble des entreprises qui se lancent dans des opérations de F&A. Les synergies sont un point très sensible qui se révèle souvent confidentiel.

En ce qui concerne la fenêtre d'observation, la fusion étant récente, nous ne disposons que de 3 années pour statuer sur la création de valeur. Nous avons vu que cela ne posait pas de problème au regard de la première hypothèse, mais qu'il était plus complexe de se prononcer avec certitude vis-à-vis de la deuxième hypothèse. De plus, une période d'observation plus grande aurait permis de voir si la création de valeur s'inscrivait sur un long ou un court terme.

Conclusion

Ce travail a pour objectif d'analyser la création de valeur actionnariale dans le cas du groupe Stellantis. Le groupe Stellantis est né à l'issue d'une fusion par création d'une société nouvelle entre le constructeur PSA et le constructeur FCA. Afin de déterminer si la fusion a créé de la valeur pour les actionnaires, ce travail s'est basé autour d'un cadre analytique spécifique, relatif au déterminant de la création de valeur à long et court termes pour les actionnaires. A partir de ce cadre nous avons établi les hypothèses relatives à l'analyse.

H1 : Les synergies industrielles réalisées par Stellantis ont été source de création de valeur

H2 : La fusion entre PSA et FCA a permis à la nouvelle entité d'accroître son pouvoir de marché en gagnant de nouvelles parts de marché dans le secteur de l'automobile.

Une fois les hypothèses définies nous avons spécifié les outils analytiques pertinents et la méthode utilisée, à savoir l'approche comptable. Ensuite, nous avons procédé à l'analyse.

Ce travail ne rejette pas la première hypothèse relative aux synergies. En effet, nous avons démontré que celles-ci sont créatrices de valeur à court terme pour Stellantis. En revanche, ce travail précise qu'à travers l'analyse des états financiers et des différents indicateurs financiers, il n'est pas possible de définir l'impact des synergies sur des domaines précis du groupe Stellantis. Il est certain que ces synergies ont généré une grande quantité de cash mais avec les informations disponible il n'est pas possible de dire dans quelle mesure ces gains en efficience sont liés aux coûts opérationnels, aux coûts administratif, aux coûts marketing,...

De ce fait , nous n'avons pas été en mesure de vérifier que les synergies étaient « annuelles récurrentes » et ne pouvons donc pas, sur base de l'information disponible, dire qu'il y a eu une création de valeur à long terme.

Il est important de relever que les bonnes performances du groupe à court terme ne résultent pas uniquement de la réalisation des synergies, mais également d'autres paramètres. Ce travail détaille comment la réduction du nombre d'employés et l'augmentation des prix ont un impact direct sur la rentabilité de l'entreprise.

En ce qui concerne la deuxième hypothèse relative à la taille de marché, le travail la rejette. Nous avons pu constater que le groupe Stellantis n'a pas encore capturé de nouvelles parts de marché. Au contraire, dans les zones clés pour le groupe (Amérique du Nord et l'Europe), le groupe a perdu des parts de marché à la suite de la fusion. Plusieurs explications ont été évoquées. La plus probable étant le temps nécessaire à l'intégration des réseaux de distribution et donc à la conquête de nouvelles parts de marché.

Pour finir, nous concluons que la fusion entre PSA et FCA a été créatrice de valeur actionnariale à court terme. Ce mémoire ouvre des perspectives de questionnement quant à la création de valeur sur le long terme. Est-ce que Stellantis maintiendra de telles performances sur la durée ? Le groupe arrivera-t-il à augmenter ses parts de marché à travers le monde, notamment en Asie, un marché clé ? Les bénéfices considérables permettront-ils au groupe de réussir sa stratégie vers l'électrification totale de sa gamme ?

En espérant que ce mémoire ait donné envie aux lecteurs de continuer à explorer ces questions d'ici quelques années.

Bibliographie

- Agbodjo, S., & Martinez, I. (2012, Mai). La création de valeur actionnariale est-elle pertinente pour la prise de décision d'investissement? Une étude empirique du SBF250 par secteurs d'activité. In *Comptabilités et Innovation* (pp. cd-rom)
- Albouy, M. (1999). Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur. *Revue française de gestion*, 81-90.
- Aribou, M. L. (2017). Fusions-acquisitions et création de valeur: Bilan des recherches et perspectives d'évolution. *Revue finance et finance internationale*, (6), 25.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1983). The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?. *Journal of financial economics*, 11(1-4), 183-206.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of financial economics*, 9(1), 3-18.
- Berger, A. N., Demsetz, R. S., & Strahan, P. E. (1999). The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future. *Journal of Banking & Finance*, 23(2-4), 135-194.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H. (1988). "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between stockholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, n° 21, 3-40.
- Bruner, R. F. (2001). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of applied Finance*, 12(1), 48-68.
- Campbell, P., & McGee, P. (2019, April 7). *Fiat Chrysler Pools fleet with Tesla to avoid EU emissions fines*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/7a3c8d9a-57bb-11e9-a3db-1fe89bedc16e>
- Coface. (2022, February). *Automobile*. Coface. <https://www.coface.fr/Etudes-economiques-et-risque-pays/Automobile>
- Dèbes, F. (2017, March 13). *Groupe PSA-Opel : Un deal Audacieux Analysé Par nos experts*. Les Echos. <https://www.lesechos.fr/2017/03/groupe-psa-opel-un-deal-audacieux-analyse-par-nos-experts-155511>
- Ebeling, H. W., & Doorley, T. L. (1983). A STRATEGIC APPROACH TO ACQUISITIONS. *Journal of Business Strategy*, 3(3), 44–54.doi:10.1108/eb038977
- Eckbo, B. E. (1992). Mergers and the value of antitrust deterrence. *The Journal of Finance*, 47(3), 1005-1029.
- EPA. (2019, January 10). *FCA (Fiat Chrysler Automobiles) Diesel Vehicle Violations*. Environmental Protection Agency. <https://www.epa.gov/fca>
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21.

FCA. (2019). FCA ANNUAL REPORT AND FORM 20-F.

https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/fca/financial-reports/2019/FCA_NV_2019_Annual_Report.pdf

Feitz, A., & Steinmann, L. (2020, February 26). *La Marge de Psa au Zénith : La Méthode Tavares à l'oeuvre*. Les Echos. <https://www.lesechos.fr/industrie-services/automobile/la-marge-de-psa-au-zenith-la-methode-tavares-a-loeuvre-1179786>

Feuerstein, I., & Amiot, M. (2014, January 19). *PSA : L'entrée au capital de l'état et de Dongfeng SE concrétise*. Les Echos. <https://www.lesechos.fr/2014/01/psa-lentree-au-capital-de-letat-et-de-dongfeng-se-concretise-288393>

Ford Motor Company. (2022, December 31). *Annual report 2022*. Ford Motor Company - Investors - Reports & Filings. <https://shareholder.ford.com/Investors/financials/default.aspx>

Garrette, B., Durand, R., Dussauge, P., Lehmann-Ortega, L., Leroy, F., Sibony, O., Pointeau, B. (2019). *Strategor: La référence en stratégie, de la start-up à la multinationale*. Dunod.

