

CAS : INTRODUCTION EN BOURSE DE PIRELLI



Hicham BOUCHAROUIT

Pascal QUIRY

Décembre 2018

Ce document ne peut être utilisé, reproduit ou cédé sans l'autorisation du Groupe HEC

Les éléments présentés dans ce cas sont inspirés d'opérations réelles, il convient néanmoins de souligner que certains faits et certaines données ont été modifiés par rapport à la réalité à des fins pédagogiques.

Description de PIRELLI (extraits de la brochure d'introduction en bourse)

Créé en 1872, PIRELLI est le cinquième fabricant mondial de pneumatiques¹. Le fabricant italien est un acteur de référence dans les pneumatiques consommateurs (automobiles et motos) et intervient principalement sur deux segments d'activité :

- Le segment « Haut de Gamme » regroupe les pneumatiques destinés principalement aux constructeurs automobiles dits « premium » et « prestige » : Audi, Bentley, BMW, Ferrari, McLaren, Mercedes et Porsche entre autres. En particulier, PIRELLI est le fournisseur exclusif des voitures de Formule 1. Avec une croissance anticipée de plus de 10 % par an jusqu'en 2020, ce segment, axé sur la technologie et l'innovation, développe des pneumatiques faites sur mesure, à forte valeur ajoutée, nécessitant des homologations de la part du client.
- Le segment « Standard » regroupe principalement les pneumatiques automobiles (PZero, Cinturato, Winter et Scorpion) et motocycles (Metzeler) destinés à un public plus large. Les pneumatiques de ce segment présentent des dimensions standard et la croissance de ce marché est estimée à 2,5 % par an d'ici 2020.

Dès 2014, PIRELLI a établi comme nouvelle ambition de devenir le leader mondial Haut de Gamme des pneumatiques consommateurs. Dans le cadre de cette stratégie, l'activité pneumatiques industriels (PIRELLI Industrial) a été entièrement cédée en mars 2017 et un fort recentrage sur le segment Haut de Gamme a été opéré, lequel devrait représenter 63 % du chiffre d'affaires d'ici 2020.

Côté depuis 1922, PIRELLI a été retiré de la bourse en 2015 lorsque le groupe chinois ChemChina a pris le contrôle du fabricant italien en reprenant une participation de 65 % dans le fonds d'investissement Marco Polo International Italy qui détient à 100 % PIRELLI au travers de sa filiale Marco Polo Industrial Holding.

Le chiffre d'affaires consolidé de PIRELLI est passé de 4,48 Md€ en 2014 à près de 5 Md€ au 31 décembre 2016², soit un taux de croissance annuel moyen de son chiffre d'affaires de 5,4 % sous l'effet de sa stratégie de développement du marché des pneumatiques Haut de Gamme. Le résultat opérationnel courant consolidé atteint, pour l'exercice clos le 31 décembre 2016, 844 M€.

PIRELLI fabrique principalement des pneumatiques pour les automobiles, représentant 93 % de son chiffre d'affaires en 2016. Le pneumaticien italien est présent, à la fois, sur le marché du remplacement de pneumatiques et celui de l'équipement d'origine des véhicules, respectivement 74 % et 26 % de ses revenus en 2016. En termes de géographie, l'Europe et l'Amérique du Nord représentent les principaux marchés de PIRELLI atteignant 42 % et 19 % de son chiffre d'affaires en 2016, tout en ayant une forte présence au Brésil et en Chine.

Pour soutenir sa nouvelle stratégie, PIRELLI envisageait de revenir en Bourse au premier semestre 2018, mais ses résultats positifs et des conditions de marché favorables l'ont conduit à accélérer le processus en avril 2017 et envisager une cotation en octobre 2017.

¹ Le marché des pneumatiques était estimé à 160 Md\$ en 2015.

² Ces chiffres ne tiennent pas compte des activités cédées ou abandonnées par PIRELLI entre 2014 et 2016.

