

Höegh Autoliners

PISTE D'INVESTISSEMENT

Bourse d'Oslo - Ticker : HAUTO / ISIN : **NO0011082075**

- Attention au roulis -

Date de l'analyse : 28.05.2025

Cours de référence : **85,25 NOK**

Objectif de cours : **115 NOK** (potentiel de +36%)

Introduction

Höegh Autoliners est une société norvégienne spécialisée dans le transport maritime de véhicules. Elle exploite une flotte de navires Roll-on/Roll-off (RoRo), conçus pour embarquer et débarquer des cargaisons en roulant, qu'il s'agisse d'automobiles, de camions, d'équipements de construction lourds ou d'autres types de fret, roulant ou non.

Créée en 2003, la société a été introduite à la bourse d'Oslo en novembre 2021. Elle emploie près de 1 700 employés et a réalisé un chiffre d'affaires de 1,4 milliards \$ en 2024.

Ses deux principaux actionnaires sont Leif O. Höegh et Morten W. Höegh, tous deux membres du conseil d'administration, détenant chacun 18% du capital.

Notre intérêt pour cette entreprise repose sur la forte rentabilité de ses capitaux propres, ainsi que sur sa valorisation attrayante au regard de ses résultats récents.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Présentation de l'activité

Höegh Autoliners est un acteur majeur du transport maritime RoRo à l'échelle mondiale, spécialisé dans le transport port-à-port de véhicules (voitures, camions), d'équipements lourds (matériel de chantier, équipements miniers), ainsi que d'autres types de cargaison.

La société opère une flotte de 38 navires PCTC (Pure Car and Truck Carrier), dont 34 sont détenus en propre et 4 affrétés. Elle assure plus de 2 000 escales portuaires par an et transporte environ 1,6 million d'unités équivalentes voiture (CEU) chaque année.

Son portefeuille clients est diversifié : grands constructeurs automobiles internationaux, industriels spécialisés dans l'équipement lourd, ...



La société emploie plus de 400 collaborateurs à terre et plus de 1 200 marins, répartis dans 16 bureaux internationaux.

Höegh Autoliners affiche des ambitions marquées en matière de durabilité. Elle vise à devenir le leader mondial du transport maritime PCTC à quasi-zéro émission.

Un pilier central de cette stratégie est le programme de construction des navires de nouvelle génération, les « Aurora », conçus pour fonctionner avec des émissions de gaz à effet de serre quasi nulles. Ces navires sont à la fois les plus gros (9100 CEU) et les plus respectueux de l'environnement jamais construits dans le secteur PCTC. Les quatre premiers exemplaires ont été livrés en 2024.

LES DAUBASSES



Höegh Aurora visiting Le Havre

L'objectif est de mettre en service 12 navires Aurora d'ici au premier semestre 2028. À fin 2024, la flotte se répartit comme suit :

| | Capacity (CEU) | Owned | Time Chartered | Average age | Breakbulk |
|---------------------|----------------|-----------------|----------------|-------------|-----------|
| Aurora Class | 9 100 | 4 | - | < 1.0 | 44% |
| Post-Panamax | 8 500 | 6 | - | 9.2 | 22% |
| Category 0 | 7 850 | 10 ¹ | - | 19.8 | 22% |
| Category 1 | ~6 500 | 10 | - | 20.9 | 19% |
| <6 000 | <6 000 | 5 | 3 | 18.5 | 22% |

1) Includes vessels on long-term BB charter with purchase options/obligation

Höegh Autoliners ambitionne également d'exploiter le premier navire propulsé à l'ammoniac dans le secteur PCTC, avec une mise en service qui pourrait intervenir dès 2027.