General Motors Company. (2023, January 31). General Motors annual report 2023 - <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1467858/000146785823000029/gm-20221231.htm>

Guallino, G. (2007). Les Fusions Acquisitions créent-elles de la valeur ?.

Häkkinen, L., Norrman, A., Hilmola, O. P., & Ojala, L. (2004). Logistics integration in horizontal mergers and acquisitions. *The International Journal of Logistics Management*, 15(1), 27-42.

Hamza, T. (2007). Les déterminants de la création de valeur pour l'acquéreur 1. *Revue française de gestion*, (7), 35-52

Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative science quarterly*, 103-127.

Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175

Honda Motor Co. Ltd. (2023, January 30). *Honda global: January 30, 2023 production, sales and export results for December, 2022*. Honda Global | January 30 , 2023 "Production, Sales and Export Results for December, 2022." <https://global.honda/newsroom/news/2023/c230130eng.html>

Husson B., La prise de contrôle des entreprises, PUF, 1987.integrated approach to process, tools, cases, and solutions. Academic Press. issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115.

Hyundai Motor Company. (2023, January 3). Hyundai Motor Reports 2022 global sales and 2023 goals. <https://www.hyundai.com/worldwide/en/company/newsroom/-0000016948>

- Ibrahimi, M. & Taghzouti, A. (2014). Les fusions et acquisitions : un paradoxe toujours inexpliqué. *Recherches en Sciences de Gestion*, 102, 99-116. <https://doi.org/10.3917/resg.102.0099>
- Jensen, M.C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers." *American Economic Review*, 76(2): 323. Retrieved from: <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure." *Journal of Financial Economics*, 3: 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M.C. and Ruback, R.S. (1983). "The market for corporate control: the scientific evidence." *Journal of Financial Economics*, 11(1–4): 593–638. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Jensen M. C., Ruback R. S. (1983) "The market for corporate control, the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, n° 11, 5-50.
- Jessop, B. (2005). Fordism and post-Fordism: a critical reformulation. In *Pathways to industrialization and regional development* (pp. 54-74). Routledge.
- Kia Corporation. (2023, January 3). *Kia announces 2022 global sales and 2023 targets*. Kia Global Media Center. <https://www.kianewscenter.com/news/kia-announces-2022-global-sales-and-2023-targets/s/b94ce489-5d61-4d59-b99e-ce9c76d70f0b>
- Kopp, J. (2020). *Success Factors for Future Growth of Car Sharing Services*. Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Krifa, H. (2001). Concurrence oligopolistique et concentration dans le secteur automobile. *Neuvième rencontre internationale du GERPISA*
- Larousse. (2001). *PSA Peugeot-Citroën*. LAROUSSE encyclopédie. https://www.larousse.fr/encyclopedie/divers/PSA_Peugeot-Citro%C3%ABn/180645
- Leigh, R. and North, D.J. (1978). "Regional aspects of acquisition activity in british manufacturing industry." *Regional Studies*, 12(2): 227. <https://doi.org/10.1080/09595237800185191>
- Lin, L., Lee, C. F., & Kuo, H. C. (2013). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. *Encyclopedia of finance*, 541.
- Martin, M. (2015, November 1). *Ce que vous devez savoir sur les ratios Roe et Roa*. Espace MicroCaps. <https://espacemc.com/2015/11/01/ce-que-vous-devez-savoir-sur-les-ratios-roe-et-roa/>
- M&A statistics: Transactions and activity by year. M&A trends*. Imaa. (2023, February 21). <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Meier, O., & Schier, G. (2009). *Fusions acquisitions-3e ed.: Stratégie. Finance. Management*. Dunod.

Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.

Mitsubishi Motors. (2023, January 30). *Mitsubishi Motors announces production, sales and export figures for December 2022 and calendar year 2022*. MITSUBISHI MOTORS.

<https://www.mitsubishi-motors.com/en/newsrelease/2023/detail1411.html>

Napier N.K., «Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: a review and suggested typology », *Journal of Management Studies*, vol. 26, n° 3, 1989, p. 271-89.

Navatte, P., Schier, G., (2008), « La mesure de la performance des fusions-acquisitions : les apports des études récentes », *Revue des Sciences de Gestion*, N°233, pp.43-49.

Nissan Motor Corporation Global. (2022, December 31). Financial Results 2022.

https://www.nissan-global.com/EN/IR/LIBRARY/ASSETS/DATA/2022/20223rd_financialresult_263_e.pdf

Penrose, E. T. (2009). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford university press.

Perdreau, F. (1998). Désengagements et recentrages en France: 1986-1992. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(2), 137-165

Philippart, P. (2007). La stratégie est-elle soluble dans le droit? Le cas de la fusion GDF-Suez.

Proff, H., & Bowman, K. et al. (2022, January). *2022 Global Automotive Consumer Study*.

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Consumer-Business/us-2022-global-automotive-consumer-study-global-focus-final.pdf>

PSA. (2019). Résultats annuels 2019. <https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/psa/financial-documents/2019/Groupe-PSA-Annual-report-2019-incl-auditors-report.pdf>

Renault Group. (2023, February 16). 2022 Financial Results .

<https://www.renaultgroup.com/en/finance-2/documents-presentations/>

Roll R. (1986). "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *The Journal of Business*, vol. 59, n° 2, 1986,197-216.

Rouziès, A. (2022, October 25). " pourquoi les fusions d'entreprises échouent-elles si souvent ? ." *Le Monde.fr*. https://www.lemonde.fr/idees/article/2022/10/25/pourquoi-les-fusions-d-entreprises-echouent-elles-si-souvent_6147203_3232.html

Rozen-Bakher, Z. (2017). Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *The Service Industries Journal*, 38(7-8), 492-518.

RTL. (2023, February 24). *Carlos Tavares, directeur général de Stellantis, invité d'Amandine Bégot : L'intégrale*. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=VebnBZOTao>

SAIC Motor. (2023, January 9). *SAIC Motor leads China in car sales for 17 consecutive years*. https://www.saicmotor.com/english/latest_news/saic_motor/58275.shtml

Schallberger, P. (1998). Giftklima. Als Laborant bei Novartis ". C. Honegger und M. Rychner (Hg.): *Das Ende der Gemütlichkeit. Strukturelles Unglück und mentales Leid in der Schweiz*. Zürich: Limmat, 19-28.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Value maximization and the acquisition process. *Journal of economic perspectives*, 2(1), 7-20.

Singh, A. (1971). *Take-overs: Their Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm*. Cambridge: Cambridge University Press.