Description de l'introduction de PIRELLI sur la Bourse de Milan

Dans le cadre de l'introduction en bourse envisagée au quatrième trimestre 2017, les actionnaires de PIRELLI ont l'intention de procéder à une cession d'actions existantes à de nouveaux investisseurs, appelée émission secondaire, pour un montant d'environ 2,5 Md€. L'objectif pour le fabricant italien est de gagner en visibilité sur la scène internationale suite à sa nouvelle stratégie et assurer une plus grande transparence et responsabilité aux yeux des investisseurs et des marchés financiers.

Questions

1. Faites une analyse financière de PIRELLI

2. Analysez les taux de croissance annuel moyen (TCAM) des sociétés comparables à PIRELLI mentionnées en annexe 2 sur la période 2016-2020.

Calculez, pour les comparables de PIRELLI, le TCAM du résultat d'exploitation sur la période 2016-2020 et le multiple du résultat d'exploitation 2017.

Quelle relation voyez-vous entre ces deux indicateurs ?

3. Calculez, pour PIRELLI, le TCAM du résultat d'exploitation sur la période 2016-2020.

Déduisez-en une fourchette de valorisation pour l'action PIRELLI, sachant qu'il existe 1 milliard d'actions.

4. Sans refaire les calculs, regardez attentivement dans l'annexe 3 les actualisations de flux de trésorerie extraites de 4 notes d'analystes différents. Quelle(s) valorisation(s) ne vous semble(nt) pas présenter d'erreur méthodologique majeure ? Quelles sont les erreurs commises par les autres analystes ? Pourquoi est-ce des erreurs ?

5. Choisissez dans l'annexe 3 le modèle d'évaluation des flux de trésorerie qui vous paraît pertinent et testez la sensibilité de la valeur calculée de l'action PIRELLI à :

- une variation de $\pm 0,77$ % du coût du capital
- une variation de $\pm 0,15$ % du taux de croissance à l'infini
- une variation de ± 78 M€ du flux de trésorerie disponible en 2021
- Qu'en pensez-vous ?

Vous pouvez télécharger les modèles d'évaluation de l'action PIRELLI sur le site www.vernimmen.net, onglet quizz, cas.

6. Compte tenu des différents calculs que vous avez effectués, dans quel niveau de fourchette de prix proposez-vous d'introduire l'action PIRELLI en bourse en octobre 2017 ? Pourquoi ?

7. Quel sera l'impact de l'introduction en bourse sur le bilan et le compte de résultat de PIRELLI ?

Si l'introduction en bourse avait eu lieu par augmentation de capital (création d'actions nouvelles) et non par cessions d'actions existantes, votre réponse aurait-elle été différente ? Pourquoi ?

8. Si l'introduction en bourse avait eu lieu en 2016, pensez-vous que celle-ci aurait pris la forme d'une cession d'actions détenues par les actionnaires ? Pourquoi ?

ANNEXES

1. Principales données financières de PIRELLI

Nota Bene:

Le compte de résultat, le bilan comptable et le tableau de flux de trésorerie présentés sont à périmètre constant, c'est-à-dire que les actifs cédés entre 2014 et 2017 sont considérés comme cédés dès 2014 (cession de PIRELLI Industrial et arrêt des activités de PIRELLI Venezuela CA entre autres). Ainsi, ces retraitements permettent une analyse financière cohérente sur la période 2014-2017.

