

Louvain School of Management

Analyse fondamentale des actions

Valorisation des entreprises

Cas pratique - RESILUX

Auteur : Lucas Manzella

Promoteur : Isabelle Platten

Année académique 2018 – 2019

Avant-propos

Le présent mémoire est réalisé en vue de l'obtention du master en Sciences de Gestion à l'Université Catholique de Louvain. Grâce au programme double diplôme UC Louvain – ICHEC, j'ai pu suivre lors de ma dernière année de master une formation spécifique en finance avancée visant à préparer les étudiants aux examens du CFA Institute.

Portant un intérêt incontestable pour la finance et plus spécialement pour les marchés financiers, je propose, au travers de ce travail, de vous emmener à la découverte du domaine de l'analyse fondamentale des actions et, plus précisément, sur le sujet de la valorisation des entreprises par une approche pratique. Ainsi, ce mémoire aura pour but d'initier une couverture de la société belge Resilux afin d'émettre une recommandation d'investissement sur le titre.

Avant de vous laisser prendre connaissance des fruits de mon travail, je souhaite manifester ma satisfaction quant à la rédaction de ce dernier. Ce fut une expérience enrichissante, car il m'a permis de donner vie, au moyen d'une application concrète, à l'ensemble des concepts théoriques développés et envisagés tout au long de mon cursus universitaire.

Ce mémoire m'a donné l'occasion de compléter ma formation universitaire en ayant l'opportunité d'entreprendre une expérience de la vie réelle en tant qu'analyste financier. Cette expérience d'apprentissage unique est un outil exceptionnel qui a pu m'offrir plus de consistance relative à mon développement et à ma future représentation professionnelle. Il m'a permis de prendre connaissance de l'entreprise, de son environnement économique et concurrentiel, de réaliser une analyse financière, d'évaluer stratégiquement une situation donnée à un moment donné, d'utiliser des méthodes de valorisation dans l'intention de construire un dossier d'investissement attrayant.

En outre, ce travail m'a demandé énormément de recherches, d'autonomie, de rigueur d'analyse et d'organisation.

Remerciements

Je tiens à adresser mes plus sincères remerciements à l'ensemble des personnes qui ont contribué, de près ou de loin, à la réalisation de ce mémoire.

Je souhaite remercier mon promoteur, Madame la Professeure Isabelle Platten, qui a su m'accompagner et me diriger dans la rédaction du présent travail.

Toute ma gratitude également à Monsieur Guy Sips, analyste financier chez KBC pour son aide précieuse lors de nos deux rencontres afin de débattre et d'échanger des informations m'aidant à avancer dans mon mémoire.

Ensuite, je remercie, avec ma plus sincère estime et toute ma reconnaissance, toutes les personnes qui m'ont, tout au long de mes études, accompagné et soutenu au quotidien.

Encore une fois, merci à tous.

Table des matières

INTRODUCTION	1
PARTIE 1. REVUE DE LITTERATURE	5
1.1 ANALYSE FINANCIERE ET LE ROLE DES ANALYSTES FINANCIERS	5
1.1.1 <i>Origine de l'analyse financière</i>	5
1.1.2 <i>Analyse fondamentale</i>	6
1.1.3 <i>Métier d'analyste financier, ses rôles et apports</i>	7
1.2 METHODES DE VALORISATION DES ENTREPRISES	9
PARTIE 2. ANALYSE EMPIRIQUE – CAS PRATIQUE : RESILUX	12
2.1 PROFIL DE LA SOCIETE	12
2.2 MARCHE MONDIAL DES CONTENANTS ET DES EMBALLAGES	12
2.3 FACTEURS LIES A L'ENVIRONNEMENT DE MARCHE – LES OPPORTUNITES ET LES MENACES	13
2.3.1 <i>Opportunité liée aux prévisions de croissance future du marché des contenants et des emballages en plastique rigide</i>	13
2.3.2 <i>Opportunité liée à la demande des pays émergents</i>	14
2.3.3 <i>Opportunité liée à la technologie</i>	14
2.3.4 <i>Menace liée à la technologie</i>	15
2.3.5 <i>Opportunité liée aux tendances écologiques du marché</i>	15
2.3.6 <i>Menace liée au marché concurrentiel</i>	16
2.3.7 <i>Menace liée à la volatilité du prix de la matière première</i>	16
2.4 DESCRIPTION DE L'ACTIVITE DE RESILUX DANS LE MARCHE DES CONTENANTS ET DES EMBALLAGES	16
2.5 REPARTITION DES REVENUS	17
2.5.1 <i>Répartition des revenus géographique</i>	18
2.5.2 <i>Répartition des revenus par activité</i>	18
2.6 STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT	19
2.7 CORPORATE MANAGEMENT	20
2.8 FACTEURS LIES A L'ACTIVITE DE L'ENTREPRISE – LES FORCES ET LES FAIBLESSES	21
2.8.1 <i>Force liée à la tendance écologique du marché</i>	21
2.8.2 <i>Force liée à la volatilité des prix de la matière première</i>	21
2.8.3 <i>Faiblesse liée au manque de présence sur les marchés émergents</i>	22
2.8.4 <i>Force liée à la diversité des secteurs finaux</i>	22
2.8.5 <i>Force liée à la faible dépendance par rapport à ses clients</i>	22
2.8.6 <i>Force liée à la nature même de l'activité de Resilux</i>	22
2.9 STRATEGIE DE L'ENTREPRISE	22
2.9.1 <i>Stratégie axée sur des produits de qualité à plus grande valeur ajoutée</i>	23

2.9.2	<i>Stratégie axée sur le recyclage</i>	23
2.10	EXISTENCE D'UN POTENTIEL RACHAT PAR UN FONDS DE PRIVATE-EQUITY ?	24
2.11	RESILUX ET LA BOURSE DE BRUXELLES	25
2.12	ANALYSE FINANCIERE	26
2.12.1	<i>Situation actuelle de l'entreprise</i>	26
2.12.2	<i>Marges</i>	27
2.12.3	<i>Évolution future des revenus</i>	28
2.12.4	<i>Taux d'imposition</i>	29
2.12.5	<i>Politique de distribution des dividendes</i>	29
2.12.6	<i>Dépenses en capital - Capex</i>	30
2.13	VALORISATION.....	31
2.13.1	<i>Valorisation par les flux de trésorerie actualisés</i>	31
2.13.1.1	Taux de croissance à long terme	33
2.13.1.2	WACC.....	34
2.13.2	<i>Valorisation par les sociétés comparables</i>	35
2.14	RISQUE LIE AU PRIX CIBLE	38
2.14.1	<i>Analyse de sensibilité</i>	38
2.14.2	<i>Simulation de Monte-Carlo</i>	40
2.15	FACTEURS DE RISQUE	44
2.15.1	<i>Risque de change</i>	44
2.15.2	<i>Risque de prix</i>	45
2.15.3	<i>Risque de crédit</i>	45
2.15.4	<i>Saisonnalité et risque de stocks</i>	45
2.15.5	<i>Structure du capital</i>	45
2.15.6	<i>Risque lié à la nouvelle technologie</i>	46
2.15.7	<i>Risque lié à l'environnement légal</i>	46
2.15.8	<i>Risque lié à l'environnement économique</i>	46
	CONCLUSION	48
	BIBLIOGRAPHIE	50

Introduction

Dans l'environnement économique et financier actuel, quotidiennement, tous les professionnels du monde de la finance et de l'investissement, qu'ils soient analystes, investisseurs, gestionnaires de portefeuille, régulateurs ou autres, tous cherchent à obtenir des éléments de réponse concernant des questions particulières envers un titre spécifique. Quelle est la situation d'une telle société ? Dans quel environnement de marché évolue-t-elle ? Quel est son avenir ?... Inévitablement, un nombre incalculable de questions peuvent être posées. Cependant, tous cherchent la réponse à une question simple, mais au combien fondamentale : quelle est la valeur d'un actif, d'un titre donné sur le marché à un moment précis ?

Parmi les différents acteurs liés au marché financier, le rôle joué par les analystes financiers va être primordial. Permettant d'alimenter une multitude de métiers annexes, ces derniers sont indispensables puisqu'ils sont chargés de déterminer sur base d'estimation hypothétique la valeur prospective d'un actif. Ils doivent disposer d'une qualité d'analyse rigoureuse afin d'œuvrer sur le marché. Pour ce faire, ils ont besoin d'informations les aidant à percevoir et intégrer les diverses actualités relatives à la situation économique, financière et environnementale d'une quelconque société.

La valorisation des entreprises est l'outil utilisé par ces analystes afin de fournir des éléments de réponse aux diverses questions provenant du marché. L'aboutissement principal de leur travail consiste en la production d'un rapport de recherche permettant d'émettre une recommandation (liée à un objectif de cours) relative à la performance future attendue d'un titre. Si le métier réalisé par les analystes buy-side et sell-side partage des rôles sensiblement identiques, des différences subsistent quant aux buts poursuivis. En effet, un analyste sell-side a pour objectif de procurer de l'information, de fournir des prévisions et des recommandations pouvant constituer une base d'information non négligeable pour la prise de décision d'investissement. Généralement, les informations et analyses fournies par ces ceux-ci seront employées et retraitées par les analystes buy-side. De son côté, un tel analyste réalisera des recherches afin d'identifier des opportunités d'investissement permettant une implémentation dans les portefeuilles gérés. Le travail qu'ils apportent sera néanmoins critique. L'estimation de la valeur d'un actif est une composante éminente et considérable du succès d'un investissement. A terme, le succès ou l'échec d'une prise de décision d'investissement sera

mesuré par rapport à la décision prise dans le chef d'investisseurs sur base des informations disponibles.

Dès lors que la valorisation des entreprises est un vrai sujet de finance appliquée, il est attrayant et nécessaire de développer la vision du métier d'un analyste financier à la lumière d'une approche pratique. Dans le cadre de ce mémoire, cette analyse sera réalisée et développée pour une société cotée sur la bourse de Bruxelles, la société belge Resilux. Fondée en 1992 par la famille De Cuyper, elle s'insère aujourd'hui dans son environnement concurrentiel comme une entreprise incontestable de solutions d'emballages en polyéthylène téréphtalate. En 2017, l'activité de la société avait été tourmentée en raison d'une intention de rachat de la part du groupe américain Bain Capital. Le groupe de gestion d'actifs et de services financiers avait fait s'envoler le cours de Resilux juste en dessous des 195 €. En vain, puisque peu de temps après, l'intention d'achat initialement annoncée a dû être abandonnée fin mars 2017. L'action, lors de cette nouvelle, rechute aux alentours de 160 €. Depuis lors, le cours du titre Resilux n'a pas connu de regain d'énergie. Cependant, les récents changements en matière de développement durable et de recyclage initié par la commission européenne font bouger les choses. Les changements stratégiques sont en place et la société Resilux est prête pour affronter l'avenir. Qu'en est-il de la situation de la société 2 ans après la tentative de rachat ? Qu'advient-il de la société dans les années à venir ?

En tenant compte de ses perspectives d'évolution, le but de mon étude est d'identifier et de fournir une recommandation d'investissement via une estimation la plus juste possible de la valeur actuelle du titre Resilux. L'intérêt sous-jacent derrière l'analyse fondamentale est d'aider les participants du domaine financier à prendre des décisions. Pour cela, j'ai divisé ce travail en deux parties distinctes. La première partie renverra à une analyse de la littérature existante. Quant à elle, la deuxième partie concernera le cœur de mon mémoire et reprendra les divers éléments analysés afin d'émettre une recommandation adaptée à la situation de la société Resilux.

La première partie consacrée à la revue de la littérature sera articulée en 2 axes. Tout d'abord, je m'étendrai sur l'analyse financière et le rôle joué par les analystes au sein du monde financier. A cette occasion, je m'attèlerai à retracer l'origine de l'analyse financière avant d'apporter des détails plus précis sur son concept. Celui-ci est distingué en deux grandes catégories, l'analyse technique d'une part et l'analyse fondamentale, qui sera au centre d'application de mon

mémoire, d'autre part. Je m'intéresserai également au métier d'analyste financier dans son ensemble en parcourant ses rôles et ses apports dans la profession financière. Ensuite, le deuxième axe sur lequel je me pencherai traitera des différentes méthodes de valorisation des entreprises.

Cette première partie théorique m'a permis de cerner les notions utiles de la théorie de l'analyse financière et des différentes méthodes de valorisation existantes. Elle m'a donné l'occasion d'introduire mon sujet dans son contexte et de définir le cadre dans lequel mon mémoire va se dérouler.

La deuxième partie de mon travail se concentrera sur l'analyse concrète de la société Resilux. Elle sera divisée en plusieurs sous-sections. Tout d'abord, je l'entamerai avec une approche plus large, j'y développerai une vue d'ensemble de l'industrie en expliquant principalement les caractéristiques liées à l'environnement de marché au sein duquel la société Resilux a évolué et va encore progresser. Après avoir situé l'environnement, je réaliserai une analyse des différents éléments internes à la société en décrivant son activité, la répartition de ses revenus, sa structure d'actionariat et la composition du corporate management. De plus, je me focaliserai sur son business model à travers l'analyse de ses éléments stratégiques. Essentielle afin de réaliser une valorisation, la sous-section suivante concernera l'analyse des comptes de l'entreprise. Après ces différentes sous-sections, je serai à même de faire ressortir les grandes lignes directrices qui me permettront d'émettre des hypothèses utiles dans la réalisation de mes valorisations. La partie concernant la valorisation de la société est évidemment la plus importante de mon mémoire puisqu'elle comportera les prix cibles obtenus suite à la réalisation d'une valorisation par les flux de trésorerie actualisés et d'une valorisation par les sociétés comparables. Je détaillerai également comment j'ai pu aboutir à une estimation du taux de croissance long terme et du WACC que j'ai utilisé. Pour en finir avec cette deuxième partie, je me pencherai sur les risques. D'une part, j'évaluerai les risques liés aux prix cibles obtenus après mes deux valorisations. Pour ce faire, je réaliserai une analyse sensitive et une simulation de Monte-Carlo qui permettra de simuler le prix cible obtenu dans un univers de possibilités beaucoup plus large. D'autre part, je ferai part des différents risques liés à la gestion quotidienne de la société qui peuvent influencer négativement la société.

A la suite de l'analyse fondamentale réalisée sur la société Resilux et des informations traitées, je serai en mesure d'émettre une recommandation d'achat avec un cours indicatif à 1 an de

174,23 €, ce qui représente un potentiel de hausse de 26,25 % par rapport au cours de clôture du 17 mai 2019 de 138 €. Le prix cible énoncé se repose sur une combinaison de deux méthodes de valorisation (1) une analyse des flux de trésorerie actualisés (période 2013-2021) avec un prix cible de 174 € par action et (2) une analyse des sociétés comparables avec un prix cible de 174,91 € par action.

J'espère que mes recherches, ma rigueur d'analyse et mon expérience feront de ce mémoire un travail agréable à lire et enrichissant pour chacun d'entre vous.

Bonne lecture.

Partie 1. Revue de littérature

1.1 Analyse financière et le rôle des analystes financiers

1.1.1 Origine de l'analyse financière

L'analyse financière est considérée comme un processus d'évaluation des entreprises ou de projets dans le but de déterminer leur performance future, leur pertinence et leur faisabilité. Ainsi, l'analyse financière est généralement utilisée afin de servir et d'assister des individus à porter un jugement par rapport à un quelconque problème d'évaluation économique actuel. Sur base des états financiers, résultats, bilans et flux de trésorerie d'une société, l'analyse financière permet la détermination de la stabilité, de la solvabilité, de la liquidité, de la rentabilité et de la solidité financière. Elle permet d'apporter une justification rationnelle quant aux décisions d'allocations de ressources, de prise de décisions économiques ou d'investissements. Ce besoin est l'essence, la raison même de l'analyse financière.

Constituant une catégorie importante des acteurs présents sur les marchés financiers contemporains, la profession exercée par les analystes financiers trouve son origine au début du XXe siècle aux États-Unis. (Wright Hoffman, G., 1935). Plus précisément en 1934, Benjamin Graham et David Dodd consacrerent à cette profession, un ouvrage intitulé « Security Analysis ». Dans celui-ci, la théorie des marchés financiers cite trois principales fonctions réalisées par les analystes financiers. Premièrement, un analyste posséderait une fonction descriptive consistant à exposer, à détailler les événements afférents à une entreprise ou à une valeur financière. Deuxièmement, il posséderait une fonction sélective consistant à réaliser un choix, à émettre un jugement sur base des différentes valeurs financières. Les analystes doivent avec leurs recherches d'informations, réaliser des prévisions et donner des recommandations pouvant aider les investisseurs à comprendre les risques, à trouver le juste profil de rendement/risque, à choisir des actifs selon leur préférence et aider à prendre des décisions. Troisièmement, un analyste financier posséderait une fonction critique consistant à apporter un jugement externe concernant les données analysées. De plus, il devrait contribuer à la bonne gouvernance des entreprises. Après leurs recherches, les analystes se trouvent dans une situation dans laquelle ils ont le devoir de participer et de fournir des informations pour ce qui est du contrôle des équipes, de la qualité du management des perspectives, ... Les analystes devraient concourir au bon fonctionnement des marchés de capitaux. Depuis 1949, Benjamin

Graham est considéré comme le « père de l'analyse financière » à la suite de son œuvre intitulée « The Intelligent Investor ».