Sirower, M. L. (1997). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. Simon and Schuster.

Stellantis. (2019, October 31). *Groupe PSA ET FCA envisagent d'unir Leurs forces pour construire UN leader mondial et entrer dans une nouvelle ère de la mobilité durable*. Stellantis.com. <https://www.stellantis.com/fr/actualite/communiqués-de-presse/2019/octobre/groupe-psa-et-fca-envisagent-d-unir-leurs-forces-pour-construire-un-leader-mondial-et-entrer-dans-une-nouvelle-ere-de-la-mobilite-durable>

Stellantis. (2020, November 20). U.S. Prospectus. https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/fca-groupe-psa-merger/US_Prospectus.pdf

Stellantis. (2020, September 14). *FCA ET Groupe PSA Modifient Leur accord de rapprochement pour renforcer encore la structure financière de stellantis à son démarrage*. Stellantis.com. <https://www.stellantis.com/fr/actualite/communiqués-de-presse/2020/septembre/fca-et-groupe-psa-modifient-leur-accord-de-rapprochement-pour-renforcer-encore-la-structure-financiere-de-stellantis-a-son-demarrage>

Stellantis. (2022, February 23). *Résultats de l'année 2021*. Stellantis.com. <https://www.stellantis.com/fr/actualite/communiqués-de-presse/2022/fevrier/resultats-de-l-annee-2021>

Stellantis. (2022, December 31). Annual Report and Form 20-F. <https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/financial-reports/Stellantis-NV-20221231-Annual-Report.pdf>

Stellantis. (2023, July 26). *Résultats semestriels 2023*. Stellantis.com. <https://www.stellantis.com/fr/actualite/communiqués-de-presse/2023/july/resultats-semestriels-2023>

Suzuki. (2023, January 30). *Suzuki December 2022 and yearly automobile production, sales, and export figures (preliminary)*. Global Suzuki. <https://www.globalsuzuki.com/globalnews/2023/0130a.html>

Toyota Motor Corporation (TMC). (2023, January 30). *Sales, production, and export results for 2022 (January - December): Sales, production, and export results: Profile: Company*.

Toyota Motor Corporation Official Global Website.

<https://global.toyota/en/company/profile/production-sales-figures/202212.html>

Utton, M. A. (1982). *DOMESTIC CONCENTRATION AND INTERNATIONAL TRADE 1*. *Oxford Economic Papers*, 34(3), 479–497. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.oep.a041564>

VAG Group. (2023, March 14). *Volkswagen Annual Report 2022*. Volkswagen Group Annual Report 2022. <https://annualreport2022.volkswagenag.com/>

Zheng, S. (2017, April 20). *China has over 300 million vehicles ... almost us' total population*. South China Morning Post.

<https://www.scmp.com/news/china/economy/article/2088876/chinas-more-300-million-vehicles-drive-pollution-congestion>

Annexes

Annexe 1 – Forces et faiblesses de différentes approches pour observer la performance

Table I. Comparison of Research Approaches Regarding the Profitability of M&A

	Market-based Returns to Shareholders ("Event Studies")	Accounting Studies: Returns Estimated from Reported Financial Statements	Surveys of Managers	Clinical Research (Case Studies)
<i>Strengths</i>	• A direct measure of value created for investors. • A <i>forward-looking</i> measure of value creation. In theory stock prices are the present value of expected future cash flows.	• Credibility. Statements have been certified. Accounts have been audited. • Used by investors in judging corporate performance. An indirect measure of economic value creation.	• Yields insights into value creation that may not be known in the stock market. • Benefits from the intimate familiarity with the actual success of the acquisition.	• Objectivity and depth in reconstructing an actual experience. • Inductive research. Ideal for discovering new patterns and behaviors
<i>Weaknesses</i>	• Requires significant assumptions about the functioning of stock markets: efficiency, rationality, and absence of restrictions on arbitrage. Research suggests that for most stocks these are not unreasonable assumptions, on average and over time. • Vulnerable to confounding events, which could skew the returns for specific companies at specific events. Care by the researcher and law of large numbers deal with this.	• Possibly non-comparable data for different years. Companies may change their reporting practices. Reporting principles and regulations change over time. • Backward looking. • Ignores value of intangible assets. • Sensitive to inflation and deflation because of historic cost approach. • Possibly inadequate disclosure by companies. Great latitude in reporting financial results. • Differences among companies in accounting policies add noise • Differences in accounting principles from one country to the next make cross-border comparison difficult.	• Gives the perspectives of managers who may or may not be shareholders, and whose estimates of value creation may or may not be focused on <i>economic</i> value. • Recall of historical results can be hazy, or worse, slanted to present results in the best light. • Typically surveys have a low rate of participation (2-10%) that makes them vulnerable to criticisms of generalizability.	• Ill-suited to hypothesis testing because the small number of observations limits the researcher's ability to generalize from the case(s). • The research reports can be idiosyncratic making it difficult for the reader to abstract larger implications from one or several reports.

Source : Bruner, 2001, pp 51

Annexe 2 – Prises de contrôle transnationales entre 1969 et 2001

Tableau n° 2 : Les plus importantes prises de contrôle transnationales entre 1969 et 2001.

1969-1979	GM (Isuzu) ; Peugeot (Chrysler Europe); Ford (Mazda)
1980-1985	Renault (Mack Trucks)
1986-1991	Volkswagen (Seat); GM (Lotus); Chrysler (Lamborghini); Ford (Aston Martin, Ford (Jaguar), GM (Saab) ; Volkswagen (Skoda), Volkswagen (Baz), Fiat (Zastava) ;
1992-1997	Volkswagen (FSR); Fiat (FSM); BMW (Rover); Daewoo (FSO) ; Daewoo (FSL) ; Daewoo (Olcit) ;
1998-2001	Daimler (Chrysler) ; BMW (Rolls-Royce), Volkswagen (Bentley) ; Volkswagen (Lamborghini); Volkswagen (Bugatti) ; Renault (Dacia); Renault (Nissan), Ford (Volvo) ; Ford (Land Rover) ; Renault (Samsung) ; DaimlerChrysler (Mitsubishi).