2. Données sur des sociétés comparables à PIRELLI
3. Application de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) par les analystes financiers pour valoriser PIRELLI

ANNEXE 1 :

Principales données financières de PIRELLI³

Compte de résultat

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

En millions d'euros	2014	2015	2016	2017e
Chiffre d'affaires	4 480	4 785	4 976	5 412
Segment Haut de Gamme	2 035	2 484	2 755	3 113
Segment Standard	2 445	2 301	2 222	2 300
- Achats consommés	(2 325)	(2 469)	(2 548)	(2 760)
= Marge Brute	2 155	2 316	2 428	2 652
- Charges de personnel	(996)	(1 055)	(986)	(1 096)
- Recherche et Développement (R&D)	(181)	(187)	(209)	(220)
- dont R&D dédié au marché Haut de Gamme et services associés	(175)	(177)	(191)	(196)
+ Autres produits (charges) d'exploitation	(89)	(52)	(151)	(140)
= Excédent brut d'exploitation	890	1 021	1 082	1 196
- Dotations aux amortissements et aux provisions nettes	(235)	(252)	(238)	(264)
= Résultat d'exploitation	654	769	844	933
Segment Haut de Gamme	447	596	686	774
Segment Standard	207	174	158	159
+ Résultat financier	(257)	(309)	(427)	(363)
+ Eléments non récurrents	88	179	130	69
= Résultat avant impôt	485	640	547	639
- Impôt sur les bénéfices	(129)	(188)	(126)	(136)
+ Part des sociétés mises en équivalence	(87)	(41)	(20)	(7)
= Résultat net des activités poursuivies	269	411	401	496
+ Résultat net des activités abandonnées / cédées	18	(15)	-	-
- Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	(6)	(6)	(105)	(110)
= Résultat net	280	390	296	387
- Intérêts minoritaires	(11)	(5)	(9)	(12)
= Résultat net part du groupe	269	384	287	375

Compte de résultat en %

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

En % du chiffre d'affaires	2014	2015	2016	2017e
Chiffre d'affaires	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Segment Haut de Gamme	45,4 %	51,9 %	55,4 %	57,5 %
Segment Standard	54,6 %	48,1 %	44,6 %	42,5 %
- Achats consommés	-51,9 %	-51,6 %	-51,2 %	-51,0 %
= Marge Brute	48,1 %	48,4 %	48,8 %	49,0 %
- Charges de personnel	-22,2 %	-22,1 %	-19,8 %	-20,3 %
- Recherche et Développement (R&D)	-4,0 %	-3,9 %	-4,2 %	-4,1 %
+ Autres produits (charges) d'exploitation	-3,9 %	-3,7 %	-3,8 %	-3,6 %
= Excédent brut d'exploitation	19,9 %	21,3 %	21,7 %	22,1 %
- Dotations aux amortissements et aux provisions nettes	-5,3 %	-5,3 %	-4,8 %	-4,9 %
= Résultat d'exploitation	14,6 %	16,1 %	17,0 %	17,2 %
+ Résultat financier	-5,7 %	-6,4 %	-8,6 %	-6,7 %
+ Eléments non récurrents	2,0 %	3,7 %	2,6 %	1,3 %
= Résultat avant impôt	10,8 %	13,4 %	11,0 %	11,8 %
- Impôt sur les bénéfices	-2,9 %	-3,9 %	-2,5 %	-2,5 %
+ Part des sociétés mises en équivalence	-1,9 %	-0,9 %	-0,4 %	-0,1 %
= Résultat net des activités poursuivies	6,0 %	8,6 %	8,1 %	9,2 %
+ Résultat net des activités abandonnées / cédées	0,4 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %
- Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	-0,1 %	-0,1 %	-2,1 %	-2,0 %
= Résultat net	6,3 %	8,1 %	6,0 %	7,1 %
- Intérêts minoritaires	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,2 %
= Résultat net part du groupe	6,0 %	8,0 %	5,8 %	6,9 %