Une hypothèse critique dans la valorisation des entreprises cotées en bourse consiste dans le fait que le prix actuel de marché d'un titre peut différer de sa valeur intrinsèque. Celle-ci est la valeur d'un actif, titre compte tenu d'une compréhension complète de toutes ses caractéristiques. Une estimation de la valeur intrinsèque reflètera une vision de la "vraie" ou "réelle" valeur d'un titre financier. Cette hypothèse sous-tend la théorie traditionnelle de l'efficience du marché, qui suggère que le prix du marché d'un actif est représenté par la meilleure estimation disponible de sa valeur intrinsèque. Cependant, en prenant en compte les limites de l'analyse financière, Graham spécifie qu'une décision d'investissement d'un titre négociable sur le marché devra se faire selon un intervalle de valeur et non pas selon une valeur précise.

Définie par Elie Cohen (1997) et cité par Bayle et Schwartz (2005), l'analyse financière est considérée comme : « un ensemble de concepts, de méthodes et d'instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière d'une entreprise, aux risques qui l'affectent, au niveau et à la qualité de ses performances ». Une autre définition de l'analyse financière est apportée par Sharpe et Alexander (1990) : « elle consiste à analyser les niveaux de risque et de rendement anticipé d'actifs financiers pris isolément ou faisant partie de groupes d'actifs financiers ».

1.1.2 Analyse fondamentale

Toujours d'après Éric Bayle et Marc Schwartz (2005), le champ d'application de l'analyse financière se singularise par deux différentes approches. D'une part, l'analyse technique et d'autre part, l'analyse fondamentale. Ces deux analyses sont indépendantes l'une de l'autre. Cependant, toutes deux couplées peuvent apporter une valeur ajoutée pour l'analyste. Les deux approches sont radicalement différentes. L'analyse fondamentale est prospective, elle se base sur l'actualisation des flux futurs contrairement à l'analyse technique, qui est quant à elle rétrospective et, par conséquent, repose sur les tendances passées. L'analyse fondamentale a pour objectif principal de produire une valeur quantitative permettant d'estimer la valeur intrinsèque d'un titre (sa valeur réelle) qui pourra être comparée avec le prix actuel d'un titre.

L'analyse technique permettra à l'analyste de connaître quel est le moment idéal pour se positionner sur le titre analysé.

Afin d'arriver à produire une recommandation finale permettant de savoir s'il existe soit une sous-évaluation soit une surévaluation du titre analysé, et donc pouvant offrir une opportunité d'achat sur le titre, l'analyste devra réaliser une analyse poussée de l'entreprise. L'analyse fondamentale consiste en une recherche approfondie concernant les facteurs économiques, macroéconomiques, microéconomiques, financiers et autres facteurs déterminants propres à une quelconque entité économique. Pour ce faire, il devra prendre possession, apporter son analyse et porter attention à toutes les informations relatives à l'entreprise comme les rapports annuels de l'entreprise, l'actualité, les rencontres avec le management de l'entreprise ou n'importe quelles autres informations pouvant être utiles et aider l'analyste dans sa recherche.

1.1.3 Métier d'analyste financier, ses rôles et apports

Le métier, les rôles et les apports des analystes financiers ont évolué au fil du temps. La crise financière de 2007 a montré que le monde est désormais interconnecté. Vu cette mondialisation grandissante des marchés et de l'économie, l'information est devenue plus que nécessaire. L'accès à l'information et son utilisation sont aujourd'hui une ressource primordiale. Un des rôles de l'analyste financier consiste à suivre, de manière continue et en temps réel, l'évolution environnementale et intrinsèque des titres qu'il est chargé de suivre. Comparé à l'environnement d'il y a 20 ans, la quantité d'informations, de recommandations, de rapports, etc. accessible et publiée s'est exponentiellement développée. Une spécialisation des analystes envers un secteur particulier s'est aussi observée. L'accès et la quantité d'informations disponibles sur le marché ont considérablement augmenté et chaque secteur comporte son lot de spécificités. En effet, le secteur des valeurs technologiques ne répondra pas de la même façon à l'environnement économique mondial que le marché de l'automobile, du luxe ou autres. Aussi, l'implémentation des nouvelles normes de Bâle ou MiFID II, la directive concernant les marchés d'instruments financiers sont venues complexifier les différentes industries et nécessitent donc une analyse concentrée et minutieuse.

En exécutant des analyses financières, les analystes jouent un rôle primordial : celui de fournir des informations au marché. Un manque d'informations peut entraîner des inefficacités et une représentation faussée des titres. Effectivement, ceux-ci pourraient, malgré leur cotation

actuelle sur les marchés, être sur ou sous-évalués. De ce fait, les analystes vont tenter de fournir des estimations, des prévisions et des recommandations envers un titre afin d'informer et d'avertir le marché de ces potentielles inefficiences. En déterminant les sur ou sous-évaluations d'un titre, les analystes devraient contribuer à la convergence d'un titre (sa valeur réelle, intrinsèque) vers sa valeur d'équilibre.

Concrètement, le processus de valorisation sur base d'une analyse approfondie et pertinente de la situation d'une entreprise s'organise en cinq étapes (J. E. Pinto, E. Henry, T. R. Robinson & J. D. Stowe (2007)). Tout d'abord, le processus de valorisation nécessite de comprendre la société. Une analyse sectorielle, concurrentielle, financière et toutes autres informations émanant du marché sont nécessaires afin de fournir une base de prévision pour les performances futures. Dès lors, la deuxième étape consistera à anticiper et prévoir les performances de la société étudiée en réalisant des hypothèses prévisionnelles la concernant. Afin d'en dégager des prévisions pertinentes, la troisième étape consistera en la sélection, dans le chef de l'analyste, d'un modèle de valorisation approprié aux caractéristiques et cohérent au contexte de l'entreprise. En effet, certains modèles de valorisation seront plus adaptés que d'autres. Subséquemment, une fois les résultats issus de la valorisation obtenus, il sera important et indispensable pour l'analyste de convertir ces résultats et prévisions en une évaluation. En définitive, la dernière étape a pour but d'appliquer le jugement émis, les conclusions de l'évaluation en donnant une recommandation d'investissement concernant un titre. La recherche est utile, car elle permettra de combler les lacunes en matière d'information, de manière à faire tendre les marchés vers plus d'efficacité.

La valorisation des entreprises est utilisée pour un grand nombre de tâches. L'aboutissement final du travail de l'analyste consiste en la production d'un rapport de recherche lui permettant d'émettre une recommandation (lié à un objectif de cours) relative à la performance théorique future attendue d'un titre. Si le métier réalisé par les analystes buy-side et sell-side est sensiblement identique par leurs rôles et fonctions, des différences subsistent. Généralement, les informations et analyses fournies par les analystes sell-side seront employées et retraitées par les analystes buy-side. Les sell-side travaillent généralement pour une banque d'investissement ou une société de courtage. Ces analystes sont chargés d'initier des couvertures sur des titres actions afin de produire des rapports permettant de fournir à leur clientèle des recherches sur des titres de sociétés cotées. De leur côté, les analystes buy-side travaillent généralement pour des sociétés de gestion telles que des fonds communs de

placement, des fonds de pension et autres. Ces analystes initient des couvertures de titre afin d'identifier des opportunités d'investissement permettant d'améliorer l'alpha d'un portefeuille. A contrario des recherches réalisées par les analystes sell-side, celles réalisées par les analystes buy-side s'intègrent dans une gestion de portefeuilles et seront de ce fait confidentielles.

1.2 Méthodes de valorisation des entreprises

A l'occasion d'une quelconque opération financière concernant une société, les analystes financiers ont la possibilité d'utiliser un large éventail de modèles et de techniques dans le but d'estimer la valeur d'un titre à un moment donné. La voie choisie doit prendre en considération le contexte de l'entreprise évaluée. La ou les méthodes utilisées devront être en accord avec les spécificités propres à la situation de la société. En aucun cas, les risques liés au contexte économique et environnemental ne devront être sous-estimés. Quelle que soit la nature de ceux-ci, ils pourraient influencer de manière importante la décision d'investissement de l'analyste.

D'un point de vue pratique, la recommandation d'investissement énoncée par l'analyste découlera de la mise en place d'une ou de plusieurs approches de valorisation. Lorsqu'un titre est déjà coté sur le marché, différentes méthodes de valorisation sont potentiellement utilisables.

L'évaluation des actions par les dividendes est plus communément appelée Dividend Discount Model (DDM). Développé en 1956 par M. Gordon et E. Shapiro, ce modèle stipule que l'équivalent actuel des revenus futurs générés par un actif, que celui-ci soit mobilier ou immobilier, détermine son prix. (S. Patienté, 2013, page 253). Ce type de valorisation est approprié lorsqu'une entreprise distribue des dividendes et que la contrainte en matière de payout est respectée. Cette contrainte implique que les dividendes doivent suivre une évolution régulière que ce soit à la hausse ou à la baisse. Dans sa version simplifiée, la formule permettant d'estimer la valeur d'une société est $P = D/(r-g)$ où P correspond à la valeur en temps 0 de la société, D correspond au dividende, r correspond au WACC et g correspond au taux de croissance des dividendes. Le problème majeur est lié au fait que lorsque le taux de croissance des dividendes est plus important que le WACC, la valeur obtenue devient négative. Dès lors, ce modèle peut être remis en question étant donné que plusieurs problèmes du même genre se posent avec cette approche. Ces incohérences ont donné naissance au modèle plus général DCF. L'évaluation par actualisation des flux nets de trésorerie ou méthode DCF (Discounted Cash-Flows). Cette méthode d'évaluation permet d'estimer la valeur d'un investissement en

actualisant les flux de trésorerie futurs. L'analyse Discounted Cash-Flows détermine la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs attendus à l'aide d'un taux d'actualisation. Par la suite, une estimation de la valeur actuelle est utilisée afin de permettre une évaluation d'un investissement potentiel. Dès lors, nous considérerons une opportunité d'investissement dans la mesure où la valeur calculée via l'analyse Discounted Cash-Flows est supérieure au coût actuel de l'investissement. La pertinence de cette valorisation dépend de la précision avec laquelle les projections futures des éléments comptables de l'entreprise ont été effectuées. Une analyse sérieuse de l'environnement, de la dynamique de l'entreprise et de son secteur sera nécessaire pour estimer les évolutions futures des différents éléments comptables afin de déterminer une estimation potentielle du prix par action.

Il existe une méthode de valorisation basée sur l'estimation des fonds propres par les bénéfices anormaux. Cette approche fait référence au R.I.M (Residual Income Models) et A.E.G (Abnormal Earning Growth). Elle consiste à majorer la valeur des fonds propres d'un excès de valeur censé correspondre à des bénéfices anormaux en raison des avantages économiques qui auraient pu être acquis par la société. (S. Parienté, 2013, page 259). Nonobstant l'intérêt théorique apporté par l'approche R.I.M., celle-ci est très peu utilisée en pratique.

Il existe la méthode de valorisation via la valeur attribuable aux actions par l'actif net réévalué. Celle-ci est axée sur une approche patrimoniale. « Cette approche consiste à ajuster la situation nette comptable (actif moins passif réel) afin de tenir compte de plus ou moins-values latentes sur biens ou droits, de la valeur de toutes les dettes, en prix de marché le cas échéant, et aussi d'engagements hors bilan capables d'affecter les capitaux propres futurs par l'intermédiaire du résultat ». (S. Parienté, 2013, page 269). Ces dernières années, cette méthode de valorisation a été de moins en moins utilisée au profit d'approches davantage prospectives. Les analystes préfèrent valoriser une entreprise sur sa capacité à générer des bénéfices futurs.

Enfin, l'approche par les sociétés comparables cherche à procurer une valorisation d'une société sur base d'un référentiel de sociétés concurrentes exerçant la même activité. Cette approche nécessite d'appliquer à la société évaluée des ratios de valorisation clés calculés sur un ensemble de sociétés jugées comparables. De manière globale, les ratios auront un rapport avec un flux de gestion financière et soit avec la capitalisation boursière de l'entreprise ou soit avec la valeur de l'entreprise. Il existe une multitude de ratios financiers tels que le P/B, P/S, ... Le ratio le plus connu de tous est le P/E. Il permet de connaître le rapport entre le prix des actions

d'une entreprise et son bénéfice par action. Un P/E élevé suggère que les investisseurs s'attendent à une plus forte croissance des bénéfices dans le futur. De son côté, un P/E bas signifierait qu'une entreprise est bon marché, il faudra s'atteler à comprendre la raison pour laquelle l'entreprise serait potentiellement sous-évaluée. Évidemment, tout comme de nombreux autres ratios financiers, un P/E devra toujours être comparé au secteur d'activité de l'entreprise. Un autre ratio couramment utilisé est le ratio EV/EBITDA. Celui-ci est souvent utilisé en parallèle ou en guise d'alternative au ratio P/E. Il permet de comparer la valeur d'une entreprise¹ à son bénéfice avant intérêts, taxes, dépréciation et amortissements. Cette mesure est généralement utilisée afin de permettre une comparaison de la valeur relative de différentes entreprises sans être affecté par la structure de capital de l'entreprise. Cette approche de valorisation par les sociétés comparables permet une analyse simplifiée et efficace.

Parmi les modèles de valorisation les plus connus et les plus utilisés sur le marché par les analystes, la méthode de valorisation par les flux de trésorerie et la méthode de valorisation par les sociétés comparables ressortent. Selon les informations disponibles, ces deux méthodes d'analyse peuvent être utilisées, dans des situations différentes de valorisation ou simultanément dans le but d'avoir une analyse plus complète. La valorisation par les flux de trésorerie est supposée plus complexe, mais elle permet de fournir des résultats plus fiables si toutefois les prévisions et les hypothèses utilisées pour la réalisation de ce modèle sont rigoureuses et fidèles à la réalité économique et environnementale de la société. Elle procure le bénéfice d'être fondée sur les résultats futurs, sur l'avenir plutôt que sur son passé, mais aussi celui d'être axé sur la rentabilité future plutôt que sur ses valeurs patrimoniales. La méthode de valorisation par les sociétés comparables présente l'avantage d'être moins complexe étant donné qu'elle ne nécessite pas la réalisation d'estimations. Les ratios financiers liés à cette valorisation ont pour objectif d'offrir une comparaison cohérente entre les sociétés comparables et la société qui fait l'objet de l'évaluation. Cependant, les sociétés comparables sur le marché ne le sont pas toujours facilement. En effet, les entreprises n'ont pas nécessairement la même taille, la même croissance, les mêmes stratégies, les mêmes risques, ...

¹ Capitalisation boursière augmentée des dettes financières et diminuée de la trésorerie

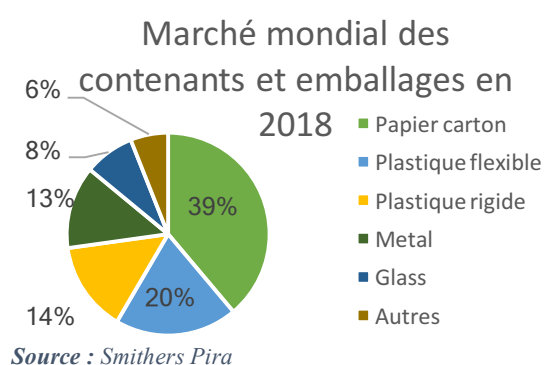
Partie 2. Analyse empirique – Cas pratique : Resilux

2.1 Profil de la société

Resilux NV (RES.BR) est une société anonyme belge fondée en juin 1992 par la famille De Cuyper, son siège social est situé à Wetteren, en Flandre-Orientale.² Depuis sa fondation et le début de ses activités en 1994, l'activité principale de l'entreprise demeure inchangée. Resilux est un fournisseur de solutions d'emballage, opérant sur le marché des contenants et des emballages, plus particulièrement sur celui des plastiques. Ses activités se concentrent sur la production et la vente de préforme³ et de bouteille en polyéthylène téréphtalate (PET).

2.2 Marché mondial des contenants et des emballages

Le marché mondial des contenants et emballages est composé de 6 segments d'activités. Sur base d'une croissance annuelle de 2,9%, la valeur du marché mondial des emballages pourrait atteindre, à l'horizon 2022, un chiffre d'affaires de USD 950 milliards (Smithers Pira, 2018).



Le marché des contenants et des emballages en plastique a connu la croissance la plus rapide du marché global au cours des 10 dernières années. Ce marché a progressé avec un taux de croissance annuel cumulé d'environ 5,8%. (PlasticsEurope, 2018). Cette progression est principalement liée à certaines caractéristiques inhérentes aux propriétés des emballages en plastique, notamment leur polyvalence, leur légèreté, leur rentabilité et leur durabilité.