Source : Krifa, 2001, pp 5

Annexe 3– Degré de mondialisation des principaux constructeurs automobiles en 1993 – 1998

	Ventes à l'étranger en % des ventes totales		Actifs à l'étranger en % des actifs totaux		Emploi à l'étranger en % de l'emploi total		TNI* en % en 1998
	1993	1998	1993	1998	1993	1998	
PSA	67,3	65,1	18,9	39,9	18,8	27,6	44,2
Renault	61,3	63,8	48,0	54,6	28,0	67,1	61,8
VW	60,6	65,2	nd	nd	35,7	47,8	53,8
Fiat	43,6	38,0	29,4	18,6	22,0	39,8	32,1
Toyota	41,3	54,6	23,2	34,1	11,7	61,6	50,1
Ford	48,4	30,3	31,8	nd	51,0	49,6	35,4
GM	30,6	32,1	29,2	29,6	32,7	nd	30,9
DaimlerChrysler	nd	81,1	nd	23,0	nd	47,2	50,4
r	66,5	57,4	nd	62,9	nd	nd	60,2
Honda	nd	47,4	14,1	37,8	nd	nd	42,6
Nissan							

Sources : nos calculs à partir des données du Centre des Nations Unies sur les Sociétés Transnationales (2000 et 1994); *TNI : est une abréviation de « l'indice de transnationalité ». C'est une moyenne des trois ratios : ventes à l'étranger/ventes totales, actifs à l'étranger/actifs totaux et emploi à l'étranger sur emploi total.

Source : Krifa, 2001, pp 9

Annexe 4 – Taux de croissance mondial du secteur de l'automobile entre 1970 et 1999

	<i>Union européenne (12 pays)</i>	<i>Etats-Unis</i>	<i>Japon</i>	<i>Total Monde</i>	<i>Taux de croissance annuel moyen Monde (en %)</i>
1939 (a)	800	3 600	-	nd	-
1950 (b)	1 100	6 666	2 ^a	nd	-
1955 (b)	2 504	7 920	13	10 950	-
1960 (b)	4 941	6 675	160	nd	-
1970 (b)	9 920	6 547	3 179	22 560	+ 4,9 (1955-70)
1974 (b)	9 680	7 325	3 932	25 840	+ 3,5 (1970-74)
1980 (b)	10 141	6 376	7 038	28 880	+ 1,9 (1974-80)
1985 (c)	10 639	8 185	7 647	32 601	+ 2,5 (1980-85)
1990 (c)	12 726	6 077	9 948	35 802	+ 1,9 (1985-90)
1994 (c)	11 859	6 616	7 801	35 245	- 0,4 (1990-94)
1999 (c)	14 577	5 637	8 098	39 435	+ 2,2 (1994-99)

Source : Krifa, 2001, pp 15

Annexe 5 – Évolution des immatriculations (particuliers) entre 1980 et 1996

Evolution des immatriculations dans les trois grands marchés traditionnels (voitures particulières)

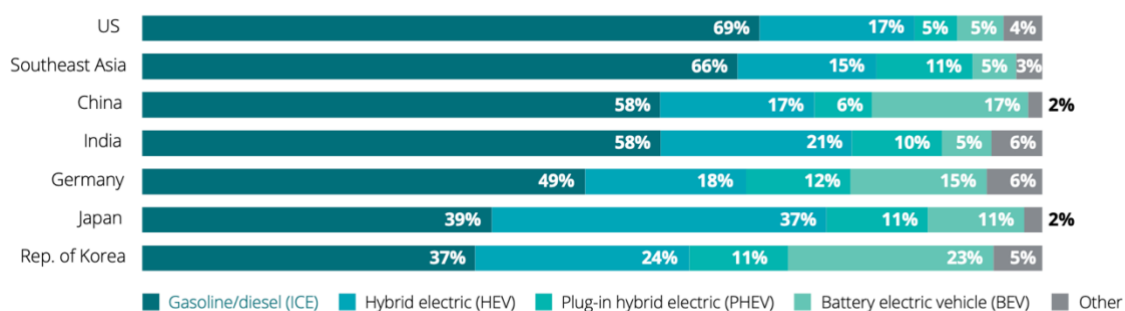
(en millions de véhicules)

	1980	1985	1990	1992	1993	1994	1995	1996	variation 1996/1980	variation 1996/1990
UE + Norvège et Suisse	10.065	10.642	13.516	13.497	11.251	11.912	12.015	12.800	+ 27,1 %	- 5,3 %
Etats-Unis	8.760	10.888	9.300	8.213	8.517	8.990	8.634	8.526	- 2,6 %	- 8,4 %
Japon	2.854	3.104	5.102	4.454	4.199	4.210	4.423	4.668	+63,5 %	- 8,5 %

Source : Paul et Fuchs, 1997, pas de pagination

Annexe 6 – Intentions d'achat en fonction du type de véhicule

Consumer powertrain preferences for their next vehicle



Source : Deloitte, 2022, pp 7

Annexe 7 – Pourcentage de clients désireux de payer plus de 400€ pour des technologies

Percentage of consumers that are unwilling to pay more than ~US\$500¹ for a vehicle with advanced technologies (including people that would not pay any more)

Advanced technology category	US	Germany	Japan	Rep. of Korea	China	India	Southeast Asia ¹
Safety	56%	70%	66%	58%	31%	48%	59%
Connectivity	65%	77%	83%	72%	39%	48%	65%
Infotainment	69%	82%	86%	78%	39%	57%	72%
Autonomy	61%	69%	56%	42%	31%	37%	48%
Alternative engine solutions	53%	56%	57%	41%	31%	35%	46%
Unwilling to pay more than...	\$500	€400	¥50,000	₩500,000	¥2,500	₹25,000	Local currencies ¹

Source : Deloitte, 2022, pp 5

Annexe 8 – Classement des indicateurs pertinents par secteur d'activité

Indicateurs	Secteur	SCVOL	PEGAZ	BIENC	TECHN	SANTE	MATXB	INDUS	SVCST	FINAN
ICP	Poolées	ROE** ROA**	ROA** ROCE** BPA**	BPA*** ROE*** ROA*** DPA*	BPA*** ROA**	BPA** ROA*	DPA*** EBITDA*** ROCE** ROA**	ROCE*** ROA***	BPA*** ROA**	DPA***
	Panel		BPA*** ROCE*	BPA*** ROE*** EBITDA*** ROA***	BPA*** DPA** ROA*	BPA*** ROA***	EBITDA*** DPA*** ROCE** ROA**	ROCE*** ROA*** EBITDA*** DPA**	BPA*** ROA*** DPA*** EBITDA**	DPA***
ICV	poolées	M/B*	M/B***	M/B***	M/B***	M/B***	MVA*	M/B*** MVA***	M/B**	M/B*** MVA***
	panel	MVA***	M/B*** MVA**	M/B***	M/B*** MVA**	M/B*** MVA***	MVA***	M/B*** MVA***	MVA***	M/B*** MVA**

*significativité niveau 10% ; ** : significativité niveau 5% ; ***significativité niveau 1%.