³ e: estimé

Tableau des flux de trésorerie

En millions d'euros	2014	2015	2016	2017e
Résultat net	280	390	296	387
+ Dotation aux amortissements	235	252	238	264
+ Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	6	6	105	110
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	385	(2)	396	118
= Capacité d'autofinancement	906	646	1 035	878
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	(221)	61	32	299
= Flux d'exploitation (1)	685	707	1 066	1 176
- Investissements nets en immobilisations corporelles et incorporelles	(288)	(340)	(245)	(489)
Investissements en immobilisations corporelles	(287)	(338)	(333)	(489)
Cessions en immobilisations corporelles	10	10	96	-
Investissements en immobilisations incorporelles	(11)	(12)	(8)	-
Cessions en immobilisations in corporelles	-	-	-	-
- Acquisitions (cessions) d'autres actifs non courants	102	(9)	(193)	(155)
= Flux d'investissement (2)	(185)	(349)	(438)	(644)
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	500	358	629	532
+ Augmentation de capital	6	0	0	1 189
+ Flux liés aux instruments financiers	(185)	(285)	(304)	36
- Dividendes versés	(102)	(168)	0	(13)
= Flux de financement (3)	(281)	(452)	(304)	1 213
= Réduction (augmentation) de la dette nette (1)+(2)+(3)	219	(94)	325	1 744

Bilan

En millions d'euros	2014	2015	2016	2017e
Immobilisations corporelles	2 115	2 075	2 925	2 960
+ Immobilisations incorporelles	6 013	5 996	5 996	5 893
+ Immobilisations financières	368	392	246	268
+ Autres actifs non-courants	31	0	0	0
= Actifs immobilisés (1)	8 526	8 464	9 168	9 121
Stocks	850	849	874	941
+ Clients	566	584	680	653
+ Autres actifs d'exploitation	137	0	19	61
- Fournisseurs	1 243	1 173	1 280	1 674
- Autres dettes d'exploitation	139	149	214	201
= Besoin en fonds de roulement (2)	172	111	79	(220)
Actif économique = (1)+(2)	8 698	8 574	9 246	8 901
Capitaux propres part du groupe	3 193	2 974	3 971	5 370
+ Intérêts minoritaires	0	0	0	0
= Capitaux propres (3)	3 193	2 974	3 971	5 370
Dettes financières LT	6 218	5 613	6 236	4 265
+ Dettes financières CT	343	964	634	570
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	1 050	977	1 595	1 304
= Endettement bancaire et financier net (4)	5 506	5 600	5 275	3 531
Capitaux investis = (3)+(4)	8 698	8 574	9 247	8 901

Rotation du BFR d'exploitation et de ses constituants

En nombre de jours	2014	2015	2016	2017e
BFR d'exploitation / Chiffre d'affaires HT	14j	8j	6j	- 15j
Crédit clients / Chiffre d'affaires TTC	38j	36j	41j	36j
Stock / Chiffre d'affaires HT	69j	65j	64j	63j
Encours fournisseurs / Achats TTC	160j	142j	150j	181j

Rentabilités

	2014	2015	2016	2017e
Résultat d'exploitation après impôt / Chiffre d'affaires	10,7 %	11,4 %	13,1 %	13,6 %
× Chiffre d'affaires / Actif économique	0,5	0,6	0,5	0,6
= Rentabilité économique après impôt	5,5 %	6,3 %	7,0 %	8,2 %
Rentabilité des capitaux propres après impôt (hors éléments non récurrents, résultat des activités abandonnées / cédées et dotations aux amortissements des écarts d'acquisition)	5,7 %	7,8 %	6,8 %	8,0 %
Levier financier (Endettement bancaire et financier net/ Capitaux propres)	1,72x	1,88x	1,33x	0,66x

Augmentation de capital en juin 2017

En vue de préparer son introduction en bourse, PIRELLI a procédé, en juin 2017, à une augmentation en capital d'un montant de près 1,2 Md€, réservée à ses 3 actionnaires :

- Le groupe chinois ChemChina détenant 65 % des actions
- Le fonds d'investissement italien Camfin, actionnaire à hauteur de 22,4 %
- Le fonds d'investissement russe LTI détenant 12,6 % des actions

Cette augmentation de capital a permis à PIRELLI d'améliorer la structure financière du groupe en refinançant notamment une partie de sa dette bancaire pour un montant s'élevant à 4,2 Md€.