Le segment des plastiques flexibles et celui des plastiques rigides composent ensemble le marché des contenants et des emballages en plastique. Celui-ci représente approximativement 34% du marché mondial des contenants et des emballages. Concernant l'année 2018, ce marché constituait un chiffre d'affaires d'environ USD 288 milliards. D'une part, le segment des contenants et emballages en plastique flexible représente un chiffre d'affaires estimé à USD 167 milliards et d'autre part, celui des contenants et emballages en plastique rigide atteint un chiffre d'affaires estimé à USD 122 milliards (Smithers Pira, 2018). Avec un chiffre s'élevant

² Annexe 1 – L'histoire de Resilux depuis sa création, de 1992 jusqu'à nos jours

³ Une préforme est un produit intermédiaire, une ébauche d'un objet qui nécessite d'être moulé.

à EUR 398 millions, la part de marché de Resilux sur le segment des contenants et emballages en plastique rigide s'élève à hauteur de 0,33%.⁴

L'activité principale du marché des contenants et des emballages en plastique rigide consiste en la conversion de résine en produits d'emballage. Les résines plastiques les plus couramment utilisées sont : le polyéthylène téréphtalate, le polyéthylène haute densité, le polychlorure de vinyle, le polyéthylène basse densité, le polypropylène et le polystyrène.⁵ La société Resilux se concentre uniquement sur le polyéthylène téréphtalate. Le matériau PET possède des propriétés techniques lui permettant d'être considéré comme un produit supérieur aux autres technologies d'emballage. Ses caractéristiques assurent aux produits une grande transparence, une brillance (ces deux critères lui assurant un côté esthétique), une bonne stabilité, une résistance à la pression, des propriétés de barrière élevées et un poids très léger. De plus, les contenants et emballages en PET sont quasiment incassables. Enfin, la production relative au PET nécessite moins de ressources que la production de verre ou de canette.

2.3 Facteurs liés à l'environnement de marché⁶ – Les opportunités et les menaces⁷

2.3.1 Opportunité liée aux prévisions de croissance future du marché des contenants et des emballages en plastique rigide

Les prévisions des analystes sont très optimistes. En effet, le marché des contenants et emballages en plastique rigide devrait croître à un taux annuel cumulé situé entre 3,9 et 4,4% et, de ce fait, le chiffre d'affaires théorique de ce marché devrait atteindre un montant situé entre USD 142 milliards et USD 145 milliards en 2022. L'adoption de contenants et d'emballages à plus forte valeur ajoutée, y compris les nouvelles plateformes technologiques, telles que les contenants et emballages rigides à barrière supérieure, permettra une croissance future mondiale. De son côté, le marché des emballages en PET devrait enregistrer un taux de

⁴ Le faible pourcentage de parts de marché est expliqué par le fait que le segment des contenants et des emballages en plastique rigide est très diversifié. Il comprend des produits tels que le plastique compostable (les verres à boire), les dosettes de café, les emballages transparents, le plastique noir et enfin tous les contenants en polyéthylène téréphtalate. Resilux produit et commercialise uniquement des emballages en PET. Malgré toutes les recherches réalisées, le poids des produits en PET dans ce segment des contenants et emballages en plastique rigide est resté introuvable.

⁵ Annexe 2 – Codes d'identification des résines utilisées dans le segment des contenants et bouteilles en plastique

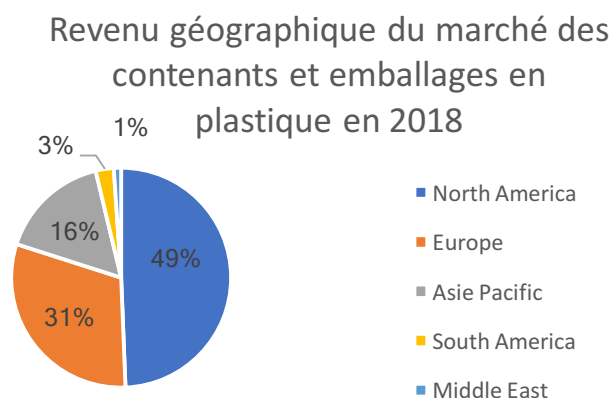
⁶ Annexe 3 – Analyse des 5 forces de Porter

⁷ Annexe 4 – Analyse des opportunités et des menaces

croissance annuel cumulé de plus de 5,0% au cours de la période 2019 – 2024 (Smithers Pira, 2018).

2.3.2 Opportunité liée à la demande des pays émergents

Les producteurs de contenants et d'emballages en plastique desservent une clientèle répartie dans le monde entier. La demande croissante provenant des économies émergentes couplée avec une base de demande importante et stable dans les économies développées oriente les perspectives de croissance du marché. Le secteur nord-américain et ouest-



Source : Données Bloomberg

européen étant de plus en plus mature, les entreprises ont cherché des opportunités de croissance à l'étranger. Effectivement, l'Amérique latine et l'Asie ont fait l'objet de beaucoup d'attention ; le Brésil, la Chine et l'Inde sont devenus des points d'intérêt pour ces entreprises. Au cours de ces dernières années, le marché des contenants et des emballages en plastique a connu une certaine consolidation. En effet, le marché est dominé par des entreprises d'envergure mondiale qui ne cessent de développer leurs activités. Celles-ci établissent, de manière continue et progressive d'importantes opérations à l'étranger. Il n'est pas illogique de voir les groupes s'étendre à travers les différents pays du monde afin de satisfaire économiquement la forte demande. Dans ce type de marché, si les sociétés souhaitent être efficaces et efficientes, elles doivent se trouver au plus proche des clients. Pour cette raison, les directions des sociétés ont dû positionner et/ou consolider leurs activités sur les différents marchés locaux.

2.3.3 Opportunité liée à la technologie

Actuellement, certains grands acteurs internationaux s'affrontent dans une lutte acharnée en ce qui concerne les prix. Sur le marché des contenants et des emballages en plastique, la production de masse est le maître mot. Certains produits, comme les bouteilles, sont basiques, sans grande valeur ajoutée. Dès lors, il est essentiel pour tous les participants de maintenir une structure de coût disciplinée et faible pour réussir à survivre dans cet environnement concurrentiel. Cependant, le marché voit certains de ses acteurs développer des activités spécialisées et plus complexes. Vu les demandes individuelles, les sociétés ont besoin d'offrir à leur clientèle des

solutions haut de gamme, mieux adaptées. Une opportunité se crée sur ce marché, ces produits spécialisés nécessitent une plus grande technicité, les marges pour ceux-ci vont de ce fait être plus importantes.

2.3.4 Menace liée à la technologie

Selon certains spécialistes, le PET est confronté à des problèmes de durabilité en raison de la nature même de sa production. En effet, ce matériau reste dans la nature pendant de nombreuses années, son temps de décomposition est évalué à plusieurs centaines d'années. Une solution qui permettrait de neutraliser ses problèmes de durabilité pourrait se trouver dans les activités de recyclage. D'un point de vue purement écologique, un produit concurrentiel comme le PEF pourrait révolutionner le marché.⁸ A l'heure actuelle, il n'est pas possible de produire ces bouteilles à faible coût, mais l'idée et le projet existent. Un potentiel revirement dans l'utilisation des matériaux de base ne se produira pas dans un futur proche. Cela aura un impact dans l'avenir, cela arrivera sur le marché, mais pas avant 5 à 10 ans au minimum.

2.3.5 Opportunité liée aux tendances écologiques du marché

Actuellement, la tendance du marché est tournée vers la durabilité. Les solutions d'emballage durables représentent les futures demandes du marché. Après une campagne d'engagements dans le cadre de la stratégie de l'UE sur les matières premières, la Commission européenne a livré, ce 20 novembre 2018, une première évaluation montrant le désir ferme de l'industrie européenne en faveur du recyclage des plastiques. L'environnement a changé l'année dernière lorsque la Commission européenne a mis en place de nouvelles lignes directrices pour les plastiques telles que l'interdiction des pailles et des couverts en plastique, mais aussi le fait que d'ici 2025, les emballages en PET à usage unique devraient être constitués d'un quart de matériaux recyclés. D'ici 2030, la part recyclée devrait même atteindre 30%. Selon la Commission, d'ici 2025, si les engagements sont pleinement mis en œuvre, potentiellement 10 millions de tonnes de plastiques recyclés pourraient être produites. Le résultat lié à ce changement d'environnement est une ruée sur le PET recyclé. La stratégie européenne concernant les matières plastiques est simple, elle consiste à protéger la planète, à défendre les

⁸ Le PEF (Polyéthylène Furanoate) est un nouveau polymère de la famille des polyesters, utilisable pour les emballages rigides et souples. Ses qualités sont prometteuses, d'une part des fonctionnalités comme matériau d'emballage et, d'autre part, pour sa capacité à être 100% biosourcé. **Source** : Citeo. (2018). Le PEF : Une nouvelle résine plastique prometteuse. En ligne <https://www.citeo.com/actualites/le-pef-une-nouvelle-resine-plastique-prometteuse>

citoyens et à soutenir les entreprises. Actuellement, la manière avec laquelle les plastiques sont produits, utilisés et éliminés nuit à l'environnement. Cependant, de nombreux avantages économiques et environnementaux pourraient en ressortir. En effet, cette nouvelle manière de fonctionner offrirait à tous les participants du marché de nouvelles possibilités en matière d'innovation, de compétitivité et de création d'emplois. L'UE s'engage à apporter un suivi à cette mise en place stratégique, (1) à rendre le recyclage rentable pour les entreprises, (2) à réduire les déchets plastiques et (3) à stimuler les investissements et l'innovation.

2.3.6 Menace liée au marché concurrentiel

Le marché des contenants et des emballages en plastique est hautement concurrentiel. Elle repose principalement sur la sophistication technologique, le service à la clientèle et les paramètres de performance. Les trois segments de marché, à savoir le verre, le métal et le plastique, se combinent pour créer un environnement concurrentiel diversifié. Les principaux concurrents comprennent de grandes entreprises mondiales. Depuis quelques années, les sociétés ont entrepris des programmes d'accroissement de leur capacité de production via la consolidation à travers les régions du monde entier.

2.3.7 Menace liée à la volatilité du prix de la matière première

Les coûts opérationnels des acteurs au sein du marché des contenants et des emballages en plastique en PET ont tendance à augmenter en raison de la hausse des coûts de la matière première⁹. Ceux-ci sont directement liés au coût de la résine. Les vendeurs et les acheteurs de résine ont dû constamment augmenter leurs prix au cours des deux dernières années. À la vue des statistiques du Producer Price Index de la résine, l'évolution à travers le temps a été extrêmement volatile. De plus, en raison de la forte concurrence, il pourrait être de plus en plus difficile pour la société de répercuter en temps réel l'effet de la volatilité des coûts haussiers sur les clients.

2.4 Description de l'activité de Resilux dans le marché des contenants et des emballages

Fort de son expertise et des vastes connaissances acquises et développées au cours des années, l'entreprise Resilux est à même de développer et de produire des préformes et des bouteilles en

⁹ Annexe 5 – Évolution du prix de la matière première

PET appropriées pour tout type de produit. Le processus de production¹⁰ des bouteilles en PET comporte deux étapes. Les préformes sont créées sur une chaîne de production avant d'être soufflées pour en assurer leur transformation en bouteilles. Celles-ci seront remplies de boissons, de produits alimentaires et même de produits non alimentaires¹¹. Indépendamment des caractéristiques de taille, de couleur et de poids, l'entreprise réalise la conception et la production de produits personnalisés. L'expertise de l'entreprise dans le domaine du recyclage lui permet de proposer une offre de production avec l'utilisation de matériaux recyclés. Depuis 1994, Resilux a commencé ou acquis plusieurs activités opérationnelles dans différents pays¹². Suivant les états consolidés pour l'exercice comptable de l'année 2018, les comptes annuels de Resilux NV font mention de 17 filiales. Toutes détenues à 100% par la maison mère Resilux NV. A ce jour, le groupe dispose de 11 sites de production implantés comme suit : Suisse (3), Belgique (1), Allemagne (1), Espagne (1), Grèce (1), Russie (1), Hongrie (1), Serbie (1) et États-Unis (1). Pour l'année 2018, 6 503 millions de préformes ont été produits. A noter qu'un quart de la production est réalisée en Belgique. En date du 31 décembre 2018, la société dispose d'un effectif composé de 869 personnes. A titre de comparaison, la société disposait de 845 et 662 personnes respectivement en 2017 et 2016.

2.5 Répartition des revenus

Concernant l'exercice 2018, Resilux a réalisé un chiffre d'affaires en croissance de 21,1% (EUR 398 millions) par rapport à son exercice 2017. Cette augmentation est la combinaison d'une augmentation des volumes¹³, d'une hausse des prix moyens de la matière première et d'un effet de change négatif dû à un euro plus fort en moyenne sur les transactions réalisées par le groupe.¹⁴ Le chiffre d'affaires obtenu est à nuancer. En effet, afin d'avoir une vision des résultats moins biaisée, la valeur ajoutée dégagée par l'entreprise est utilisée. Cet indicateur prend en compte le chiffre d'affaires de la société diminué par les effets de la volatilité des prix de la matière première. Par rapport à l'année 2017, la valeur ajoutée en 2018 a augmenté de 14,9%, soit une augmentation de 11,5 millions d'euros afin d'atteindre un montant de EUR 88,3 millions. L'augmentation de la valeur ajoutée résulte de la croissance organique et de

¹⁰ Annexe 6 – Processus de production

¹¹ Annexe 7 – Les différents types de produits proposés par Resilux

¹² Annexe 8 – Resilux et le développement de ses activités opérationnelles

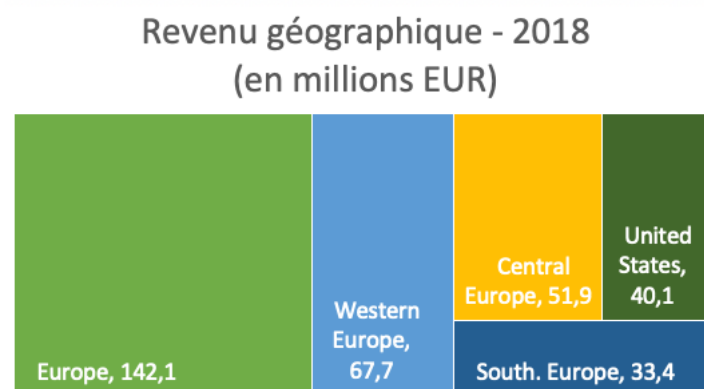
¹³ Annexe 9 – Évolution des ventes de préformes et de bouteilles (2008-2018)

¹⁴ L'effet de change négatif dû à un euro plus fort est expliqué par le fait que la matière première est exprimée en USD alors que les produits finis de la société le sont en EUR. De même, les résultats de la société sont présentés en euros, ce qui signifie que les positions financières des devises étrangères sont recalculées en euros. Les devises étrangères utilisées sont USD, RUB, CHF et HUF.

l'intégration dans la consolidation financière des acquisitions réalisées en 2017. Outre la croissance organique du groupe, la valeur ajoutée a pu augmenter grâce aux ventes réalisées par la société récemment acquise, Poly Recycling AG.

2.5.1 Répartition des revenus géographique

Le comité exécutif suit les résultats des segments géographiques individuellement afin de prendre des décisions de performance en ce qui concerne l'allocation des ressources. Cette segmentation géographique est toujours d'actualité puisque la société, à l'exception de l'Europe occidentale,



Source : Données Thomson Reuters Eikon

vend presque tous ses produits dans la région où ils sont produits. Aucune segmentation supplémentaire n'a été réalisée, car les différentes activités sont liées les unes aux autres. Il est à noter qu'aucun des clients ne représente plus de 5% du total des produits d'exploitation du groupe total.

2.5.2 Répartition des revenus par activité

Bien que la segmentation géographique constitue la base de l'information financière de la société, il est important de pouvoir comprendre les différentes activités réalisées par celle-ci. L'activité de la société s'organise autour de 2 familles de produits. Au cours de l'année 2018, les volumes vendus de préformes et de bouteilles ont augmenté de 6,2% par rapport à 2017. Il y a eu une augmentation des volumes vendus de préformes, mais une légère diminution des volumes vendus de bouteilles soufflées. Dans les résultats financiers publiés, la dissociation entre les 2 familles de produits n'est pas opérée ; dès lors, il est très compliqué de dissocier le pourcentage de chiffre d'affaires de chacune des deux activités.

Premièrement, concernant l'activité des préformes¹⁵, le nombre de préformes vendu a augmenté de 6,7% au cours de l'exercice 2018, pour s'établir à 6 936 millions, contre 6 503 millions en 2017. La croissance des préformes s'est poursuivie dans presque toutes les régions d'Europe, à

¹⁵ Annexe 10 – Les ventes de préformes

l'exception de l'Espagne où les conditions météorologiques au printemps ont été décevantes¹⁶. En Amérique du Nord également, après l'expansion de la capacité de production, les volumes vendus ont fortement augmenté. La répartition entre les différents types de préformes est restée assez stable. Les boissons gazeuses et l'eau restent également les ventes les plus élevées, mais ont une tendance baissière. Les ventes de préformes pour le lait et les détergents ont augmenté. De manière générale, la vente des produits à haute valeur ajoutée s'est encore poursuivie en 2018, tel était déjà le cas entre 2017 et 2016. Cette mouvance vers les produits à plus hautes valeurs ajoutées fait partie de la stratégie de la société en s'écartant du marché des bouteilles à faible valeur ajoutée où la concurrence mondiale est très présente et très forte.