Source : Agbodjo et martinez, 2012, page 20

Annexe 9 – Compte de résultat, Stellantis 2022

STELLANTIS N.V. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED INCOME STATEMENT
(in € million, except per share amounts)

	Note	Years ended December 31,		
		2022	2021	2020 ⁽¹⁾
Net revenues	4	€ 179,592	€ 149,419	€ 47,656
Cost of revenues		144,327	119,943	38,250
Selling, general and other costs		8,981	9,130	3,923
Research and development costs	5	5,200	4,487	2,231
Gains/(Losses) on disposal of investments		72	(35)	174
Restructuring costs		1,144	698	416
Operating income/(loss)		20,012	15,126	3,010
Net financial expenses/(income)	6	768	734	94
Profit/(loss) before taxes		19,244	14,392	2,916
Tax expense/(benefit)	7	2,729	1,911	504
Share of the profit/(loss) of equity method investees	12	264	737	(74)
Net profit/(loss) from continuing operations		16,779	13,218	2,338
Profit/(loss) from discontinued operations, net of tax	3	—	990	(315)
Net profit/(loss)		€ 16,779	€ 14,208	€ 2,023
Net profit/(loss) attributable to:				
Owners of the parent		€ 16,799	€ 14,200	€ 2,173
Non-controlling interests		(20)	8	(150)
		€ 16,779	€ 14,208	€ 2,023
Net profit/(loss) from continuing operations attributable to:				
Owners of the parent		€ 16,799	€ 13,210	€ 2,353
Non-controlling interests		(20)	8	(15)
		€ 16,779	€ 13,218	€ 2,338
Earnings per share:	28			
Basic earnings per share		€ 5.35	€ 4.64	€ 1.41
Diluted earnings per share		€ 5.31	€ 4.51	€ 1.34
Earnings per share for Net profit from continuing operations:				
Basic earnings per share	28	€ 5.35	€ 4.32	€ 1.52
Diluted earnings per share		€ 5.31	€ 4.19	€ 1.45

(1) Refer to Note 3, Scope of consolidation

Source : Stellantis, rapport annuel 2022, page 241

Annexe 10 – Bilan, Stellantis 2022

STELLANTIS N.V. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENT OF FINANCIAL POSITION
(in € million)

	Note	At December 31,	
		2022	2021 ⁽¹⁾
Assets			
Goodwill and intangible assets with indefinite useful lives	9	€ 31,738	€ 29,921
Other intangible assets	10	19,006	16,635
Property, plant and equipment	11	36,205	35,488
Equity method investments	12	4,834	6,022
Non-current financial assets	13	710	607
Other non-current assets and prepaid expenses	16	6,723	6,266
Deferred tax assets	7	2,052	1,927
Tax receivables	16	112	105
Total Non-current assets		101,380	96,971
Inventories	14	17,360	11,361
Assets sold with a buy-back commitment		1,594	2,134
Trade receivables	16	4,928	2,998
Tax receivables	16	543	285
Other current assets and prepaid expenses	16	7,549	6,362
Current financial assets	13	4,323	1,903
Cash and cash equivalents	18	46,433	49,629
Assets held for sale	3	2,046	123
Total Current assets		84,776	74,795
Total Assets		€ 186,156	€ 171,766
Equity and liabilities			
Equity	27		
Equity attributable to owners of the parent		71,999	55,907
Non-controlling interests		383	400
Total Equity		72,382	56,307
Liabilities			
Long-term debt	22	19,469	22,624
Other non-current financial liabilities	17	—	6
Other non-current liabilities	23	8,129	7,696
Non-current provisions	21	8,460	7,270
Employee benefits liabilities	20	5,891	8,065
Tax liabilities	23	668	567
Deferred tax liabilities	7	4,332	4,374
Total Non-current liabilities		46,949	50,602
Short-term debt and current portion of long-term debt	22	7,684	10,958
Current provisions	21	11,311	9,909
Employee benefit liabilities	20	545	684
Trade payables		31,726	28,181
Tax liabilities	23	900	546
Other liabilities	23	14,528	14,439
Other current financial liabilities	17	18	89
Liabilities held for sale	3	113	51
Total Current liabilities		66,825	64,857
Total Equity and liabilities		€ 186,156	€ 171,766

(1) Refer to Note 3, Scope of consolidation

Source : Stellantis, rapport annuel 2022, page 243

Annexe 11 – Bilan, Stellantis 2021

STELLANTIS N.V. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENT OF FINANCIAL POSITION
(in € million)

	Note	At December 31,	
		2021	2020 ⁽¹⁾
Assets			
Goodwill and intangible assets with indefinite useful lives	9	€ 29,921	€ 6,327
Other intangible assets	10	16,635	8,694
Property, plant and equipment	11	35,488	15,983
Equity method investments	12	6,022	3,152
Non-current financial assets	13	607	412
Other non-current assets and prepaid expenses	16	6,266	2,095
Deferred tax assets	7	1,927	1,096
Tax receivables	16	105	—
Total Non-current assets		96,971	37,759
Inventories	14	11,361	5,366
Assets sold with a buy-back commitment		2,134	793
Trade receivables	16	2,998	4,923
Tax receivables	16	285	216
Other current assets and prepaid expenses	16	6,362	2,393
Current financial assets	13	1,903	935
Cash and cash equivalents	18	49,629	22,893
Assets held for sale	3	123	7
Total Current assets		74,795	37,526
Total Assets		€ 171,766	€ 75,285
Equity and liabilities			
Equity	27		
Equity attributable to owners of the parent		55,907	21,293
Non-controlling interests		400	2,580
Total Equity		56,307	23,873
Liabilities			
Long-term debt	22	22,624	11,068
Other non-current financial liabilities	17	6	17
Other non-current liabilities	23	7,696	4,681
Non-current provisions	21	7,270	1,610
Employee benefits liabilities	20	8,065	1,463
Tax liabilities	23	567	312
Deferred tax liabilities	7	4,374	801
Total Non-current liabilities		50,602	19,952
Short-term debt and current portion of long-term debt	22	10,958	2,635
Current provisions	21	9,909	4,114
Employee benefit liabilities	20	684	50
Trade payables		28,181	15,955
Tax liabilities	23	546	128
Other liabilities	23	14,439	8,569
Other current financial liabilities	17	89	9
Liabilities held for sale	3	51	—
Total Current liabilities		64,857	31,460
Total Equity and liabilities		€ 171,766	€ 75,285

⁽¹⁾ Refer to Note 3. Scope of consolidation

Source : Stellantis, rapport annuel 2021, page 233

Annexe 12 – Cash-flow, Stellantis 2022

STELLANTIS N.V. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENT OF CASH FLOWS
(in € million)