ANNEXE 2 :

Données sur des sociétés comparables à PIRELLI⁴

En millions d'euros	PIRELLI	Bridgestone	Continental	Goodyear	Michelin
Capitalisation boursière	?	29 499	43 250	7 005	22 012
Capitaux propres	3 971	17 125	14 270	4 152	10 599
Valeur de la dette bancaire et financière nette	3 531	(972)	6 960	3 458	4 387
Chiffre d'affaires 2016	4 976	25 157	40 550	12 893	20 907
Excédent brut d'exploitation 2016	1 082	4 807	6 057	2 202	4 183
Résultat d'exploitation 2016	844	3 389	4 341	1 688	2 791
Résultat net 2016	287	2 002	3 048	907	1 667
Chiffre d'affaires 2017	5 412	27 017	43 982	12 558	21 960
Excédent brut d'exploitation 2017	1 196	4 654	6 774	1 808	4 324
Résultat d'exploitation 2017	933	3 279	4 692	1 170	2 742
Résultat net 2017	375	2 175	3 157	645	1 700
Chiffre d'affaires 2018	5 747	28 075	46 466	12 791	21 739
Excédent brut d'exploitation 2018	1 337	5 014	7 359	1 993	4 324
Résultat d'exploitation 2018	1 056	3 619	5 156	1 360	2 898
Résultat net 2018	446	2 332	3 525	772	1 886
Chiffre d'affaires 2019	6 192	28 944	49 127	13 153	22 207
Excédent brut d'exploitation 2019	1 488	5 208	7 927	2 214	4 538
Résultat d'exploitation 2019	1 183	3 769	5 588	1 518	3 087
Résultat net 2019	574	2 445	3 860	923	2 029
Chiffre d'affaires 2020	6 684	30 603	51 863	13 382	22 984
Excédent brut d'exploitation 2020	1 666	5 329	8 367	2 269	4 750
Résultat d'exploitation 2020	1 336	3 833	5 736	1 561	3 265
Résultat net 2020	699	2 380	4 035	936	2 192
Taux de Croissance Annuel Moyen (TCAM) 2016 - 2020 (%)	PIRELLI	Bridgestone	Continental	Goodyear	Michelin
Chiffre d'affaires	7,7 %	5,0 %	6,3 %	0,9 %	2,4 %
Excédent brut d'exploitation	11,4 %	2,6 %	8,4 %	0,8 %	3,2 %
Résultat d'exploitation	?	?	?	?	?
Résultat net	24,9 %	4,4 %	7,3 %	0,8 %	7,1 %

⁴ Les montants ont été convertis en euros pour Bridgestone (Yen) et Goodyear (USD) en utilisant le taux de change moyen sur l'année.

ANNEXE 3 : Application de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) par les analystes pour valoriser PIRELLI

Flux de trésorerie				
	2017E	2018E	2019E	2020E
<i>Chiffre d'affaires</i>	5 412	5 747	6 192	6 684
Résultat d'exploitation	933	1 056	1 183	1 336
Impôt théorique à 28 %	(261)	(296)	(331)	(374)
Dotation aux amortissements	264	281	304	329
Investissements	(489)	(433)	(441)	(434)
Variation du BFR	299	(423)	(76)	(87)
= Flux de trésorerie disponible	744	186	639	770
Coût du capital				
Taux sans risque	2,20%			
Prime de risque de marché	6,00%			
Beta des capitaux propres	1,11			
Coût des capitaux propres	8,84%			
Croissance à l'infini				
Taux de croissance à l'infini	1,5%			
Flux terminal 2021	782			
Calcul de la valeur				
Valeur terminale en 2020	10 655			
+ Valeur actuelle des flux 2017 - 2020	1 886			
= Valeur de l'Actif Economique	12 541			
- Endettement net moyen et minoritaires	3 531			
= Valeur des Capitaux Propres	9 009			
Nombre d'actions	1 000			
Valeur de l'action	9,0 €			

2

Actualisation des flux de trésorerie disponibles. Analyste 2.