Résultats

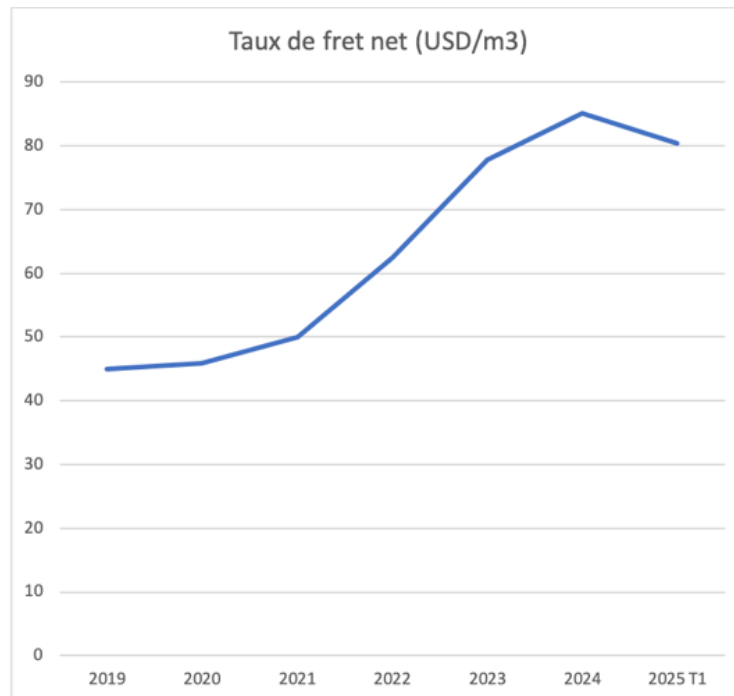
Introduite en bourse en 2021, la société ne dispose d'un historique de résultats publié que depuis 2018.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Chiffre d'affaires (en M USD) | 1 055 | 936 | 737 | 947 | 1 270 | 1 446 | 1 371 |
| Résultat net par action (en USD) | (0,48) | (0,47) | (0,14) | 0,65 | 1,57 | 3,09 | 3,25 |
| Flux de trésorerie disponible par action (en USD) | 0,26 | 1,64 | 1,34 | 0,88 | 1,82 | 3,37 | 2,24 |
| Marge opérationnelle courante | 6,9% | 22,3% | 1,6% | 17,5% | 24,9% | 50,9% | 50,5% |
| Retour sur fonds propres | - | -10,0% | -3,4% | 18,6% | 32,0% | 47,6% | 47,9% |

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](https://forum.daubasses.com)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Entre 2018 et 2024, l'évolution du chiffre d'affaires a été particulièrement erratique. Après une chute marquée en 2020 liée à la crise du Covid (-22%), l'activité a profité du rebond du trafic maritime et de la hausse des taux de fret. Comme le montre le graphique ci-dessous, le taux de fret net (en USD par m³) a quasiment doublé entre 2020 et 2024.



Dans ce contexte très porteur, les résultats ont explosé : d'une perte nette de 19 millions \$ en 2020, la société est passée à un bénéfice net de 620 millions \$ en 2024.

Malgré des pertes comptables entre 2018 et 2020, le flux de trésorerie disponible est resté positif sur l'ensemble des sept derniers exercices.

La marge opérationnelle courante a oscillé entre un plus bas de 1,6 % en 2020 et un sommet de 50,9 % en 2023, illustrant la forte cyclicité de l'activité. Le retour sur fonds propres est tout aussi volatile : de -10 % en 2019 à +48 % en 2023 et 2024.

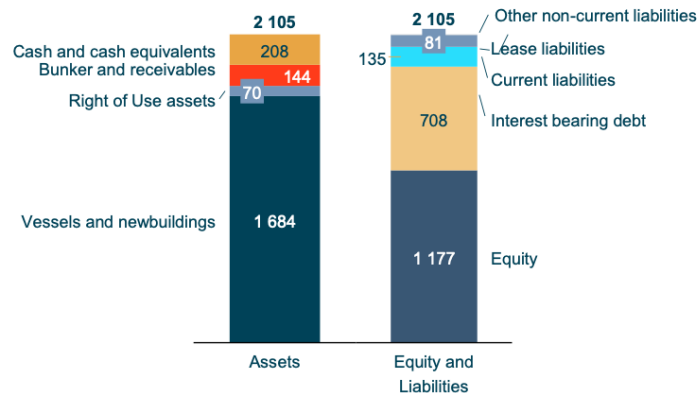
Bilan et création de valeur

Voici une photo du bilan à fin 2024 :

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

Balance sheet (USD mill)



Book equity per share: USD 6.2 (NOK 70)¹

À l'actif, les navires constituent le premier poste, avec une valeur nette de 1 684 millions \$, représentant 80% du total du bilan. La trésorerie se monte à 208 millions \$, soit 10% des actifs.

Au passif, les capitaux propres s'élèvent à 1 177 millions \$ et les dettes financière à 708 millions \$.

La dette nette s'établit ainsi à 500 millions \$ (708 - 208), faisant ressortir un *gearing* (dette nette / fonds propres) de 30%, un niveau modéré. Notre ratio de solvabilité maison ressort quant à lui à 62%, nettement au-dessus de notre seuil de vigilance fixé à 40%.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|
| Fonds propres part du groupe par action (USD) | 5,22 | 4,31 | 4,16 | 4,20 | 5,57 | 7,40 | 6,17 |
| Variation n/n-1 | - | -17% | -3% | 1% | 33% | 33% | -17% |
| Dividende par action (en USD) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,18 | 1,26 | 4,41 |
| Trésor nette (M USD) | (579) | (466) | (406) | (217) | (81) | 113 | (500) |
| Ratio de solvabilité | 47% | 36% | 40% | 56% | 68% | 88% | 62% |

On note cependant une forte augmentation de la dette nette en 2024 : +613 millions \$.