	Note	Years ended December 31,		
		2022	2021	2020
		€	€	€
Consolidated profit from continuing operations		16,779	13,218	2,338
Adjustments for non-cash items:	30			
depreciation and amortization		6,797	5,871	2,376
(gains)/losses on disposals		(192)	(121)	(236)
change in deferred taxes		(711)	(654)	42
other non-cash items		391	99	180
Change in provisions		1,906	(1,152)	(1,085)
Result of equity method investments net of dividends received		(47)	(185)	373
Change in carrying amount of leased vehicles		(483)	358	(183)
Changes in working capital	15	(4,481)	1,212	1,300
Net cash from operating activities - discontinued operations		—	—	1,136
Net cash from operating activities		19,959	18,646	6,241
Proceeds from disposal of shares in consolidated companies and of investments in non-consolidated companies		235	161	359
Acquisitions of consolidated subsidiaries and equity method and other investments		(666)	(726)	(276)
Cash and cash equivalents of FCA at the merger		—	22,514	—
Proceeds from disposals of property, plant and equipment and intangible assets		545	295	171
Investments in property, plant and equipment and intangible assets		(8,615)	(8,687)	(2,733)
Change in amounts payable on property, plant and equipment and intangible assets		(399)	(1,426)	(217)
Net change in receivables from financing activities		(1,413)	(306)	37
Other changes		(218)	(36)	119
Net cash from/(used in) investing activities - discontinued operations		—	(3,115)	(1,359)
Net cash from/(used in) investing activities		(10,531)	8,674	(3,899)
Distributions paid:				
to Stellantis shareholders		(3,353)	(4,204)	—
to non-controlling shareholders of subsidiaries		(1)	—	(2)
Proceeds from issuance of shares		40	243	2
(Purchases)/sales of treasury shares		(923)	—	(163)
Changes in short-term debt and other financial assets and liabilities		(400)	(846)	529
Changes in long-term debt		(6,480)	4,106	978
Change in securities		(2,069)	(610)	686
Other changes		19	(55)	(5)
Net cash from/(used in) financing activities - discontinued operations		—	—	1,091
Net cash from/(used in) financing activities		(13,167)	(1,366)	3,116
Effect of changes in exchange rates		608	764	(397)
(Increase)/decrease in cash and cash equivalents included in asset held for sale		(65)	18	—
Increase/(decrease) in cash and cash equivalents		(3,196)	26,736	5,061
Net cash and cash equivalents at beginning of the period		49,629	22,893	17,832
Net cash and cash equivalents at end of the period	18	€ 46,433	€ 49,629	€ 22,893

Source : Stellantis, rapport annuel 2022, page 244

Annexe 13 – Compte de résultat, PSA 2019

CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME

<i>(in million euros)</i>	Notes	2019 ⁽¹⁾	2018	2017 ⁽²⁾ restated
Continuing operations				
Revenue	5.1	74 731	74 027	62 256
Cost of goods and services sold		(59 083)	(59 233)	(49 872)
Selling, general and administrative expenses		(6 472)	(6 623)	(6 253)
Research and development expenses	5.3	(2 852)	(2 482)	(2 153)
Restructuring costs	5.4	(1 531)	(1 051)	(951)
Impairment of CGUs	5.5	(283)	(299)	(96)
Other operating income (expense)	5.6	158	61	143
Operating income (loss)		4 668	4 400	3 074
Financial income		192	188	167
Financial expenses		(536)	(634)	(405)
Net financial income (expense)	12.2	(344)	(446)	(238)
Income (loss) before tax of fully consolidated companies		4 324	3 954	2 836
Current taxes		(816)	(1 008)	(565)
Deferred taxes		100	393	(134)
Income taxes	14	(716)	(615)	(699)
'Share in net earnings of equity method investments	11.3	(24)	(44)	217
Consolidated profit (loss) from continuing operations		3 584	3 295	2 354
<i>Attributable to Owners of the parent</i>		3 201	2 827	1 931
<i>Attributable to Non controlling interests</i>		383	468	423
Consolidated profit (loss) from discontinued operations		-	-	(7)
CONSOLIDATED PROFIT (LOSS) FOR THE PERIOD		3 584	3 295	2 347
<i>Attributable to Owners of the parent</i>		3 201	2 827	1 924
<i>Attributable to Non controlling interests</i>		383	468	423
<i>(in euros)</i>				
Basic earnings per €1 par value share of continuing operations - attributable to Owners of the parent		3,58	3,16	2,18
Basic earnings per €1 par value share - attributable to Owners of the parent		3,58	3,16	2,17
Diluted earnings per €1 par value share of continuing operations - attributable to Owners of the parent		3,40	3,01	2,05
Diluted earnings per €1 par value share - attributable to Owners of the parent		3,40	3,01	2,04

⁽¹⁾ The effects of IFRS 16 application are described in Note 2.3.

⁽²⁾ These financial statements have been restated due to first time application of IFRS 15.

Source : PSA, rapport annuel, 2019, page 14

Annexe 14 – Bilan, PSA 2019

CONSOLIDATED STATEMENTS OF FINANCIAL POSITION

Assets (in million euros)	Notes	31 December 2019 ⁽¹⁾	31 December 2018	31 December 2017 restated ⁽²⁾
Goodwill	8.1	4 312	3 608	3 321
Intangible assets	8.1	10 288	9 201	8 269
Property, plant and equipment	8.2	16 922	14 136	13 218
Equity method Investments - manufacturing and sales companies	11	719	1 072	1 356
Equity method investments - finance companies	11	2 604	2 372	2 116
Other non-current financial assets - manufacturing and sales companies	12.4.A	652	684	487
Other non-current financial assets - finance companies		11	28	23
Other non-current assets	9.1	1 733	1 669	1 705
Deferred tax assets	14	1 198	1 036	809
Total non-current assets		38 439	33 806	31 304
Loans and receivables - finance companies	13.2.A	85	179	331
Short-term investments - finance companies		78	79	114
Inventories	6.1	6 269	6 710	7 289
Trade receivables	6.2	2 503	1 904	2 426
Current taxes	14	221	376	353
Other receivables	6.3.A	2 922	2 470	2 496
Derivative financial instruments on operating - assets		95	110	274
Operating assets		12 173	11 828	13 283
Current financial assets and Financial investments	12.4.A	1 321	892	1 434
Cash and cash equivalents - manufacturing and sales companies	12.4.B	17 379	14 961	11 582
Cash and cash equivalents - finance companies	13.2.C	454	465	312
Total current assets		31 327	28 146	26 611
TOTAL ASSETS		69 766	61 952	57 915

Equity and liabilities (in million euros)	Notes	31 December 2019 ⁽¹⁾	31 December 2018	31 December 2017 restated ⁽²⁾
Equity	15			
Share capital		905	905	905
Treasury shares		(240)	(270)	(270)
Retained earnings and other accumulated equity, excluding non controlling interests		18 409	16 450	13 929
Non controlling interests		2 727	2 509	2 142
Total equity		21 801	19 594	16 706
Non-current financial liabilities	12.5	8 917	5 257	4 778
Other non-current liabilities	9.2	5 173	4 926	4 280
Non-current provisions	10	1 345	1 392	1 596
Deferred tax liabilities	14	830	781	897
Total non-current liabilities		16 265	12 356	11 551
Financing liabilities - finance companies	13.3	272	327	407
Current provisions	10	4 941	5 065	4 782
Trade payables		14 505	13 551	13 362
Current taxes	14	469	525	234
Other payables	6.3.B	8 869	8 293	8 139
Derivative financial instruments on operating - liabilities		124	59	203
Operating liabilities		29 180	27 820	27 127
Current financial liabilities	12.5	2 520	2 182	2 531
Total current liabilities		31 700	30 002	29 658
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES		69 766	61 952	57 915

⁽¹⁾ - 2019 figures are preliminary.