Deuxièmement, concernant les bouteilles¹⁷, pour l'année 2018, le nombre de bouteilles vendues a diminué de 1,3% pour atteindre 385 millions. En 2017, ce nombre avait diminué de 10,8%. Le poids de cette activité de vente de bouteilles tend à être de plus en plus réduit. Actuellement et de plus en plus, l'activité de soufflage des bouteilles est réalisée directement chez le client ou est même directement réalisée par le client lui-même. Le marché des bouteilles est un marché de masse où le point d'importance pour les clients est axé sur la recherche des moindres coûts.

Après analyse des différents chiffres, le segment des préformes possède une contribution plus importante au chiffre d'affaires que le segment des bouteilles. Le segment géographique Suisse équivaut à 17,4% du chiffre d'affaires et la participation de la Suisse dans la vente totale de préformes s'élève à 4% et à 45% pour la vente totale de bouteilles. En vendant presque la moitié des bouteilles, la Suisse ne représente que 17,4% du chiffre d'affaires total de la société. Le constat est identique pour les autres segments géographiques. La croissance enregistrée par la société est le résultat d'une diversification accrue des produits, des clients et aussi des investissements réalisés dans le but de réaliser une expansion de la capacité de production dans ses différents sites.

2.6 Structure de l'actionariat

Actuellement, le capital social de la société s'élève à EUR 3 600 429. Il est représenté par 2 024 860 actions sans valeur nominale, chacune valant 1/2024 860 du capital ; chaque action équivaut à un droit de vote. En date du 12 mars 2019, le plus gros actionnaire de la société, Tridec Stichting Administratiekantoor, représente 45,48% pour un équivalent de 921 000

¹⁶ Resilux est très fortement tributaire des conditions météorologiques. La consommation de boissons est influencée par les conditions météorologiques et a un impact sur la demande de préformes et de bouteilles.

¹⁷ Annexe 11 – Les ventes de bouteilles

actions. Cette fondation de droit néerlandais est représentée par Alex, Peter et Dirk De Cuyper. La famille De Cuyper, agissant en consultation mutuelle avec les sociétés NV Immo Tradec, NV Belfima Invest et NV Tradidec, possède 1 152 919 actions, c'est-à-dire 56,94% des actions totales, assurant donc le contrôle de la société. Les actions restant en circulation, à savoir 871 941, sont flottantes. Elles appartiennent au public et équivalent à 43,06% des actions totales. Parmi la part des actions flottantes, les plus gros actionnaires sont :

- La société NV Capfi Delen Asset Management, qui possède 101 073 actions pour un pourcentage de 4,99%.
- Dimensional Fund Advisors LP possédant 14 787 actions pour un total de 0,73%.
- KBC Asset Management NV possédant 5 813 actions pour un total de 0,29%.
- Argenta Banque d'Epargne SA possédant 3 116 actions pour un total de 0,15%.
- Erasmus Gestion SAS possédant 1 712 actions pour un total de 0,085%.
- Dimensional Fund Advisors Ltd. possédant 1 168 actions pour un total de 0,058%.

2.7 Corporate Management

Via la composition du conseil d'administration¹⁸, la société souhaite implémenter une diversité et une complémentarité nécessaire en matière de compétences, de pratiques et de connaissances. Alex, Dirk et Peter De Cuyper ont été nommés sur proposition de Tridec Stichting Administratiekantoor.¹⁹ Parmi les sept membres qui composent ce conseil d'administration, au moins trois d'entre eux doivent être indépendants et deux de ces sept membres sont des administrateurs exécutifs. En effet, Dirk et Peter De Cuyper sont tous deux administrateurs généraux et responsables de la gestion quotidienne de la société et, en tant que membres du comité exécutif, ils sont les principaux représentants de la direction. Le conseil d'administration²⁰ de Resilux NV a mis en place trois comités. Un comité d'audit²¹, un comité de rémunération & de nomination²² et, dernièrement, un comité exécutif.²³ Aucun risque lié à la gestion quotidienne de la société n'est dès lors à déclarer.

¹⁸ Annexe 12 – Composition du conseil d'administration

¹⁹ Selon l'article 15 des statuts de la société, le conseil d'administration peut au maximum compter sept membres. De plus, dans la mesure où Tridec Stichting Administratiekantoor détient directement ou indirectement au moins 35% des actions de la société, celle-ci aura le droit, en vertu de la loi, de proposer la candidature d'administrateurs et d'en nommer quatre.

²⁰ Annexe 13 – Assemblée générale ordinaire du 17 avril 2019

²¹ Annexe 14 – Composition du comité d'audit

²² Annexe 15 – Composition du comité de rémunération et de nomination

²³ Annexe 16 – Composition du comité exécutif

2.8 Facteurs liés à l'activité de l'entreprise – Les forces et les faiblesses

2.8.1 Force liée à la tendance écologique du marché

Aujourd'hui, la question environnementale est remise en cause partout. Resilux a toujours tenté d'apporter des solutions diverses aux majeures préoccupations écologiques qu'elle rencontre via des innovations technologiques ou par la mise en place de nouveaux projets. En effet, cette raison a poussé la société à se développer fortement dans des activités de recyclage. L'investissement d'un montant record (le plus gros investissement jamais réalisé par la société depuis 25 ans) dans l'usine de recyclage en Suisse arrive à point nommé pour Resilux. Elle ne pouvait espérer meilleur timing. Soudainement, depuis peu, l'entreprise a eu des demandes provenant de partout. Les décisions d'investissements déjà réalisées et celles à venir équivalent au double des prévisions initiales, non pas parce que la situation a mal tourné, mais simplement parce que le marché des granulés de PET recyclé a soudainement explosé, rendant les projets de Resilux encore plus ambitieux. De plus, la société est à même de pouvoir répondre aux diverses exigences des clients, mais aussi de la législation environnementale. Elle maîtrise la technique de recyclage « bouteille – bouteille » ; cette technique lui permet de reproduire une nouvelle bouteille sur base d'une bouteille usagée. Le PET peut aussi être réutilisé sous d'autres formes comme la fibre que l'on peut trouver dans certains vêtements et tissus synthétiques, des films ou autres emballages. La nouvelle activité de recyclage lui donne une position de force très importante.

2.8.2 Force liée à la volatilité des prix de la matière première

La volatilité élevée empêche des stratégies de tarification efficaces permettant de sécuriser les revenus et de fidéliser les clients. Si la société tente d'absorber des coûts supplémentaires, ses marges pourraient diminuer, ce qui aurait une incidence sur sa durabilité à long terme. Ainsi, la fluctuation des prix des matières premières constitue un défi majeur pour les fournisseurs opérant sur le marché mondial de l'emballage. L'élargissement de l'écart entre l'offre et la demande, ces dernières années, a entraîné une augmentation considérable du prix de la matière première. La société doit donc faire face à une volatilité accrue des prix des matières premières. Elle possède des arrangements avec ses clients. L'augmentation ou la diminution des prix sera directement répercutée sur ceux-ci selon le taux du marché en vigueur. Dès lors, l'impact lié à cette volatilité reste faible pour la société malgré le fait que la résine représente tout de même environ la moitié du coût de production.

2.8.3 Faiblesse liée au manque de présence sur les marchés émergents

Les activités de la société sont réparties entre l'Europe et les États-Unis. Le manque de présence dans les pays émergents et la forte concentration sur les pays développés pourraient limiter les opportunités offertes par les économies en croissance tel que le BRICS. Malgré le fait qu'un développement dans les pays émergents pourrait représenter une opportunité pour Resilux, la société ne souhaite pas se lancer dans des activités dans ces contrées, elle préfère fortifier sa position sur le marché européen.

2.8.4 Force liée à la diversité des secteurs finaux

La diversité des marchés finaux atténue les risques commerciaux de la société. En effet, la société propose ses produits à un certain nombre de secteurs, notamment celui de l'alimentation, des boissons et des produits non alimentaires. Une grande diversité qui permet de réduire le risque de concentration et donc, celui de dépendance à l'égard d'un secteur en particulier.

2.8.5 Force liée à la faible dépendance par rapport à ses clients

La société souhaite n'avoir aucune dépendance par rapport à un quelconque client. Elle ne souhaite pas et ne possède actuellement pas de client représentant plus de 5% de son chiffre d'affaires. Cependant, une peur est partagée au sein de la société et concerne la potentialité de voir apparaître plus de consolidation dans le marché des clients finaux.

2.8.6 Force liée à la nature même de l'activité de Resilux

Si un produit comme le PEF ou n'importe quels autres matériaux venaient un jour révolutionner le marché actuel, Resilux pourrait s'adapter à ces nouvelles technologies. Évidemment, les coûts qui y seraient liés pourraient s'avérer plus élevés, mais l'important est que Resilux possède les capacités nécessaires afin d'adapter sa production en intégrant de potentiels nouveaux matériaux de base. La société souhaiterait être considérée comme une entreprise de conditionnement plutôt que comme un producteur spécialisé dans le PET.

2.9 Stratégie de l'entreprise

La stratégie de la société découle de la confrontation des opportunités et des menaces provenant du marché avec ses forces et ses faiblesses. Aujourd'hui, l'organisation stratégique mise en

place par la société lui permet, d'avoir de nombreuses forces et la place en bonne position pour pouvoir profiter des différentes opportunités relayées par les affirmations scientifiques et les changements dans les législations européennes.

2.9.1 Stratégie axée sur des produits de qualité à plus grande valeur ajoutée

La stratégie actuellement opérée par le groupe lui permet de poursuivre un but précis. La société souhaite réduire la part de ses activités considérées à faible valeur ajoutée (la vente des bouteilles est une activité à faible marge où l'innovation n'a pas vraiment une grande importance, mais où les réductions de coûts et la production de masse sont les facteurs essentiels pour survivre)²⁴ dans le but d'augmenter la part de ses activités à plus forte valeur ajoutée. Cela implique une concentration de l'activité sur des produits plus complexes où la société peut faire valoir tout son savoir-faire en proposant à ses clients des produits possédant des caractéristiques plus pointues. Cette stratégie lui permettra de pouvoir augmenter ses marges. Au fil des années et fortes de son expérience, la société a pu développer de nouvelles possibilités techniques et technologiques impliquant une amélioration de la qualité de ses produits, une optimisation de la production grâce à une meilleure gestion, une optimisation des concepts liés aux préformes et bouteilles, une augmentation des propriétés de barrière du PET²⁵ et un développement de nouveaux produits et/ou nouvelles applications. Resilux se tourne vers l'innovation comme moyen de différenciation par rapport à ses concurrents. Nous observons cette tendance dans les résultats dès lors que les quantités de bouteilles vendues diminuent, les quantités de préformes augmentent et les marges augmentent.

2.9.2 Stratégie axée sur le recyclage

La matière PET est une matière qui est facilement recyclable, elle est considérée parmi le plus écologique de tous les emballages à usage unique disponibles sur le marché. Elle est, d'après plusieurs études scientifiques, plus écologique que le verre. En effet, l'eau consommée pour nettoyer le verre est plus polluante pour l'environnement que de jeter une bouteille en PET après son utilisation. Évidemment, d'un point de vue écologique, c'est encore mieux si cette bouteille peut être réutilisée. Depuis l'automne 2017, Resilux a repris les activités de recyclage

²⁴ Annexe 17 - Situation actuelle concernant la vente de bouteilles

²⁵ Annexe 18 – Propriétés des produits à barrière spécialisée

de PET d'un ancien fournisseur pour l'achat de PET recyclé, une société suisse²⁶, « Poly Recycling ». Grâce à cette intégration verticale, la société devient un acteur de l'économie circulaire et durable. En réalisant cette acquisition, Resilux exécute une partie de la stratégie souhaitée par Bain Capital.²⁷ Selon le groupe américain, si le PET veut survivre à long terme, la société aura besoin d'activité de recyclage. Le management ne souhaite pas communiquer dans quelle mesure le recyclage contribue aux bénéfices de la société.²⁸ Cependant, en rachetant l'activité de recyclage, la société est aujourd'hui capable de produire et d'intégrer dans ses produits ce qu'elle achetait à son fournisseur dans le passé. Un grand optimisme de la direction est donc porté envers cette nouvelle activité. Actuellement, la stratégie poursuivie par la société en matière de recyclage est simple, celle-ci sera uniquement basée et concentrée sur la Suisse. La société veut apprendre de son expérience en Suisse avant de se lancer dans un quelconque développement plus important si développement il devait y avoir.

2.10 Existence d'un potentiel rachat par un fonds de private-equity ?

Actuellement, la société est dirigée par la troisième génération de la famille De Cuyper. Beaucoup de neveux et de nièces de la famille ont un investissement dans la société, mais ceux-ci n'ont rien à dire concernant la gestion : cette dernière est assurée quotidiennement par les 2 frères. A ce jour, il n'y a pas de plan de succession mis en place afin de poursuivre les activités de la société familiale. En effet, personne n'a actuellement les capacités managériales ni les compétences nécessaires afin de pouvoir reprendre les rênes de la société.

La transaction manquée avec Bain Capital a prouvé que la société est ouverte à d'éventuelles offres publiques d'achat. Le groupe américain de private-equity souhaitait mettre en place un acteur européen de poids dans ce marché fragmenté. Si quelqu'un venait à acquérir la société, cela serait pour son savoir-faire et son positionnement sur le marché européen. Resilux est une entreprise très intéressante. Lorsque vous déduisez l'impact issu des fluctuations des matières premières, le flux des revenus est stable. De manière générale, si une entreprise du marché des contenants et des emballages venait à arrêter ses dépenses en capex et qu'elle était gérée uniquement avec les flux de trésorerie, l'entreprise pourrait survivre et rester présente pendant

²⁶ Annexe 19 – Le recyclage en Suisse

²⁷ Annexe 20 – La tentative d'acquisition de Resilux par Bain Capital

²⁸ Reprise depuis fin l'année 2017, elle ne représente pas encore un poids très important dans le résultat de la société, mais selon des discussions avec Monsieur Guy Sips, analyste chez KBC, l'activité de recyclage devrait avoir un impact de plus en plus important dans les revenus de la société pouvant même atteindre à terme, dans 3 ans, 20% des revenus de l'entreprise.

une durée supérieure à 5 ans.²⁹ Dans ce genre de marché, il est largement faisable de maintenir les activités et les revenus de la société sans investir des sommes considérables. Resilux est le type de société recherché par les entreprises de private-equity, car elle possède des sources de revenus stables permettant de rembourser la dette créée à cet effet. Selon l'analyste Guy Sips de chez KBC, la possibilité qu'un acteur de type private-equity émette une offre publique d'achat dans les 12 à 18 mois à venir reste importante et elle est la situation avec la probabilité la plus élevée.

2.11 Resilux et la bourse de Bruxelles

La société est cotée sur Euronext Brussels BEL SMALL INDEX sous le code « RES » et possède le code ISIN BE0003707214. Le titre Resilux est coté depuis le 3 octobre 1997, son prix d'introduction s'élevait à 31,185 €. En réalisant son introduction en bourse, la société souhaitait lever des fonds. Ce moyen de financement était l'un des plus simples à l'époque. De plus, ce choix a largement été influencé et porté par le succès de nombreuses autres introductions d'entreprises de la région néerlandophone telles que Terbeek, Spector et bien d'autres. Actuellement, le nombre d'actions en circulation est de 2 024 860 d'unités pour un volume quotidien moyen de 1 184 actions.

Historiquement, sa cotation la plus haute a été atteinte lors de la tentative de rachat orchestrée par la société de private-equity américaine Bain Capital. Resilux avait reçu une offre comprenant une prime équivalente à une cotation de 195 € par titre. Cependant, l'opération n'a pas eu lieu. Dans les conditions liées à cet accord, Bain Capital avait mentionné que si le processus de rachat venait à prendre du retard, le groupe américain pourrait ne plus se porter acheteur potentiel. C'est ce qui s'est passé. En effet, Bain Capital a décidé de ne pas poursuivre l'acquisition de la société belge Resilux et de son homologue britannique Petainer en raison d'une décision anti-trust en Allemagne. Si Resilux et Petainer fusionnaient, elles auraient disposé ensemble d'une part de marché supérieure à 5% et le processus aurait pu être retardé de 6 à 12 mois au minimum à cause de l'étude de l'autorité allemande contre les monopoles.

Afin de maintenir une activité suffisante sur l'action, un contrat d'activation de liquidité et de marché a été conclu avec Bank Degroof Petercam NV.³⁰

²⁹ Discussion à propos d'une analyse réalisée par Monsieur Guy Sips, analyste chez KBC

³⁰ Un contrat de liquidité est une convention signée entre une entreprise cotée en bourse et un prestataire de services d'investissement afin d'assurer la liquidité du marché secondaire où ses actions s'échangent. Le but du contrat est d'éviter que sur un marché étroit, la vente ou l'achat de titres peu liquides provoque une forte

2.12 Analyse financière

L'information utilisée pour la réalisation de l'analyse financière se fera sur base des différents comptes et états financiers de la société^{31 32}. Une base historique de 6 ans (2013-2018) sera utilisée afin d'apporter une estimation concernant la situation future (2019-2021) des états financiers. Évidemment, ces tendances historiques servent de base ; elles devront être ajustées et complétées par rapport aux différentes informations et hypothèses développées à la suite de l'analyse de marché et de l'analyse interne de la société.