Ce levier a servi à financer l'acquisition de nouveaux navires (417 millions \$), ainsi qu'un dividende exceptionnel de 841 millions \$, représentant près de la moitié de la capitalisation actuelle.

On n'est pas contre les dividendes, mais un tel niveau de distribution interroge.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action)

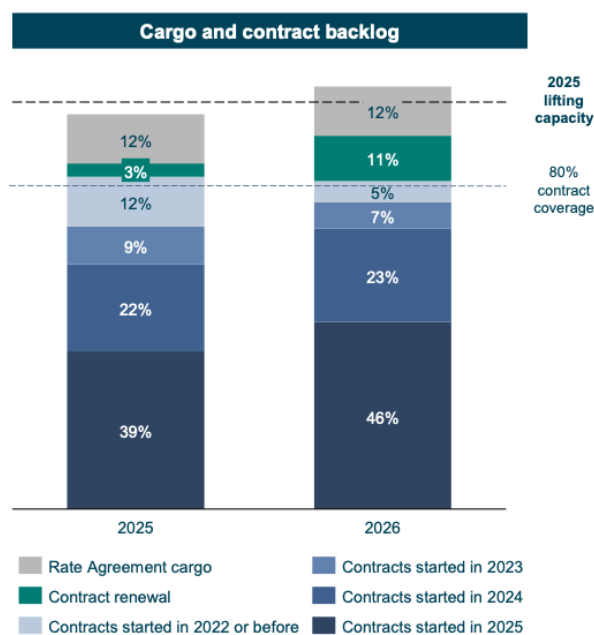
Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Entre 2018 et 2024, les capitaux propres n'ont progressé que de 18% principalement en raison de cette générosité envers les actionnaires. Toutefois, la création de valeur cumulée (hausse des fonds propres + dividendes) atteint +131%, soit un taux annualisé de 15%. Un niveau tout à fait honorable.

Valorisation

Valoriser une société aussi cyclique que Höegh Autoliners n'est pas une mince affaire. Ses performances dépendent étroitement des volumes transportés et des taux de fret.

Sur le plan des volumes, la situation actuelle est confortable. L'exercice a démarré avec un carnet de commandes record. 97% des capacités du groupe sont déjà assurées pour 2025, comme on peut le voir ci-dessous :



[Présentation des résultats du 1^{er} trimestre 2025](#)

Précisons que le marché est divisé entre :

- « *long-term contracts* » (contrats à long terme) : 82% du *backlog* 2025 et 81% de 2026.
- « *rate agreements* » : généralement des accords d'un an sans engagement, mais avec une tarification fixe. Les clients sont pour la plupart des transitaires et des expéditeurs de véhicules d'occasion.

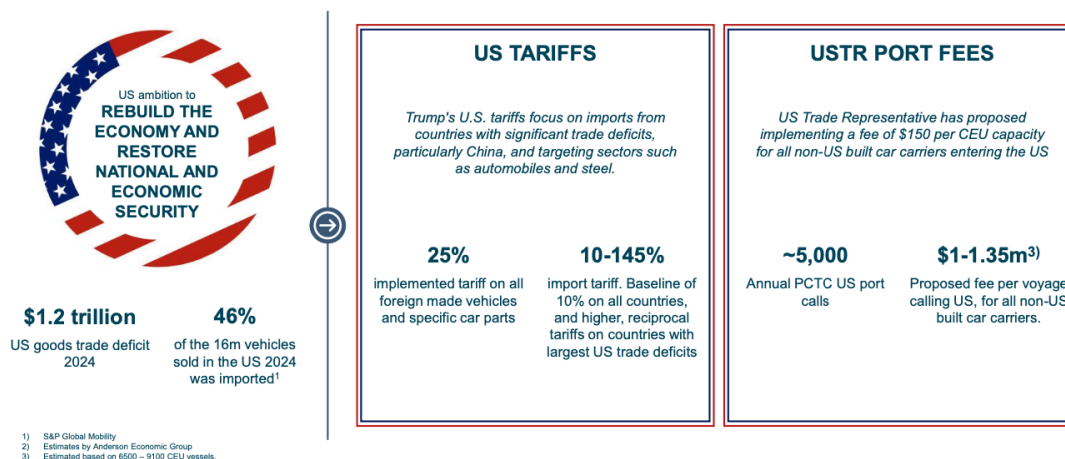
Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Il y aura peu de renouvellement de contrats en 2025, seulement 3%, mais davantage en 2026 (11%) et certainement plus encore en 2027 et 2028, sachant que la durée résiduelle moyenne des contrats est actuellement de 3,3 ans.