Source : PSA, rapport annuel, 2019, page 16

Annexe 15 – Cash-flow, PSA 2019

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

<i>(in million euros)</i>	Notes	2019 ⁽¹⁾	2018	2017 ⁽²⁾ <i>restated</i>
Consolidated profit (loss) from continuing operations		3 584	3 295	2 354
Adjustments for non-cash items:				
> depreciation, amortisation and impairment	16.2	3 717	2 995	2 754
> provisions		(97)	304	220
> changes in deferred and current taxes		(139)	(142)	134
> (gains) losses on disposals and other		(190)	(651)	(377)
Net financial expenses (income)		344	446	238
Dividends received from, net of share in net result of, equity method investments		274	189	152
Fair value remeasurement of cash flow hedges		30	72	28
Change in carrying amount of leased vehicles		50	226	(90)
Funds from operations		7 573	6 734	5 413
Changes in working capital	6.4.A	1 132	1 661	46
Net cash from (used in) operating activities of continuing operations ⁽³⁾		8 705	8 395	5 459
Proceeds from disposals of shares in consolidated companies and of investments in non-consolidated companies		51	38	85
Acquisitions of consolidated subsidiaries and equity method investments		(1 293)	(713)	(1 095)
Proceeds from disposals of property, plant and equipment and of intangible assets		298	509	323
Investments in property, plant and equipment	8.2.B	(2 765)	(2 510)	(2 351)
Investments in intangible assets	8.1.B	(2 146)	(2 061)	(1 947)
Change in amounts payable on fixed assets		(160)	(198)	(239)
Other		43	196	68
Net cash from (used in) investing activities of continuing operations		(5 972)	(4 739)	(5 156)
Dividends paid:				
> to Peugeot S.A. shareholders		(697)	(474)	(431)
> to minority shareholders of subsidiaries		(133)	(143)	(135)
Proceeds from issuance of shares		4	27	305
(Purchases) sales of treasury shares		(29)	(48)	(137)
Changes in other financial assets and liabilities	16.4	923	631	42
Payment of lease liabilities		(377)	-	-
Other		-	-	2
Net cash from (used in) financing activities of continuing operations		(309)	(7)	(354)
Net cash from the transferred assets and liabilities of operations held for sale		-	-	(7)
Impact of hyperinflation		(28)	22	-
Effect of changes in exchange rates		7	(66)	(121)
Increase (decrease) in cash from continuing operations and held for sale or to be continued in partnership		2 403	3 605	(179)
Net cash and cash equivalents at beginning of period		15 402	11 797	11 976
NET CASH AND CASH EQUIVALENTS AT END OF PERIOD	16.1	17 805	15 402	11 797

Source : PSA, rapport annuel, 2019, page 17

Annexe 16 – Compte de résultat, FCA 2019

Consolidated Income Statement

(in € million, except per share amounts)

		Years ended December 31,		
	Note	2019	2018	2017
Net revenues	4	€ 108,187	€ 110,412	€ 105,730
Cost of revenues		93,164	95,011	89,710
Selling, general and other costs		6,455	7,318	7,177
Research and development costs	5	3,612	3,051	2,903
Result from investments:		209	235	399
<i>Share of the profit of equity method investees</i>	12	208	240	400
<i>Other income from investments</i>		1	(5)	(1)
Reversal of a Brazilian indirect tax liability	22	—	—	895
Gains on disposal of investments		15	—	76
Restructuring costs		154	103	86
Net financial expenses	6	1,005	1,056	1,345
Profit before taxes		4,021	4,108	5,879
Tax expense	7	1,321	778	2,588
Net profit from continuing operations		2,700	3,330	3,291
Profit from discontinued operations, net of tax	3	3,930	302	219
Net profit		€ 6,630	€ 3,632	€ 3,510
Net profit attributable to:				
Owners of the parent		€ 6,622	€ 3,608	€ 3,491
Non-controlling interests		8	24	19
		€ 6,630	€ 3,632	€ 3,510
Net profit from continuing operations attributable to:				
Owners of the parent		€ 2,694	€ 3,323	€ 3,281
Non-controlling interests		6	7	10
		€ 2,700	€ 3,330	€ 3,291
Earnings per share:	27			
Basic earnings per share		€ 4.23	€ 2.33	€ 2.27
Diluted earnings per share		€ 4.22	€ 2.30	€ 2.24
Earnings per share for Net profit from continuing operations:	27			
Basic earnings per share		€ 1.72	€ 2.15	€ 2.14
Diluted earnings per share		€ 1.71	€ 2.12	€ 2.11

Source : FCA, rapport annuel 2019, page 168

Annexe 17 – Bilan, FCA 2019

Consolidated Statement of Financial Position

(in € million)

	Note	At December 31,	
		2019	2018
Assets			
Goodwill and intangible assets with indefinite useful lives	9	€ 14,257	€ 13,970
Other intangible assets	10	12,447	11,749
Property, plant and equipment	11	28,608	26,307
Investments accounted for using the equity method	12	2,009	2,002
Other financial assets	13	340	362
Deferred tax assets	7	1,689	1,814
Other receivables	15	2,376	1,484
Tax receivables	15	94	71
Prepaid expenses and other assets		535	266
Other non-current assets		757	556
Total Non-current assets		63,112	58,581
Inventories	14	9,722	10,694
Assets sold with a buy-back commitment		1,626	1,707
Trade and other receivables	15	6,628	7,188
Tax receivables	15	372	419
Prepaid expenses and other assets		524	418
Other financial assets	13	670	615
Cash and cash equivalents	17	15,014	12,450
Assets held for sale	3	376	4,801
Total Current assets		34,932	38,292
Total Assets		€ 98,044	€ 96,873
Equity and liabilities			
Equity			
	26		
Equity attributable to owners of the parent		€ 28,537	€ 24,702
Non-controlling interests		138	201
Total Equity		28,675	24,903
Liabilities			
Long-term debt	21	8,025	8,667
Employee benefits liabilities	19	8,507	7,875
Provisions	2,20	5,027	5,413
Other financial liabilities	16	124	3
Deferred tax liabilities	7	1,628	937
Tax liabilities	2,22	278	149
Other liabilities	22	2,426	2,452
Total Non-current liabilities		26,015	25,496
Trade payables		21,616	19,229
Short-term debt and current portion of long-term debt	21	4,876	5,861
Employee benefit liabilities	19	544	595
Provisions	2,20	8,978	10,394
Other financial liabilities	16	194	204
Tax liabilities	2,22	122	203
Other liabilities	22	6,788	7,057
Liabilities held for sale	3	236	2,931
Total Current liabilities		43,354	46,474
Total Equity and liabilities		€ 98,044	€ 96,873