2.12.1 Situation actuelle de l'entreprise

La société sort d'un exercice 2018 considéré comme exceptionnel. Celui-ci a été marqué par la croissance de ses revenus. En effet, par rapport à l'exercice 2017, la valeur ajoutée, qui ne prend pas en compte la volatilité de la matière première, a augmenté de 11,5 millions d'euros, soit 14,9% pour ainsi atteindre la somme de 88,3 millions d'euros.

Le progrès des chiffres de l'année 2018 a été appuyé par :

- * le renforcement des ventes de préformes. Les quantités totales vendues cumulées de préformes et de bouteilles ont augmenté de 6,2% par rapport à l'année 2017. La société a observé une augmentation dans les volumes des préformes vendus et une diminution dans le volume des bouteilles vendues.
- * la croissance organique connue par l'entreprise avec l'intégration dans les revenus des activités acquises lors de l'exercice 2017. Des investissements substantiels ont été réalisés au cours de l'année dans le domaine du recyclage et d'importants investissements seront consentis pour l'année 2019 et les années futures.
- * un renforcement géographique dans les régions existantes via une nouvelle usine en Roumanie.
- * des efforts accrus en matière d'innovation.

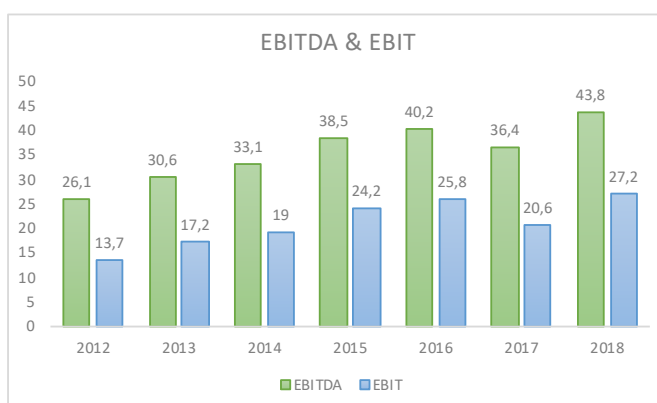
Le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements a augmenté de 6,4 millions d'euros pour s'établir à 43,8 millions d'euros, soit une augmentation d'approximativement 17% par rapport à l'exercice 2017. Les dépenses en dépréciations et amortissements ont augmenté de 0,8 million d'euros et s'élèvent donc à 16,6 millions pour l'année 2018. Quant à lui, le

³¹ Annexe 21 - Bilan

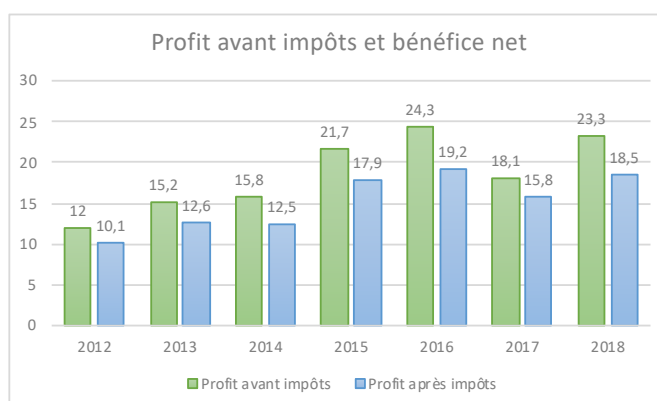
³² Annexe 22 – Compte de résultat

résultat opérationnel (EBIT) s'élève, pour l'exercice 2018, à 27,2 millions d'euros, en augmentation de 5,5 millions d'euros.

Le bénéfice avant impôts et taxes atteint le montant de 23,3 millions d'euros contre 18,1 millions d'euros en 2017. Avec un montant de 18,5 millions d'euros contre 15,8 millions d'euros en 2017, la société augmente son bénéfice net de 16,9%. La différence entre le bénéfice avant impôts et taxes et le bénéfice net comprend les impôts à payer pour un montant de 4,8 millions d'euros.



Source : Données Resilux

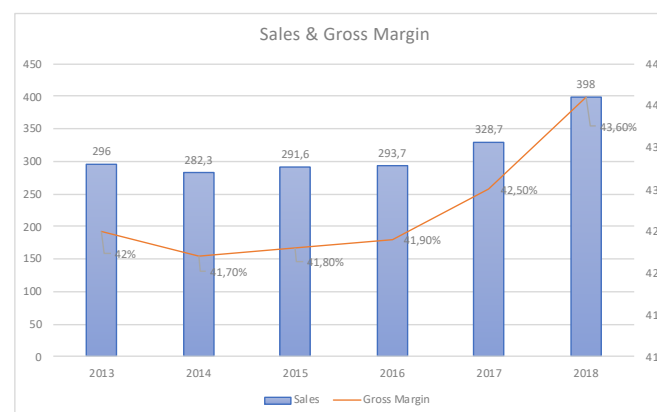


Source : Données Resilux

A la clôture de son exercice 2018, la société avait une dette financière nette équivalente à 30,7 millions d'euros, contre une dette financière de 6,8 millions en 2017. La variation est le résultat des flux de trésorerie réalisés grâce aux activités opérationnelles, des investissements réalisés, de l'augmentation du fonds de roulement résultant de la croissance, de la hausse du prix de la matière première et des dividendes versés en 2018.

2.12.2 Marges

Les marges brutes de la société devraient continuer à croître. La tendance générale de croissance de la marge brute est facilement observable sur les 5 dernières années. Cette observation est expliquée par le fait que l'entreprise souhaite petit-à-petit diminuer l'importance représentée par la vente des bouteilles dans ses revenus afin de promouvoir et de proposer des produits de plus grande complexité et



Source : Données Resilux

de meilleure qualité à ses clients pouvant ainsi dégager des marges plus élevées. De ce fait, les marges de l'activité future de la société devraient continuer à augmenter.

2.12.3 Évolution future des revenus

Pour l'exercice 2019, la société prévoit une nouvelle croissance dans les volumes. Cette croissance résultera de l'utilisation de la nouvelle unité de production en Roumanie et de ces dépenses d'investissement réalisées afin d'augmenter la capacité de production. Resilux s'attend à ce que cette croissance en volume se traduise par une augmentation des résultats opérationnels. En vue d'évaluer les revenus futurs de manière vigilante, j'ai fondé mon estimation via 3 différentes hypothèses.

Lors de ma première hypothèse, j'ai mesuré les revenus futurs (2019-2021) comme étant en parfait alignement avec la croissance théorique de 5% que devrait connaître le marché des contenants et des emballages en PET sur la période 2019-2024. Avec cette hypothèse, j'ai obtenu une estimation de chiffre d'affaires de EUR 418 millions (2019), EUR 439 millions (2020) et EUR 461 millions (2021).

Pour ma deuxième hypothèse, j'ai déterminé mes revenus futurs en considérant une moyenne calculée sur la croissance historique des revenus. Avec cette 2^{ème} hypothèse, j'ai obtenu une estimation de chiffre d'affaires équivalant à EUR 411 millions (2019), EUR 424 millions (2020) et EUR 438 millions (2021).

Troisièmement, j'ai exécuté une hypothèse via les deux activités réalisées par la société. Historiquement, une croissance est observée concernant la vente de préformes et une diminution concernant la vente de bouteilles. De ce fait, j'ai calculé une moyenne historique par rapport à ces deux observations. Cette moyenne historique me permettra de projeter le nombre de préformes et de bouteilles potentiellement vendues par la société dans le futur (2019, 2020 et 2021). Ne connaissant pas la marge par type d'activité, j'ai calculé une marge moyenne historique réalisée par unité vendue (Division du chiffre d'affaires historique de l'année 2018 par le nombre d'unités vendues de préformes et de bouteilles en 2018). Enfin, pour estimer les revenus futurs, j'ai multiplié la marge moyenne obtenue avec les estimations de vente de préformes et de bouteilles. Cette hypothèse me permet d'obtenir une estimation de chiffre d'affaires de EUR 407 millions (2019), EUR 422 millions (2020) et EUR 445 millions (2021).

Afin de calculer mes estimations de revenus futurs, j'ai décidé d'accorder un poids de 25% à la première hypothèse, de 50% à la deuxième hypothèse et de 25% à la troisième hypothèse. En

tenant compte de cela, ces 3 différentes hypothèses me permettent d'avoir des estimations de revenus futurs pour les années 2019, 2020 et 2021 s'élevant respectivement à EUR 411,75 millions, EUR 427,25 millions et EUR 445,5 millions. La croissance future de la société ne reposera pas entièrement sur les ventes de préformes et de bouteilles. Elle pourra compter sur son activité de recyclage, qui a eu un impact important voire exceptionnel sur la croissance de l'exercice 2018 et qui continuera à avoir un impact au fil des années.

2.12.4 Taux d'imposition

Par rapport à l'exercice précédent, le taux d'imposition a augmenté pour atteindre 21% en 2018 contre 13% en 2017. Cette augmentation est expliquée par l'importance des activités suisses. En effet, dans ce pays, les taux d'imposition sont plus élevés. Sur base d'une discussion avec l'analyste de chez KBC, Guy Sips, le CFO de Resilux lui a communiqué son estimation concernant le taux d'imposition attendu pour l'exercice 2019. La société devrait payer un taux d'imposition plus faible, qui devrait s'élever à approximativement 17%.³³ Historiquement, (période 2013 – 2018), la moyenne des taux de taxation de la société s'élève à 16%. Dès lors, en replaçant historiquement l'estimation de 17% pour l'année 2019 et les années suivantes, ce taux me semble cohérent.

La société possède des accords avec les différents pays où elle est implantée. Dès lors, sans connaître la répartition géographique exacte ni le poids des activités par pays, il est impossible de réaliser une comparaison des taux d'imposition effectifs avec les taux nominaux.

2.12.5 Politique de distribution des dividendes

La politique en matière de dividendes est déterminée par la capacité de la société à générer un excédent de trésorerie. Dans ce cas, il est important de souligner les clés qui auront un impact sur la distribution des dividendes. (1) L'analyse historique des dividendes (2013-2018) permet d'observer qu'il y a eu une augmentation à hauteur de 6% en 2014 et en 2015. Ensuite, plus aucune augmentation n'est apparue sauf en 2018 où il a augmenté de 50% pour atteindre une valeur de 3 €. L'augmentation du dividende est une décision de l'Assemblée générale. Comme la famille De Cuyper possède plus de 50% des actions, elle peut en décider. Les projections

³³ Par exemple, en Belgique la société pourra s'attendre à une réduction d'impôt en raison de « l'accord d'été ». Cette mesure concerne la réduction du coût des employés. Toutes les entreprises belges bénéficieraient d'un avantage fiscal proche de 2% pour leurs activités en Belgique.

actuelles de Capex et les prévisions de flux de trésorerie disponibles ne posent aucun problème à cet égard. Les membres de la famille ont déclaré dans la presse qu'ils souhaitaient que Resilux devienne également une action à dividende. Sur base des années historiques observées, une moyenne d'augmentation du dividende de 12% peut être constatée. (2) L'augmentation des ventes et la croissance de la demande permettront à cette entreprise de générer de nombreux revenus dans les années à venir. L'augmentation de l'activité de recyclage soutiendra la croissance du résultat net par action. La politique de distribution des dividendes n'étant pas stable à travers le temps, j'ai décidé de ne pas privilégier et de ne pas développer le modèle Dividend Discount Model (DDM) dans ce travail.

2.12.6 Dépenses en capital - Capex

Pour l'année 2018, la composition du capex s'est faite comme ci-contre. Les futures dépenses en capex de l'entreprise seront marquées par une diminution des investissements aux USA. La société continue son implémentation soutenue en Europe. En effet, la stratégie souhaitée concerne une forte concentration sur l'Europe et particulièrement sur l'Europe de l'est (Russie, Roumanie où la société a récemment développé de nouvelles usines).

Immeubles	9,1
Moules	4,4
Lignes de production PET	5
Production périphérique	3,4
Soufflage	0,8
PolyRecycling	10,6
Autres	2,4
Subventions	-0,4
Disposals/Conso	-0,8
TOTAL	34,5

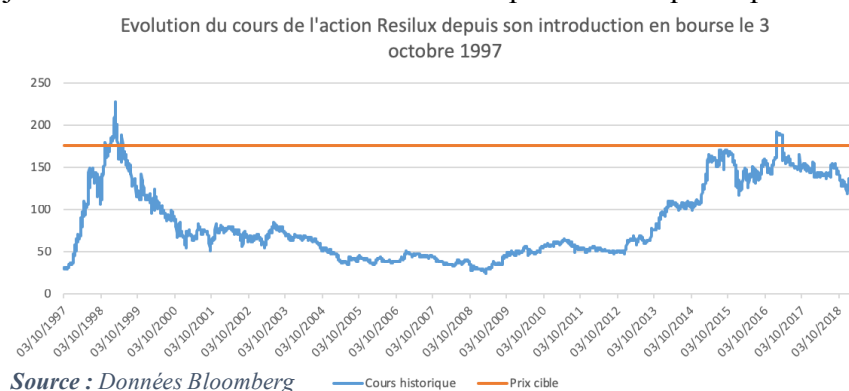
Source : Données Resilux

Dans ce marché, il est nécessaire d'avoir des usines implantées partout où la société possède des activités car il est difficile voire impossible d'être rentable en transportant soit les bouteilles soit les préformes partout en Europe ou à travers le monde. Les dépenses d'investissement au cours de la période de prévision seront influencées par l'évolution - qui devrait être positive - des volumes vendus par la société. Pour l'année 2019, le capex a été estimé et déterminé par le management de la société. Selon les informations qui m'ont été communiquées par Monsieur Guy Sips, analyste chez KBC, le montant alloué devrait s'élever à 34,5 millions d'euros et représenterait 8,4% du revenu 2019 que j'ai projeté. Ce pourcentage s'élève à 8,7% pour l'année 2018. Dans l'intention de projeter le capex pour les exercices 2020 et 2021, j'ai réalisé une moyenne des pourcentages de 2018 et 2019 ; j'obtiens donc 8,5%. Je l'ai ensuite multipliée par le montant des revenus projetés pour 2020 et 2021 afin d'avoir une estimation du montant de capex. J'ai décidé d'utiliser cette hypothèse de croissance des dépenses en capex vu la situation dans laquelle se trouve la société. Les années 2017 et 2018 ont été marquées par des événements qui ont apporté une nouvelle vision stratégique. Resilux prévoit une nouvelle

croissance dans ses volumes qui résultera de l'utilisation et de l'augmentation de ses capacités de production. De plus, elle souhaite également continuer son développement dans les produits spécialisés et dans son activité de recyclage.³⁴ Dans l'optique de mettre en application sa stratégie, des dépenses en capex importantes seront nécessaires afin de progresser et de continuer sur les bases constituées lors des années précédentes.

2.13 Valorisation

Après avoir réalisé mes différentes analyses sur la société Resilux, je suis en mesure d'émettre une recommandation d'achat sur le titre avec un prix cible de 174,23 €, ce qui représente un potentiel de hausse de 26,25 % par rapport au cours de clôture (138 €) du 17 mai 2019. Le prix cible énoncé repose sur une combinaison de deux méthodes de valorisation. Premièrement, une valorisation par les flux de trésorerie actualisés. Grâce à celle-ci, j'obtiens un prix cible de 174 €. La deuxième méthode de valorisation utilisée est la méthode de valorisation par les sociétés comparables. Par celle-ci, j'obtiens un prix cible de 174,91 €. Afin de calculer le prix cible final, j'ai attribué un poids de 75% à la première méthode de valorisation et 25% à la deuxième méthode. Historiquement, lorsque nous observons le cours de l'action Resilux, nous pouvons constater que celui-ci a déjà traité à des niveaux similaires voire plus élevés que le prix cible énoncé. Dès lors, il me semble cohérent en comparaison avec le cours historique ainsi qu'avec la stratégie énoncée et mise en place par la société.



2.13.1 Valorisation par les flux de trésorerie actualisés

La valorisation par les flux de trésorerie actualisés réalisée est fondée sur une période de prévision explicite de 8 ans allant de l'année calendaire 2013 à l'année calendaire 2021. Les données historiques des années calendaires allant de 2013 à 2018 m'ont servi de base afin de projeter les flux de trésorerie pour les années 2019, 2020 et 2021. Après 2021, les revenus de la société devraient continuer leur croissance. Celle-ci sera possible grâce à la stratégie mise en

³⁴ Cette activité de recyclage pourrait, selon les estimations de l'analyste, représenter 20% des revenus futurs à partir de l'année 2021.

place par Resilux. L'augmentation des volumes souhaités et la dépendance de plus en plus importante aux produits à haute valeur ajoutée permettra de dégager des marges plus élevées et d'augmenter ses revenus. De plus, l'activité de recyclage devrait continuer d'avoir une grande importance au fil des années.