Avec la normalisation des taux de fret, ces contrats pourraient être renouvelés à des conditions moins avantageuses pour Höegh Autoliners.

Autre source d'incertitude : les barrières douanières. Le groupe évoque cette menace dans sa présentation des résultats du 1^{er} trimestre :

Proposed US tariffs and port fees may disrupt global trade and significantly impact the PCTC industry



46% des véhicules vendus aux États-Unis en 2024 étaient importés. Or, la politique commerciale de Trump cible particulièrement les secteurs à fort déficit (automobile, acier) et les pays comme la Chine. Une taxe de 150 \$ par CEU (Car Equivalent Unit) pourrait ainsi être instaurée.

Ces deux risques : renouvellement des contrats à des conditions dégradées et pressions douanières aux États-Unis, expliquent sans doute la baisse du titre de plus de 20% depuis le début de l'année.

Au cours actuel de **85,25 NOK** (soit 8,37 USD), le PER (cours / bénéfice) 2024 ressort à 2,6 et le ratio VE / EBIT (valeur d'entreprise / résultat opérationnel) à 3,0.

En 2025, les résultats pourraient se maintenir à des niveaux élevés compte tenu de l'embarqué. En revanche, la visibilité est beaucoup plus faible au-delà.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action)

LES DAUBASSES

Pour faire simple, et compte tenu de l'impossibilité de faire des prévisions fiables, nous allons appliquer à la moyenne du bénéfice des exercices 2018 à 2024, hors 2020 du fait de son caractère exceptionnel, un multiple raisonnable de neuf fois.

Avec un bénéfice par action moyen de **1,27 USD**, notre objectif de cours ressort à :
 $9 \times 1,27 = \mathbf{11,43 \text{ USD}}$, soit **116 NOK** (sur la base d'une parité USD/NOK = 10,18).

Au cours actuel, le potentiel ressort à +36%.

Conclusion

Höegh Autoliners a pleinement tiré parti d'un contexte de marché exceptionnellement porteur depuis 2022, marqué par une tension entre l'offre et la demande. Le bénéfice a ainsi été multiplié par cinq en l'espace de trois ans.

Avec un retour sur fonds propres proche de 50% et un PER inférieur à 3, l'affaire paraît presque trop belle pour être vraie. Cependant, il ne faut pas perdre de vue le caractère profondément cyclique de l'activité. Une normalisation des taux de fret, notamment avec l'arrivée de nouveaux navires sur le marché, pourrait rapidement peser sur les résultats. À cela s'ajoutent les incertitudes liées aux politiques commerciales américaines, qui pourraient affecter l'ensemble du transport maritime mondial.

Peter Lynch explique que les valeurs cycliques se lisent à l'envers : un PER bas peut indiquer un sommet de cycle, tandis qu'un PER élevé peut marquer un point bas. La vraie question est donc : où en sommes-nous dans le cycle ?

La direction, elle, affiche un optimisme certain, en redistribuant 100% de la trésorerie disponible aux actionnaires. Début 2025, [une réduction de capital](#) a même été mise en oeuvre pour maintenir un dividende généreux, en transférant une partie du capital social (non distribuable) vers les réserves (distribuables). Excès de confiance ou horizon réellement dégagé ? L'avenir nous le dira...

On note tout de même que la famille Höegh a réduit sa participation de 48,0% fin 2022 à 35,5% fin 2024. Par ailleurs, la quasi-totalité des actions propres rachetées en 2024 ont été attribuées aux salariés. Difficile d'y voir un signal fort de confiance dans les perspectives à moyen terme.

Pour toutes ces raisons, nous n'allons pas acheter le titre pour le *Portefeuille Pépites PEA*. Quitte à nous exposer à des valeurs cycliques, nous préférons des sociétés disposant d'un collatéral

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

tangible, comme [Akwel](#) ou [Jacquet Metals](#). Avec un *price-to-book* de 1,3 et des navires dont la valeur pourrait chuter dans un marché déprimé, Höegh Autoliners ne nous offre pas cette marge de sécurité.



Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

daubasses.com

© Tous droits réservés