Flux de trésorerie				
	2017E	2018E	2019E	2020E
<i>Chiffre d'affaires</i>	5 412	5 747	6 192	6 684
Résultat d'exploitation	933	1 056	1 183	1 336
Impôt théorique à 28 %	(261)	(296)	(331)	(374)
Dotation aux amortissements	264	281	304	329
Investissements	(489)	(433)	(441)	(434)
Variation du BFR	299	(423)	(76)	(87)
= Flux de trésorerie disponible	744	186	639	770
Coût du capital				
Taux sans risque	2,20%			
Prime de risque de marché	6,00%			
Beta des capitaux propres	1,11			
Coût des capitaux propres	8,84%			
Coût de la dette après impôt	4,25%			
Dette nette / Valeur Actif Economique	25,14%			
Coût du capital	7,68%			
Croissance à l'infini				
Taux de croissance à l'infini	1,5%			
Flux terminal 2021	782			
Calcul de la valeur				
Valeur terminale en 2020	12 643			
Valeur actuelle de la valeur terminale	9 402			
+ Valeur actuelle des flux 2017 - 2020	1 937			
= Valeur des Capitaux Propres	11 339			
Nombre d'actions	1 000			
Valeur de l'action	11,3 €			

3

Actualisation des flux de trésorerie disponibles. Analyste 3.

Flux de trésorerie				
	2017E	2018E	2019E	2020E
Chiffre d'affaires	5 412	5 747	6 192	6 684
Résultat net	375	446	574	699
Dotation aux amortissements	264	281	304	329
Investissements	(489)	(433)	(441)	(434)
= Flux de trésorerie disponible	149	295	437	594
Coût du capital				
Taux sans risque	2,20%			
Prime de risque de marché	6,00%			
Beta des capitaux propres	1,11			
Coût des capitaux propres	8,84%			
Coût de la dette après impôt	4,25%			
Dette nette / Valeur Actif Economique	25,14%			
Coût du capital	7,68%			
Croissance à l'infini				
Taux de croissance à l'infini	1,5%			
Flux terminal 2021	603			
Calcul de la valeur				
Valeur terminale en 2020	9 758			
Valeur actuelle de la valeur terminale	7 257			
+ Valeur actuelle des flux 2017 - 2020	1 185			
= Valeur de l'Actif Economique	8 442			
- Endettement net moyen et minoritaires	3 531			
= Valeur des capitaux propres	4 911			
Nombre d'actions	1 000			
Valeur de l'action	4,9 €			

4

Actualisation des flux de trésorerie disponibles. Analyste 4.

Flux de trésorerie				
	2017E	2018E	2019E	2020E
Chiffre d'affaires	5 412	5 747	6 192	6 684
Résultat d'exploitation	933	1 056	1 183	1 336
Impôt théorique à 28 %	(261)	(296)	(331)	(374)
Dotation aux amortissements	264	281	304	329
Investissements	(489)	(433)	(441)	(434)
Variation du BFR	299	(423)	(76)	(87)
= Flux de trésorerie disponible	744	186	639	770
Coût du capital				
Taux sans risque	2,20%			
Prime de risque de marché	6,00%			
Beta des capitaux propres	1,11			
Coût des capitaux propres	8,84%			
Coût de la dette après impôt	4,25%			
Dette nette / Valeur Actif Economique	25%			
Coût du capital	7,68%			
Croissance à l'infini				
Taux de croissance à l'infini	1,5%			
Flux terminal 2021	782			
Calcul de la valeur				
Valeur terminale en 2020	12 643			
Valeur actuelle de la valeur terminale	9 402			
+ Valeur actuelle des flux 2017 - 2020	1 937			
= Valeur de l'Actif Economique	11 339			
- Endettement net moyen et minoritaires	3 531			
= Valeur des capitaux propres	7 808			
Nombre d'actions	1 000			
Valeur de l'action	7,8 €			