La méthode de valorisation par les flux de trésorerie actualisés consiste à estimer la valeur du cours de bourse d'une société. Celle-ci s'effectue en projetant les différents flux de trésorerie en fonction des divers éléments et événements internes liés à l'environnement économique et concurrentiel de la firme étudiée. Cette valorisation est basée sur l'EBITDA de la société. Afin de réaliser celle-ci, j'ai dû projeter les flux de trésorerie disponibles (Free Cash-Flow) pour les années de 2019 à 2021 en réalisant des estimations sur base des données historiques disponibles.

Resilux NV (RES BB) - CF										
In millions of EUR										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	
Corrected EBITDA (1)	30,62	33,05	38,54	60,77	36,38	43,77	46,45	48,20	50,26	
(Increase)/decrease in working cap. (2)	-6,12	4,51	11,63	10,64	32,10	31,93	10,22	11,44	13,24	
Changes in inventories	0,86	5,96	6,33	9,24	4,40	22,93	4,78	5,34	6,14	
Changes in amounts receivable & accruals	2,09	1,35	-2,40	5,20	12,50	-0,30	1,44	1,64	1,95	
Changes in trade debts and other payables	-9,07	-2,80	7,70	-3,80	15,20	9,30	4,00	4,47	5,15	
Gross operating cash flow (3)	24,5	37,6	50,2	71,4	68,5	75,7	56,7	59,6	63,5	
Net interest (paid) / received (4)	-2,01	-3,15	-2,61	-1,38	-2,54	-3,85	-3,98	-4,13	-4,31	
Tax (5)	-2,60	-3,20	-3,80	-4,20	-2,30	-4,81	-4,30	-4,46	-4,65	
Net operating cash flow (6)	19,9	31,2	43,8	65,8	63,6	67,0	48,4	51,1	54,5	
Capex (estimate) (7)	-17,5	-17,7	-15,8	-20,7	-20,4	-34,5	-34,5	-36,4	-38,0	
Free cash flow (8)	2,4	13,5	28,0	45,1	43,2	32,5	13,9	14,6	16,6	

Source : Flux de trésorerie - Projections Lucas Manzella

En partant de l'EBITDA (1), j'y ai additionné la croissance observée en fonds de roulement³⁵ (2) afin d'obtenir le cash-flow opérationnel brut (3). Ensuite, j'ai soustrait les intérêts nets (4) et les impôts payés (5) pour obtenir le cash-flow opérationnel net (6). Enfin, j'ai soustrait le capex (7) pour obtenir le free cash-flow (8). Avec l'aide de ces free cash-flow estimés, j'ai pu réaliser mon exercice de valorisation.

Resilux NV (RES BB) - DCF										
In millions of EUR										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	
Sales	296,0	282,3	291,6	293,7	328,7	398,0	411,8	427,3	445,5	
% growth		-4,60%	3,26%	0,72%	11,92%	21,10%	3,45%	3,76%	4,27%	
EBIT	17,2	19,0	24,3	46,4	20,6	27,2	29,3	30,4	31,7	
% sales	5,81%	6,73%	8,33%	15,79%	6,27%	6,83%	7,11%	7,11%	7,11%	
Tax	-2,6	-3,2	-3,8	-4,2	-2,3	-4,8	-4,3	-4,5	-4,7	
Tax rate	17%	20%	18%	9%	13%	21%	17%	17%	17%	
Net Operating Profit After Tax (=NOPAT)	14,6	15,8	20,5	42,2	18,3	22,4	25,0	25,9	27,0	
D&A	13,4	14,1	14,2	14,4	15,8	16,6	17,2	17,8	18,6	
- Capex	-17,5	-17,7	-15,8	-20,7	-20,4	-34,5	-34,5	-36,4	-38,0	
% sales	-5,9%	-6,3%	-5,4%	-7,0%	-6,2%	-8,7%	-8,4%	-8,5%	-8,5%	
Total net investments in fixed assets	-4,1	-3,6	-1,6	-6,3	-4,6	-17,9	-17,3	-18,6	-19,4	
Net change in working capital	-6,1	4,5	11,6	10,6	32,1	31,9	10,2	11,4	13,2	
Free cash flow	2,4	13,5	28,0	45,1	43,2	32,5	13,9	14,6	16,6	
WACC				6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	
Discount factor							1,00	0,94	0,89	
Present value of free cash flow							13,9	13,8	14,7	

Source : Valorisation par les flux de trésorerie actualisés - Projections Lucas Manzella

³⁵ La croissance en fonds de roulement a été calculée à l'aide des variations des stocks, des variations des créances et des variations des dettes commerciales et des autres dettes. Ces variations proviennent de la différence observée dans le bilan entre l'année n et l'année n-1 pour ces différents postes.

Dans l'intention d'obtenir la valeur d'entreprise (EV, 382,9 millions €), j'ai additionné :

- la valeur actuelle cumulée des flux de trésorerie disponibles (42 millions €) estimée à partir des flux de trésorerie actualisés des années 2019³⁶ (13,9 millions €), 2020³⁷ (13,8 millions €) et 2021³⁸ (14,7 millions €),
- et la valeur actuelle de la valeur terminale (340 millions €). Cette valeur découle de la multiplication entre la valeur terminale³⁹ (383 millions €) et le discount factor de l'année 2021 (0,89).

Terminal Value	383
Implied terminal ebitda multiple	9
Cumulative present value of free cash flow	42
+ Present value of terminal value	340
Enterprise value	382,9
(+) Cash & Cash-Equivalents:	10,92
(+) Equity Investments:	0
(+) Other Non-Core Assets, Net:	0
(+) Net Operating Losses:	0
(-) Total Debt:	-41,60
(-) Preferred Stock:	0
(-) Noncontrolling Interests:	0
(-) Unfunded Pension Obligations:	0
(-) Capital Leases:	0
(-) Restructuring & Other Liabilities:	0
Implied Equity value	352,3
Share (Millions)	2,0
Implied share price	174,0
Actual share price	138,0
Implied share price	26,06%

Source : Valorisation par les flux de trésorerie actualisés - Projections Lucas Manzella

Cette méthode de valorisation m'a permis de valoriser le titre de la société à hauteur de 174 €.

2.13.1.1 Taux de croissance à long terme

A la vue de la situation économique actuelle, je décide de faire un choix prudent face à l'évolution de la croissance mondiale et européenne à long terme. Les tensions sociales toujours aussi vives en Europe et les différentes guerres commerciales et économiques entre les pays justifient cette prudence. Selon les projections réalisées par l'OCDE, la croissance dans les 34 pays de l'OCDE devrait avoisiner les 2% par an d'ici 2060⁴⁰ avec des taux en baisse dans de nombreux pays à revenu élevé. Le Fond Monétaire International a réduit ses perspectives pour la zone euro à 1,3% pour cette année, un pourcentage en baisse de 0,3 % par rapport aux perspectives exprimées il y a 3 mois.⁴¹ La croissance devrait être plus faible dans plusieurs grandes économies européennes. Prenant en compte ces éléments, j'ai décidé de fixer le taux

³⁶ Calculé en multipliant la valeur du flux de trésorerie estimé obtenu pour l'année 2019 (13,9 millions €) avec le facteur d'actualisation (Discount factor) obtenu pour l'année 2019. Celui-ci est égal à 1 car je me positionne en milieu d'année. Dès lors, je considère que l'effet de valorisation pour l'année 2019 est nul.

³⁷ Calculé en multipliant la valeur du flux de trésorerie estimé obtenu pour l'année 2020 (14,6 millions €) avec le discount factor obtenu pour l'année 2020. Le discount factor pour l'année 2020 est égal à 0,94. Il est calculé par rapport au discount factor de l'année 2019. En effet, pour trouver celui de l'année 2020, je multiplie le discount factor trouvé en 2019 par 1 et je divise par (1 + WACC (=6%)).

³⁸ Calculé en multipliant la valeur du flux de trésorerie estimé obtenu pour l'année 2021 (16,6 millions €) avec le discount factor obtenu pour l'année 2021. Le discount factor pour l'année 2021 est égal à 0,89. Il est calculé par rapport au discount factor de l'année 2019. En effet, pour trouver celui de l'année 2021, je multiplie le discount factor trouvé en 2019 par 1 et je divise par (1 + WACC (=6%)).

³⁹ Afin de calculer la valeur terminale (371 millions €), j'ai multiplié le flux de trésorerie estimé obtenu pour l'année 2021 (16,6 millions €) par (1 plus le taux de croissance long terme (1,6%)) divisé par (WACC (=6%) moins le taux de croissance long terme (1,6%)).

⁴⁰ OECD ilibrary. (2019). GDP long-term forecast. En ligne <https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm> consulté le 15 mai 2019.

⁴¹ Andrew Mayeda. (09-04-2019). IMF Cuts Global Growth Outlook to Lowest Since Financial Crisis. Bloomberg.

de croissance à long terme à hauteur de 1,6% comme étant une moyenne entre les perspectives de croissance futures.

2.13.1.2 WACC

Dans l'exercice de valorisation par les flux de trésorerie actualisés, j'ai eu besoin d'estimer un WACC. Celui que j'ai décidé d'appliquer sera de 6%. Pour obtenir cette estimation, j'ai calculé ce taux sur base du modèle CAPM. Afin de le calculer, il m'a fallu calculer 3 éléments principaux :

WACC assumptions	
Gearing	19,48%
Tax rate	17,00%
Cost of debt before tax	4,60%
Cost of Debt after taks	3,82%
Long term growth rate	1,6%
Risk free - 10Y ECB AAA	-0,045%
Equity risk premium	6,2%
Beta	1,06
Cost of equity	6,53%
WACC (%)	6,00%

Source : Projection du WACC Lucas Manzella

Le gearing ratio (19,48%). Il est égal à la dette nette divisée par cette même dette additionnée aux fonds propres (=ND/(ND+E)). J'ai fondé mon estimation sur base des données historiques utilisées lors de ma valorisation. Ce ratio a été calculé à l'aide des chiffres de l'année 2018.

Le coût de la dette après taxe. Vu que Resilux n'émet pas d'obligation, il m'a été impossible de calculer un spread de crédit sur base de la cotation des obligations de la société. De ce fait, j'ai dû estimer le coût de la dette après taxe d'une autre manière. Pour ce faire, j'ai utilisé le ratio charges financières/dette. Ce ratio m'a permis de calculer de manière approximative le coût de la dette payée historiquement par la société.⁴² Pour mon estimation, j'ai utilisé les données de l'année 2018 et j'ai obtenu un ratio équivalent à 4,6%. Le coût de la dette après taxe résultera de la multiplication du taux d'imposition⁴³ avec le coût de la dette avant taxe. J'obtiens après taxe un coût de la dette s'élevant à 3,82%.

Le coût des capitaux propres (Cost of Equity). Après la réalisation de mes calculs, j'obtiens un coût des capitaux propres égal à 6,53%. La formule que j'ai utilisée est la suivante :

$$(1) R_f + (2) \text{Beta} \times (3) \text{Prime de risque actions ; où}$$

(1) le taux sans risque⁴⁴ est égal à -0.045%. J'ai choisi comme taux sans risque le taux de la zone euro. La maturité de référence généralement sélectionnée est de 10 ans. Dès lors, le taux

⁴² Annexe 23 – Coût de la dette et effet de levier

⁴³ Le taux d'imposition pour l'année 2019 est de 17%, il a été estimé et communiqué par la société elle-même.

⁴⁴ **Source:** Euro area yield curves. (2019). Taux à 10 ans. En ligne https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.htm consulté le 17 mai 2019.

sans risque sera représenté par les obligations des administrations centrales notées AAA et par toutes les obligations des administrations centrales de la zone euro à 10 ans.

(2) le bêta⁴⁵ est égal à 1.06. J'ai choisi de prendre comme bêta, la valeur sectorielle du marché des contenants et des emballages. Historiquement, l'évolution du cours de Resilux⁴⁶ avec celui de l'indice BEL SMALL me permet d'obtenir une corrélation historique de 0,396 et un bêta de 0,937. Cependant, j'ai décidé d'utiliser le bêta sectoriel par souci de cohérence et de précision.

(3) la prime de risque sur actions (Equity Risk Premium) est égal à 6,2 %⁴⁷. La société étant cotée sur Euronext Bruxelles, j'ai choisi de prendre comme prime de risque actions, la valeur issue des estimations de Pablo Fernandez pour la Belgique. La moyenne de la prime de risque pour la Belgique s'élève à 6,2% avec un écart-type de 1,5%.

Le coût des capitaux propres joue une importance capitale dans la détermination de mon WACC puisque le coût de la dette est faible. Pour cette raison, j'ai décidé de réaliser une analyse de sensibilité, mais aussi une simulation de Monte-Carlo. Ces deux analyses me permettront d'obtenir une vision plus large. En effet, émettre une recommandation d'achat avec un prix cible fixe est complexe : énormément de caractéristiques liées à l'exercice de valorisation peuvent faire dévier les hypothèses énoncées et rendre très rapidement le modèle incohérent. Selon moi, une recommandation d'investissement doit se faire selon un intervalle de valeur et non pas via une valeur précise. Via ces analyses, je souhaite étudier les effets liés aux variations de variables clés. Je pourrai alors fournir des estimations de prix cible en fonction de différents scénarios.

2.13.2 Valorisation par les sociétés comparables

Afin de compléter, d'affiner l'évaluation du cours apportée par la méthode par les flux de trésorerie actualisés et d'avoir une vision plus complète, j'ai décidé de réaliser une valorisation du prix de la société par rapport aux sociétés comparables. Le marché des contenants et des emballages en plastique est largement dominé par des entreprises multinationales. Resilux étant un « acteur mondial » à forte concentration européenne, elle est confrontée à une importante

⁴⁵ **Source:** Damodaran Online. (2019). Total Beta By Sector, Packaging & Container, Average Levered Beta. En ligne http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html consulté le 15 mai 2019.

⁴⁶ Annexe 24 – Évolution des performances historiques (Données Bloomberg observées entre le 31/12/2002 et le 17/05/2019).

⁴⁷ **Source:** Pablo Fernandez, Vitaly Pershin and Isabel F. Acin. (2019). Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019. IESE Business School. En ligne: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3358901

concurrence évoluant à travers le monde.⁴⁸ Tout d'abord, afin de déterminer les sociétés comparables, j'ai utilisé la plateforme Bloomberg et la fonction « RMAP » en sélectionnant « PEERS ». Dès lors, j'ai eu accès à une liste de 26 sociétés potentiellement concurrentes dans le marché des contenants et emballages. Sur base de cette liste des concurrents côtés de la société Resilux, j'ai décidé de prendre en compte, pour la réalisation de ma valorisation, toutes les sociétés comparables actives dans le monde dont les capitalisations boursières sont proches de celle de Resilux. De plus, j'ai décidé d'intégrer toutes les sociétés comparables européennes indépendamment de leur capitalisation boursière. En partant de cette liste de 26 sociétés, j'ai déduit une liste de 10 sociétés comparables qui me serviront comme base pour ma valorisation.