Source : FCA, rapport annuel 2019, page 170

Annexe 18 – Bilan, FCA 2018

Consolidated Statement of Financial Position

(in € million)

		At December 31	
	Note	2018	2017
Assets			
Goodwill and intangible assets with indefinite useful lives	9	€ 13,970	€ 13,390
Other intangible assets	10	11,749	11,542
Property, plant and equipment	11	26,307	29,014
Investments accounted for using the equity method	12	2,002	2,008
Other financial assets	13	362	482
Deferred tax assets	7	1,814	2,004
Other receivables	15	1,484	666
Tax receivables	15	71	83
Prepaid expenses and other assets		266	328
Other non-current assets		556	508
Total Non-current assets		58,581	60,025
Inventories	14	10,694	12,922
Assets sold with a buy-back commitment		1,707	1,748
Trade and other receivables	15	7,188	7,887
Tax receivables	15	419	215
Prepaid expenses and other assets		418	377
Other financial assets	13	615	487
Cash and cash equivalents	17	12,450	12,638
Assets held for sale	3	4,801	—
Total Current assets		38,292	36,274
Total Assets		€ 96,873	€ 96,299
Equity and liabilities			
Equity			
Equity attributable to owners of the parent	26	€ 24,702	€ 20,819
Non-controlling interests		201	168
Total Equity		24,903	20,987
Liabilities			
Long-term debt	21	8,667	10,726
Employee benefits liabilities	19	7,875	8,584
Provisions	20	5,561	5,770
Other financial liabilities	16	3	1
Deferred tax liabilities	7	937	388
Tax payables	22	1	74
Other liabilities	22	2,452	2,500
Total Non-current liabilities		25,496	28,043
Trade payables		19,229	21,939
Short-term debt and current portion of long-term debt	21	5,861	7,245
Employee benefit liabilities	19	595	694
Provisions	20	10,483	9,009
Other financial liabilities	16	204	138
Tax payables	22	114	309
Other liabilities	22	7,057	7,935
Liabilities held for sale	3	2,931	—
Total Current liabilities		46,474	47,269
Total Equity and liabilities		€ 96,873	€ 96,299

The accompanying notes are an integral part of the Consolidated Financial Statements.

Source : FCA, rapport annuel 2018, page 169

Annexe 19 – Cash-flow, FCA 2019

Consolidated Statement of Cash Flows

(in € million)

		Years ended December 31,		
	Note	2019	2018	2017
Cash flows from operating activities:				
Net profit from continuing operations	€	2,700	€ 3,330	€ 3,291
Amortization and depreciation		5,445	5,507	5,474
Net losses on disposal of tangible and intangible assets		19	1	16
Net gains on disposal of investments		(15)	—	(76)
Other non-cash items	29	1,541	129	(197)
Dividends received		156	75	102
Change in provisions	2	(1,744)	842	464
Change in deferred taxes		864	457	1,075
Change due to assets sold with buy-back commitments and GDP vehicles		(65)	158	(11)
Change in inventories		1,017	1,399	(1,596)
Change in trade receivables		100	19	(157)
Change in trade payables		2,020	(1,240)	937
Change in other liabilities, payables and receivables	2	(1,268)	(1,213)	358
Cash flows (used in)/from operating activities - discontinued operations		(308)	484	705
Total		10,462	9,948	10,385
Cash flows used in investing activities:				
Investments in property, plant and equipment and intangible assets		(8,385)	(5,392)	(8,105)
Investments in joint ventures, associates and unconsolidated subsidiaries		(2)	(3)	(9)
Proceeds from the sale of tangible and intangible assets		53	47	54
Net change in receivables from financing activities		336	(676)	(836)
Change in securities		(235)	(75)	174
Other changes		55	(7)	(4)
Net cash proceeds from disposal of discontinued operations		5,348	—	—
Cash flows used in investing activities - discontinued operations		(155)	(632)	(570)
Total		(2,985)	(6,738)	(9,296)
Cash flows used in financing activities:				
Repayment of notes	29	(1,480)	(1,850)	(2,235)
Proceeds of other long-term debt		329	935	811
Repayment of other long-term debt		(1,163)	(2,852)	(3,421)
Net change in short-term debt and other financial assets/liabilities		(782)	1,062	561
Distributions paid		(3,056)	(1)	(1)
Other changes		—	11	(2)
Cash flows from/(used in) financing activities - discontinued operations		325	(90)	(186)
Total		(5,827)	(2,785)	(4,473)
Translation exchange differences		212	106	(1,296)
Total change in Cash and cash equivalents		1,862	531	(4,680)
Cash and cash equivalents at beginning of the period		12,450	12,638	17,318
Add: Cash and cash equivalents at beginning of the period included within Assets held for sale		719	—	—
Total change in Cash and cash equivalents		1,862	531	(4,680)
Less: Cash and cash equivalents at end of the period - included within Assets held for sale		17	719	—
Cash and cash equivalents at end of the period	17	€ 15,014	€ 12,450	€ 12,638

The accompanying notes are an integral part of the Consolidated Financial Statements.

Source : FCA, rapport annuel 2019, page 171

Résumé :

Ce travail s'intéresse aux fusions et acquisitions (F&A) et plus précisément à la création de valeur actionnariale liée à ces opérations. Il s'agit d'une étude de cas, en l'occurrence Stellantis, un nouveau leader du secteur de l'automobile, issu de la fusion à 50/50 entre PSA (Peugeot Société Anonyme) et FCA (Fiat Chrysler Automobiles). L'analyse porte donc sur la création de valeur pour les actionnaires au regard de cette opération.

Ce travail se base sur l'approche comptable et analyse deux hypothèses relatives à la création de valeur : les synergies réalisées et les gains en part de marché. Dans le cas de Stellantis, nous observons que les synergies ont été source de création de valeur à court terme, mais qu'il nous est impossible de statuer sur la création de valeur à long terme. En effet, sur base de l'information disponible, l'association des synergies à des économies ou des gains d'efficience précis n'est pas possible.

En ce qui concerne l'analyse des parts de marché, on observe que celles-ci ont diminué dans les régions les plus importantes pour le groupe : l'Amérique du Nord et l'Europe. Cela peut être lié au fait que la fusion est récente et que l'intégration nécessite plus de temps. En conclusion, ce travail met en avant la création de valeur à court terme pour les actionnaires de Stellantis. Cette fusion présente un formidable terreau pour des travaux futurs visant à déterminer si cette fusion a créée de la valeur sur le long terme.