BI Global Packaging Valuation Peers	Pays	Market Cap (local m)
APTARGROUP INC	Etat-Unis	6034
SHENZHEN BEAUTY STAR CO -A	Chine	958
TAIWAN HON CHUAN ENTERPRISE	Taiwan	415
ESSEL PROPACK LTD	Inde	467
MYERS INDUSTRIES INC	Etat-Unis	549
WINPAK LTD	Canada	1921
RPC GROUP PLC	Royaume-Uni	3754
SONOCO PRODUCTS CO	Etat-Unis	5504
MYS GROUP CO LTD - A	Chine	1351
SHANGHAI ZI JIANG ENTERPRI-A	Chine	976
AMCOR LIMITED	Australie	11329
SEALED AIR CORP	Etat-Unis	6340
HUHTAMAKI OYJ	Finlande	3698
GROUPE GULLIN	France	399
NAMPAK LTD	Afrique du Sud	447
INTERTAPE POLYMER GROUP INC	Canada	735
FP CORP	Japon	2274
BEMIS COMPANY	Etat-Unis	4499
GERRESHEIMER AG	Allemagne	2165
PSB INDUSTRIES	France	121
PACT GROUP HOLDINGS LTD	Australie	602
SILGAN HOLDINGS INC	Etat-Unis	2936
SAUDI PRINTING & PACKAGING C	Arabie Saoudite	230
RENGO CO LTD	Japon	2182
PACK CORP/THE	Japon	571
BERRY GLOBAL GROUP INC	Etat-Unis	7213

Liste des sociétés comparables extraite de Bloomberg - Mars 2019

Pour obtenir cette estimation de prix cible sur base de ma valorisation par les sociétés comparables, j'ai utilisé le ratio EV/EBITDA. En effet, il apparaît comme le multiple le plus pertinent et le plus souvent utilisé pour évaluer

BI Global Packaging Valuation Peers	Pays	Market Cap (local m)	EV/EBITDA			
			2016	2017	2018	FY 2019
TAIWAN HON CHUAN ENTERPRISE	Taiwan	415	6,88	7,69	6,73	6,52
ESSEL PROPACK LTD	Inde	467	7,71	10,51	9,20	8,75
RPC GROUP PLC	Royaume-Uni	3754	17,83	12,20	7,54	7,23
GROUPE GULLIN	France	399	6,28	6,80	5,26	5,12
NAMPAK LTD	Afrique du Sud	447	5,96	8,36	7,77	5,78
HUHTAMAKI OYJ	Finlande	3698	11,98	11,78	10,43	
INTERTAPE POLYMER GROUP INC	Canada	735	11,84	11,00	10,02	7,82
GERRESHEIMER AG	Allemagne	2165	9,82	9,39	11,04	10,42
PSB INDUSTRIES	France	121	6,00	8,02	4,07	4,28
PACK CORP/THE	Japon	571	4,00	5,51	4,52	
MIN			4,00	5,51	4,07	4,28
25th PERCENTILE			6,07	7,77	5,63	5,62
MOYENNE			8,83	9,13	7,66	6,99
MEDIANE			7,30	8,87	7,65	6,88
75th PERCENTILE			11,34	10,88	9,81	8,05
MAX			17,83	12,20	11,04	10,42
RESILUX	Belgique	306	4,77	8,23	6,30	
% premium/(discount) vs. Sector median			-2,53	-0,64	-1,36	-6,88

Liste des sociétés comparables retenue. Estimation Bloomberg – Mars 2019.

ce type d'entreprise. Il permet de valoriser les cycles opérationnels/économiques de la société en mettant en évidence le résultat opérationnel. L'EBITDA est essentiellement un revenu net auquel sont rajoutés les intérêts, les impôts et les amortissements. Ce ratio est assez intéressant à évaluer, il élimine les effets du financement et des dépenses en capital. Historiquement, nous pouvons observer, dans le tableau ci-contre, les valeurs concernant ce ratio pour chaque société retenue. Ils sont restées plus ou moins similaires à travers le temps. Pendant les 3 années exposées, Resilux a possédé un ratio en dessous de la médiane des sociétés comparables.

⁴⁸ Annexe 25 – Analyse de la concurrence

Dans ma valorisation, j'utiliserai les données de l'année la plus récente et pour laquelle les informations sont complètes. Dès lors, j'utiliserai les données de l'année 2018. Sur base de la médiane du ratio (7,65x) observée sur l'année 2018, j'ai pu calculer la valeur terminale sur base du ratio EV/ EBITDA (384,73 millions €). Cette valeur est obtenue en multipliant l'EBITDA de la société pour l'année estimée 2021 (50,3 millions €) avec le multiple EBITDA (médiane de l'année 2018

(=7,7)). Dans ce cas, la moyenne et la médiane sont sensiblement identiques. La valeur actuelle de la valeur terminale (342 millions €) est calculée en multipliant la valeur terminale sur base du ratio EV/EBITDA (384,73 millions €) avec le discount factor de l'année 2021 (0,89) calculée précédemment via la valorisation par les flux de trésorerie actualisés. En additionnant la valeur actuelle de la valeur terminale et la somme des free cash-flow (42 millions €), j'obtiens une valeur d'entreprise de 384,85 millions €. Une fois divisée par le nombre d'actions en circulation, (2,025 millions) j'obtiendrai mon prix cible.

Au travers de cette valorisation, j'ai obtenu une estimation du cours de l'action s'élevant à 174,91 €.

En prenant comme base de comparaison ces différentes sociétés comparables, j'ai décidé d'attribuer un poids de 25 % à cette méthode de valorisation afin de pouvoir calculer le prix cible final. Bien que cette valorisation constitue un point de comparaison utile et importante, la pertinence de cette méthode pourrait être limitée vu la qualité des comparables. En effet, il existe un nombre limité de pairs répertoriés disponibles dans ce secteur en Europe et les entreprises sont principalement des acteurs de taille assez importante en comparaison avec celle de Resilux. Malgré le fait que tous les acteurs définis comme concurrents ne réalisent pas exactement la même activité que notre entreprise, ils restent pertinents du fait qu'ils font partie du même secteur. Le prix cible obtenu via cette méthode de valorisation est sensiblement proche du prix cible obtenu via l'approche par les flux de trésorerie actualisés.

Terminal Value - Multiples Method:	
Median EV / EBITDA of Comps:	7,7 x
Baseline Terminal EBITDA Multiple:	7,7 x
Baseline Terminal Value:	384,73
(+) PV of Terminal Value:	342
(+) Sum of PV of Free Cash Flows:	42
Implied Enterprise Value:	384,85
(+) Cash & Cash-Equivalents:	10,92
(+) Equity Investments:	0
(+) Other Non-Core Assets, Net:	0
(+) Net Operating Losses:	0
(-) Total Debt:	-41,60
(-) Preferred Stock:	0
(-) Noncontrolling Interests:	0
(-) Unfunded Pension Obligations:	0
(-) Capital Leases:	0
(-) Restructuring & Other Liabilities:	0
Implied Equity Value:	354,17
Diluted Shares Outstanding:	2,025
Implied Share Price from DCF:	174,91
Premium / (Discount) to Current:	26,75%

Source : Estimation Lucas Manzella

2.14 Risque lié au prix cible

2.14.1 Analyse de sensibilité

Une analyse de sensibilité sera réalisée pour chaque méthode de valorisation développée dans ce travail. Elle me permettra d'évaluer et de tester la sensibilité et la pertinence du prix cible obtenu en faisant varier les variables clés de chaque valorisation.

Premièrement, pour l'analyse de sensibilité par rapport à la valorisation par les flux de trésorerie actualisés, j'ai fait varier le taux du WACC et le taux de croissance long terme. Mon WACC est en grande partie dépendant de l'évolution de la prime de risque actions. Afin de déterminer les bornes minimum et maximum, j'ai décidé de faire varier la prime de risque actions obtenue via les estimations de Pablo Fernandez (6,2%) par son écart-type. Dès lors, j'obtiendrais une prime de risque actions minimum de 4,7% et maximum de 7,7%. Ces modifications dans la prime de risque feront varier le WACC. En effet, lorsque je modifie la prime de risque à son minimum (4,7%), j'obtiens un WACC de 4,72% (par facilité dans mon analyse sensitive, j'arrondirai ce chiffre à 4,75%). Ensuite, lorsque je modifie la prime de risque à son maximum (7,7%), j'obtiens un WACC de 7,28% (par facilité dans mon analyse sensitive, j'arrondirai ce chiffre à 7,25%).

En ce qui concerne l'estimation du taux de croissance long terme, mon estimation utilisée lors de mon exercice de valorisation est de 1,6%. Comme borne maximale, j'ai décidé de prendre en compte la croissance long terme théorique probable future énoncée par l'OCDE ; dès lors, la borne maximale s'élèvera à 2%. Afin de calculer la borne minimale, je souhaite diminuer mon estimation (1,6%) par la différence observée avec la borne maximale. Cette différence s'élève à 0,4% (2% - 1,6%). Dès lors, la borne minimale sera de 1,2% (1,6% - 0,4%).

Grâce à ces hypothèses concernant les bornes de mon analyse de sensibilité, dans le scénario le plus optimiste où le WACC s'élèverait à 4,75 % accompagné d'un taux de croissance à long terme de 2%, le prix cible atteindrait 282,63 €. Cela représenterait une augmentation de 62,43 % par rapport au prix cible (174 €) obtenu grâce à la valorisation par les flux de trésorerie. Cette situation théorique extrême semble cependant bien éloignée de la réalité. De plus que le cours de l'action n'a jamais dépassé 195 €. Dans la situation extrême opposée, le scénario le plus pessimiste où le WACC s'élèverait à 7,25% accompagné d'un taux de croissance à long terme

de 1,2%⁴⁹, le prix cible s'élèverait à 124,54 €. Ce prix cible se situe à 9,75% en dessous du cours de l'action en date du 17 mai 2019 (138 €).

Cette première analyse confirme ma recommandation d'achat précédemment énoncée. En effet, nous pouvons observer que même dans le scénario le plus pessimiste où le prix cible s'élève à 124,54 €, celui-ci reste raisonnable. Le risque de perte, même en cas d'achat, est limité. Les situations où une recommandation d'achat sera énoncée sont représentées en vert dans le tableau ci-dessous. Une recommandation d'achat sera généralement énoncée lorsque le cours cible est de 10% supérieur au cours actuel. Dans le cas du titre Resilux, une recommandation d'achat sera émise lorsque le cours atteindra au minimum 151,8 €⁵⁰ (par rapport au cours de clôture du 17 mai 2019, de 138 €). En orange, nous retrouvons les situations où une recommandation de conserver le titre sera énoncée. Avec ces données, dans la majorité des cas, une recommandation d'achat subsiste. Le plus important est qu'aucune recommandation de vente sur le titre n'existe. La recommandation de vente sera énoncée lorsque le cours se situera en dessous de 124,20 € (lorsque que le prix cible est de 10% inférieur au cours actuel).

	Weighted Average Cost of Capital (WACC):										
	4,75%	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%
2,00%	282,63	258,32	237,76	220,13	204,85	191,49	179,69	169,21	159,83	151,39	143,75
1,90%	272,66	249,94	230,62	213,98	199,50	186,78	175,53	165,50	156,50	148,39	141,04
1,80%	263,37	242,09	223,89	208,15	194,41	182,30	171,55	161,95	153,31	145,51	138,42
1,70%	254,69	234,71	217,55	202,64	189,57	178,02	167,75	158,54	150,24	142,73	135,90
1,60%	246,56	227,77	211,55	197,41	184,97	173,95	164,11	155,27	147,30	140,06	133,46
1,50%	238,93	221,22	205,87	192,43	180,58	170,05	160,62	152,14	144,46	137,49	131,12
1,40%	231,76	215,03	200,48	187,71	176,40	166,32	157,28	149,13	141,73	135,00	128,85
1,30%	225,00	209,18	195,37	183,20	172,40	162,75	154,07	146,23	139,11	132,61	126,66
1,20%	218,62	203,64	190,51	178,91	168,58	159,33	150,99	143,44	136,57	130,30	124,54

Source : Estimation Lucas Manzella

Deuxièmement, pour l'analyse de sensibilité par rapport à la valorisation par les sociétés comparables, j'ai fait varier le taux du WACC et le ratio EV/EBITDA calculé sur base des entreprises comparables. Les bornes pour le WACC seront identiques que pour l'analyse de sensibilité précédente à savoir entre 4,75 et 7,25%. Pour le ratio EV/EBITDA, je prends comme borne minimale, le ratio minimum (4,07x) observé dans l'ensemble de mes 10 sociétés comparables. Le ratio maximum observé sur les 10 sociétés comparables est de 11,04 et donc la borne maximale sera de 11.

Pour reprendre les deux cas extrêmes de l'analyse de sensibilité, dans la situation où le WACC s'élèverait à 7,25% accompagné d'un ratio des sociétés comparables EV/EBITDA s'élevant à

⁴⁹ Bien que les perspectives de croissance long terme pour cette année ont diminué, il est peu probable qu'elle atteigne un niveau aussi bas (0,8%).

⁵⁰ 151,80 € = 138 € x (1+10%)

4, le prix cible atteindrait 91,87 €. Soit un prix cible approximativement de 33,43% inférieur au cours de clôture du 17 mai 2019 (138 €). A l’opposé, le prix cible pourrait s’élever à 254,89 € pour un scénario avec un WACC de 4,75% et un ratio des sociétés comparables EV/EBITDA s’élevant à 11. Un scénario qui est assez « déconnecté » de la réalité parce que la société Resilux traite, de manière générale, à des ratios de valorisation en dessous de ces sociétés comparables. De plus, je remets une nouvelle fois en question la qualité des sociétés comparables, qui n’est pas optimale.

		Weighted Average Cost of Capital (WACC):										
		4,75%	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%
Multiple EBITDA calculé sur base des sociétés comparables	11,00 x	254,89	253,66	252,43	251,21	250,00	248,80	247,61	246,43	245,25	244,08	242,92
	10,50 x	243,58	242,40	241,23	240,06	238,91	237,76	236,62	235,48	234,36	233,24	232,13
	9,50 x	220,96	219,89	218,82	217,76	216,71	215,67	214,63	213,60	212,58	211,56	210,56
	8,50 x	198,34	197,37	196,42	195,46	194,52	193,58	192,64	191,72	190,80	189,88	188,98
	7,50 x	175,72	174,86	174,01	173,16	172,32	171,49	170,66	169,83	169,02	168,20	167,40
	6,50 x	153,10	152,35	151,60	150,86	150,13	149,40	148,67	147,95	147,24	146,53	145,82
	5,50 x	130,48	129,83	129,20	128,56	127,93	127,31	126,68	126,07	125,45	124,85	124,24
	4,50 x	107,86	107,32	106,79	106,26	105,74	105,21	104,70	104,18	103,67	103,17	102,66
	4,00 x	96,55	96,07	95,59	95,11	94,64	94,17	93,70	93,24	92,78	92,33	91,87

Source : Estimation Lucas Manzella

Encore une fois, dans la plupart des cas, une recommandation d’achat sur le titre sera énoncée. Cependant, cette fois-ci, nous observons un contraste plus important que lors de la réalisation de la première analyse de sensibilité avec des recommandations de vente qui pourraient, dans certains cas, être émises.

Les autres variables intégrées dans le calcul du WACC jouent elles aussi un rôle dans l’estimation du prix cible. En effet, une variation dans le taux sans risque, un bêta différent, un taux d’imposition plus faible ou plus élevé pourraient avoir une influence. Dès lors, un nombre considérable d’analyse de sensibilité devrait être réalisée afin de cerner et de tester tous les différents scénarios probables. Au travers d’un exemple concret, le fait de prendre un taux sans risque sur 3,5 ou même 20 ans au lieu d’un taux sans risque sur 10 ans influencerait le prix cible obtenu. En utilisant par un exemple le taux à 3 ans de -0,629% (Euro area yield curves. (2019/03/05). Taux à 3 ans) Avec cet exemple, toutes autres données restant égales, j’obtiendrais un prix cible de 179,9 €. Cependant, que se passerait-il si d’autres variables venaient à être modifiées en parallèle ? Par conséquent, afin de tester cette multitude d’autres possibilités et d’autres scénarios éventuels, j’ai décidé de réaliser une simulation de Monte-Carlo.

2.14.2 Simulation de Monte-Carlo

En plus de l’analyse de sensibilité, j’ai donc procédé à une simulation de Monte-Carlo. Elle me permettra d’aller plus loin car elle donne la possibilité d’introduire une approche statistique du

risque dans la mesure de sensibilité du prix cible précédemment obtenu. Elle repose sur la variation d'un certain nombre d'hypothèses clés en leur affectant une distribution de probabilités. Pour cette raison, j'ai souligné 6 variables clés à intégrer dans la simulation : (1) le taux de croissance des revenus (2) le taux de croissance long terme, (3) le bêta, (4) la prime de risque sur actions, (5) le taux d'imposition et (6) le taux sans risque. Le coût de la dette ne sera pas pris en compte comme variable clé car il a très peu d'importance dans le calcul du WACC en raison de son poids très faible. J'ai réalisé ma simulation de Monte-Carlo à l'aide du langage de programmation Python. Dans le but de réaliser cette simulation, j'ai dû reproduire ma valorisation en langage Python.

Chacune des variables précitées sera intégrée à la simulation en appliquant une distribution uniforme sur un intervalle de valeur défini. En prenant en compte la situation estimée et projetée de la société lors de mon exercice de valorisation, les bornes de l'intervalle seront définies de manière à représenter deux scénarios différents, un scénario pessimiste et un scénario optimiste. Le choix des intervalles s'est fait de manière logique. J'ai pris comme base les différents critères que j'ai projetés et utilisés dans mes modèles de valorisation afin de définir la borne min et la borne max. Dès lors, voici les différents intervalles que j'ai définis pour chacun des 6 critères.

(1) Le taux de croissance des revenus

À la suite de ma valorisation, j'obtiens une croissance moyenne des revenus sur les 3 années estimées de 3,7%.

- Borne minimale : 0%. Cette borne permet de représenter une situation pour laquelle la société ne connaîtrait pas de croissance de ses revenus. En prenant en compte la situation actuelle de la société et ses récents investissements, il est peu probable que les revenus de celle-ci diminuent dans le futur. C'est pour cette raison que j'émets une hypothèse où, dans le pire des cas, la société verrait ses revenus stagner.
- Borne maximale : 5%. Cette borne permet de représenter une situation pour laquelle les revenus de la société pourraient croître en ligne avec la croissance théorique du marché.

2) Le taux de croissance long terme

Le taux de croissance long terme utilisé dans ma valorisation est de 1,6%.

- Borne minimale : 1,2%. J'ai décidé d'appliquer le pourcentage utilisé dans la réalisation de mon analyse de sensibilité. Ce pourcentage à la baisse fait référence à un scénario

pessimiste et représente une situation où les estimations du taux de croissance long terme futur serait encore revu à la baisse.

- Borne maximale : 2%. J'ai décidé d'appliquer le même pourcentage utilisé dans la réalisation de mon analyse de sensibilité. Ce pourcentage à la hausse fait référence à un scénario optimiste et représente une situation en ligne avec le taux de croissance long terme futur énoncé par l'OCDE.

3) Le bêta

Le bêta utilisé dans mon exercice de valorisation est le bêta sectoriel obtenu via Damodaran Online, celui-ci s'élève à 1,06.

- Borne minimale : 0,96. Ce bêta correspond à la valeur trouvée sur la plateforme Bloomberg via la fonction « BETA ». Pour obtenir ce beta historique, j'ai comparé le titre Resilux par rapport à l'indice BEL Small Cap. *Source : Bloomberg, consulté le 15 mai 2019.*
- Borne maximale : 1,17. Afin de déterminer la borne maximale, j'ai pris la différence entre le bêta utilisé dans ma valorisation et le bêta de la borne minimale. Cette différence est de 0,10 ($1,07 - 0,96$). Dès lors, mon bêta pour la borne max sera de 1,16 ($1,06 + 0,1$).

4) La prime de risque sur actions

La prime de risque sur les capitaux propres utilisée dans ma valorisation s'élève à 6,2 %.

- Borne minimale : 4,7%. Afin de déterminer ce pourcentage, j'ai émis l'hypothèse dans laquelle la situation liée au risque de la Belgique s'améliore (diminue). Dès lors, je reprendrai la valeur moyenne énoncée par Pablo Fernandez diminuée de son écart-type qui est de 1,5%. Dès lors, $6,2\% - 1,5\% = 4,7\%$.
- Borne maximale : 7,7%. Afin que j'aie un intervalle me permettant de couvrir un grand nombre de scénarios possibles, cette borne maximale ferait référence à un scénario pessimiste où le risque de la Belgique augmenterait. Dès lors, je reprendrai la valeur moyenne énoncée par Pablo Fernandez augmentée de son écart-type. Dès lors, $6,2\% + 1,5\% = 7,7\%$.

5) Le taux d'imposition

Le taux d'imposition utilisé pour mon exercice de valorisation s'élève à 17% pour les années futures.

- Borne maximale : 21%. J'ai décidé de déterminer la borne maximale en utilisant le taux d'imposition le plus haut jamais payé par la société historiquement.
- Borne minimale : 13%. Pour déterminer la borne minimale, j'ai diminué mon estimation utilisée lors de ma valorisation par la différence avec la borne max (4%). Ce chiffre de 13% est tout à fait cohérent car, historiquement, le taux d'imposition s'est élevé à 9% en 2016.

6) Le taux sans risque

J'ai utilisé dans mon exercice de valorisation, le taux sans risque à 10 ans (-0,045%).

- Borne minimale : -0,644%.⁵¹ J'ai décidé de prendre en compte, afin de déterminer ma borne min, le taux sans risque ECB AAA Rated Bonds à 2 ans. En effet, je souhaitais tester la variation de mon prix cible obtenu en intégrant le taux sans risque négatif le plus faible actuellement observé sur le marché.
- Borne maximale : 0,625%.⁵² En prenant l'autre extrême, j'ai décidé de prendre en compte, afin de déterminer ma borne max, le taux sans risque ECB AAA Rated Bonds à 30 ans.

Le but de cette simulation est de voir comment le prix cible précédemment obtenu se comporterait dans de nombreuses situations de marché. J'ai testé la résistance de mon prix cible et je l'ai soumis à 10 000 essais. À la suite de la réalisation de cette simulation, j'obtiens un prix cible moyen s'élevant à 177,59 € et un prix cible médian de 172,33 €.

Statistiques	
Essais	10 000
Moyenne	177,59
Mediane	172,33
Minimum	111,44
Maximum	314,01
25th percentile	152,61
75th percentile	198,04

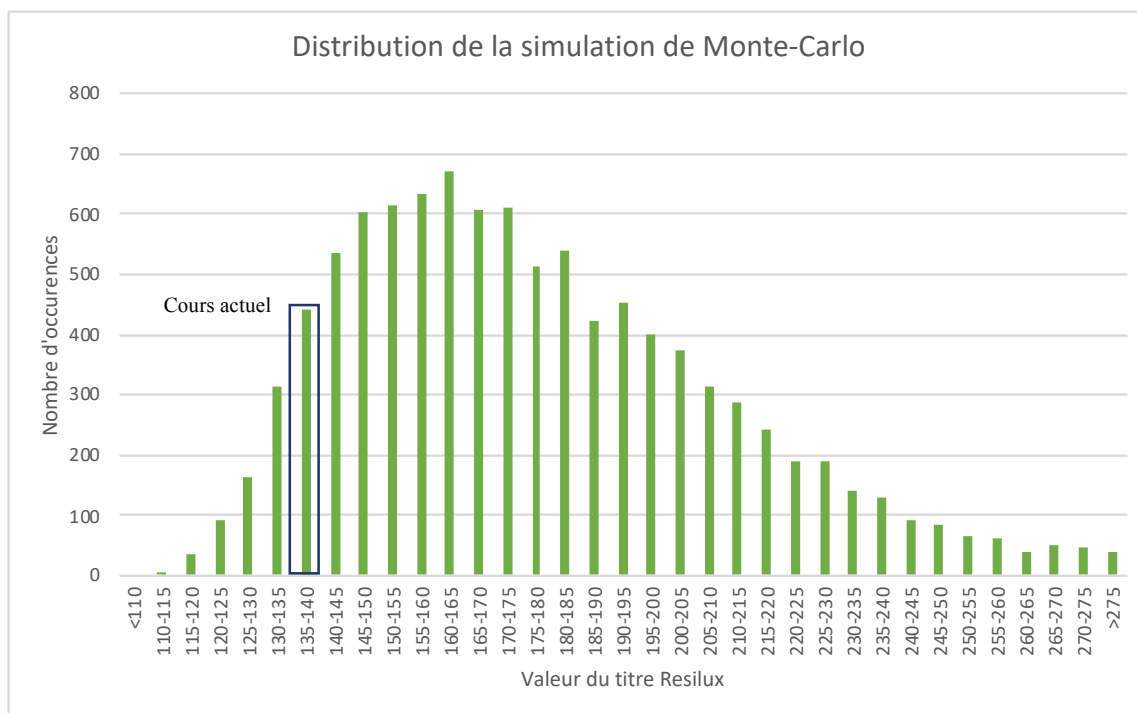
Source : Données Python

Au vu de la distribution obtenue après réalisation de la simulation de Monte-Carlo, ma recommandation d'achat⁵³ est une nouvelle fois confirmée. En effet, la simulation me donne une recommandation d'achat dans approximativement 84,13 % des cas, une recommandation de conserver dans 14,52 % des cas et une recommandation de vente dans 1,35 % des cas.

⁵¹ European Central Bank. (2019). Euro area yield curves. Taux à 2 ans. En ligne https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.htm, observé le vendredi 17 mai

⁵² European Central Bank. (2019). Euro area yield curves. Taux à 30 ans. En ligne https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.htm, observé le vendredi 17 mai

⁵³ Situation dans laquelle le titre va au minimum prendre plus de 10% de valeur. Au minimum, 151,8 € par rapport au cours en date du 17 mai 2019 (138 €).



Source : Données Python

2.15 Facteurs de risque

2.15.1 Risque de change

En ce qui concerne les taux de change, Resilux applique une politique de couverture passive par unité de production. Cela signifie que les flux de change nets sont imputés à chaque unité de production avec l'utilisation de produits dérivés. Les principales devises du groupe sont l'euro, le dollar américain, le franc suisse, le forint hongrois et le rouble russe.

Resilux had the following outstanding exchange contracts on 31/12/2018:					
sales	USD	12,015,000	for	EUR	10,308,083.99
sales	EUR	15,000,000	for	CHF	16,993,500.00
purchases	EUR	4,650,000	to	HUF	1,502,783,525.00
purchases	EUR	7,000,000	to	CHF	7,886,200.00
purchases	USD	3,000,000	to	EUR	2,590,814.28

Source : Données Resilux

Conformément aux méthodes comptables, les soldes des créanciers et des débiteurs en devises sont convertis au taux de change en vigueur à cette date. Les produits financiers dérivés destinés à couvrir les flux de change nets sont évalués à leur valeur de marché. Les résultats de change des créanciers et des débiteurs et les variations de la valeur de marché de l'instrument financier sont comptabilisés dans les résultats de la période au cours de laquelle ils se produisent. Les résultats d'un instrument financier concernent une transaction particulière et sont immédiatement comptabilisés dans les capitaux propres. Selon la politique de gestion des risques du groupe, entre 75% et 100% des transactions sont généralement couvertes. Les

couvertures ne se produisent pas toujours immédiatement à 100%, mais peuvent également être réalisées progressivement pour une période plus longue.

2.15.2 Risque de prix

Resilux et les autres fournisseurs de préformes répercutent les fluctuations des prix des matières premières à leurs clients selon les conditions de marché. Il y a donc principalement un risque de timing entre achat et vente.

2.15.3 Risque de crédit

La société dispose d'un certain nombre de politiques internes concernant le risque de crédit lié aux débiteurs. Dans la gestion de ses risques de crédit, les politiques mises en place concernent une diversification de la clientèle, une surveillance accrue et stricte des limites et des délais de crédit, une vérification en permanence de la solvabilité des parties avec lesquelles elle traite. De plus, le risque de crédit pour la plupart des clients externes est couvert par une assurance-crédit.

2.15.4 Saisonnalité et risque de stocks

Resilux poursuit ses efforts pour réduire sa dépendance saisonnière. La société réduit sa dépendance en utilisant des volumes minimaux tout au long de l'année, en répartissant sa production selon les différentes unités de vente et de production. En période de tensions économiques, les dépenses de consommation et commerciales diminuent et les volumes pourraient être mis sous pression. L'entreprise tente de réduire ce risque en limitant sa dépendance aux activités saisonnières. Une politique plus restrictive concernant les stocks de produits finis est également mise en œuvre. En outre, l'augmentation des produits à valeur ajoutée entraîne une diminution de la sensibilité aux variations de prix des matières premières.

2.15.5 Structure du capital

La société vise à maintenir un ratio entre la dette financière nette et le cash-flow opérationnel à un niveau pouvant être considéré par les marchés financiers comme plus sain que la normale.

2.15.6 Risque lié à la nouvelle technologie

Les nouvelles technologies qui pourraient être lancées sur le marché seraient susceptibles de constituer un risque pour la société. Un matériau comme le PEF pourrait être lancé sur le marché. Tout le monde en parlait, il y a quelques années, comme d'un produit révolutionnaire. Ce projet est toujours en cours et ne devrait pas voir le jour avant plusieurs années. Dès lors, même si un tout nouveau matériau venait à être lancé sur le marché, Resilux serait à même de produire avec un quelconque nouveau matériau.

2.15.7 Risque lié à l'environnement légal

L'environnement de l'industrie des contenants et des emballages en plastique connaît des changements majeurs qui pourraient soit créer des opportunités, soit agir comme des menaces pour les entreprises de l'industrie. Par exemple, il s'agit de l'interdiction d'importation des déchets plastiques en Chine, de la politique de l'UE concernant le recyclage des emballages en plastique, mais aussi de l'émergence des bioplastiques.

2.15.8 Risque lié à l'environnement économique

L'environnement économique instable et les tensions politiques croissantes entraînent une incertitude sur les marchés. Les opérations et les performances des entreprises sont menacées par des événements qui demeurent des préoccupations économiques importantes. En effet, des situations comme le Brexit, les mouvements de protestations sociales en Europe, les nouvelles taxes américaines introduisent leur lot d'incertitudes sur les perspectives des marchés et les soutiennent à l'instar de la signature d'un accord dans le récent conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Depuis le début de cette année, la hausse connue sur les marchés boursiers a permis d'effacer la situation baissière de la fin d'année 2018. Mesurés par l'indice MSCI Europe, les marchés européens ont encore progressé de +2,03% en mars permettant d'offrir des rendements positifs depuis les trois premiers mois de l'année 2019.

Les marchés ont été attentifs aux instructions des gouverneurs des banques centrales européennes qui adoptaient une approche plus prudente. La Fed a maintenu hier le taux des Fed Funds inchangé (borne haute 2,50%). L'élément le plus important vient de la modification du discours qui est devenu beaucoup plus prudent quant aux attentes macro. Au terme de cette réunion, plus aucune hausse de taux n'est attendue pour 2019, que ce soit par le marché des

futurs ou par les membres de la Fed eux-mêmes. La Fed adopte donc la même posture que la BCE qui, la semaine passée, utilisait les termes « détérioration des données économiques », « essoufflement de la dynamique économique », « données défavorables en particulier dans le secteur manufacturier », « ralentissement de la demande extérieure », « vulnérabilité des marchés émergents » ... dans son communiqué. De son côté, la BCE a repoussé une nouvelle fois l'éventualité d'une hausse du taux de refinancement à la fin 2019.

Le Fonds monétaire international, lui, a récemment communiqué ses perspectives de croissance mondiale : elles ont été revues à la baisse et son taux est aujourd'hui au plus bas depuis la crise financière de 2009. L'économie mondiale devrait croître de 3,3% cette année, une baisse de 0,2% par rapport aux estimations prévues en janvier 2019. En l'espace de six mois, c'est la troisième fois que le Fonds monétaire international revoit ses prévisions. Concernant la situation dans la zone euro, les perspectives de croissance s'élèvent à 1,3% pour cette année. Du point de vue de nombreux investisseurs, les perspectives les rendent sceptiques. Selon ceux-ci, il est évident que l'on pourrait assister à une consolidation appuyée sur les marchés.

Conclusion

En tenant compte de la situation économique et environnementale actuelle, ce mémoire avait pour but d'initier une couverture relative à la société belge Resilux dans l'intention d'émettre une recommandation d'investissement. Cette dernière a été rendue possible grâce aux différences recherches et analyses auxquelles j'ai procédé.

Ma revue de littérature m'a permis de mieux comprendre les enjeux auxquels les analystes financiers sont confrontés, mais aussi de constater toute l'importance de leur rôle. Leur but est indispensable et critique étant donné qu'ils sont chargés de déterminer, sur base d'estimations hypothétiques, la valeur prospective la plus juste possible d'un actif. La recommandation d'investissement énoncée par un analyste découlera toujours de la mise en place d'une ou de plusieurs approches de valorisation. A l'heure actuelle, plusieurs méthodes de valorisation sont potentiellement utilisables mais il dépendra de l'analyste de choisir celle qui s'accorde le mieux avec les spécificités internes et environnementales de la société étudiée.

Sur base de la situation actuelle du marché des contenants et des emballages en plastique, des caractéristiques propres à la société, de ses états financiers, des résultats, des bilans, des flux de trésorerie et d'autres éléments, j'ai pu faire ressortir des tendances qui m'ont permis de me lancer dans la réalisation de mon exercice de valorisation. Ma recommandation correspond à une estimation la plus juste possible de la valeur future du titre basée sur la réalisation d'une valorisation par les flux de trésorerie actualisés (période 2013-2021) et d'une valorisation par les comparables. Dès lors que la valorisation des entreprises n'est pas une science exacte, j'ai décidé de réaliser une mesure d'analyse de sensibilité et une simulation de Monte-Carlo. Ces analyses m'ont donné la possibilité de tester la viabilité de mon prix cible obtenu et, par la même occasion, celle de confirmer ce prix.

Ma recommandation d'achat sera présentée sous forme de résumé d'investissement, elle reprend les points les plus importants qui m'ont permis de la finaliser.

Cours de clôture : € 138

Date du cours de clôture : 17-05-2019

Fourchette de cours (52 semaine): 145,33 – 154,8

Recommandation: ACHAT

Prix cible : €174,23

Croissance : 26,25%

Bourse : Bruxelles

Secteur : Matériaux

Industrie : Contenants et emballages

COURS DE CLÔTURE (17-05-2019)	€ 138
VOLUME MOYEN JOURNALIER (3M)	1,132
ACTIONS EN CIRCULATION	871 941
ACTIONS FLOTANTE (%)	43,06
CAPITALISATION BOURSIERE	279,43M
RENDEMENT DE DIVIDENDE 2018	2.17%
VALEUR D'ENTREPRISE	312,08
EV/EBITDA	6,56
COURS/BENEFICE	15,11

Source : Bloomberg

DATE DE VALORISATION	17-05-2019	
METHODE	POIDS	PRIX
FLUX DE TRESORERIE	75%	€ 174
COMPARABLES	25%	€ 174,91
PRIX CIBLE - 12 MOIS	€ 174,23	
PRIX CIBLE POTENTIEL DE CROISSANCE (%)	26,25 %	
DIVIDENDE 2018	€ 3	
RENDEMENT TOTAL 12 MOIS (%)	28,43 %	

Source : Lucas Manzella

Existence d'un potentiel rachat de la société

Actuellement, la société est dirigée par la troisième génération de la famille De Cuyper. A ce jour, il n'y a pas de plan de succession mis en place afin de poursuivre les activités de la société. Personne n'a actuellement les capacités managériales ni les compétences nécessaires afin de reprendre les rôles. La transaction manquée avec Bain Capital a prouvé que la société est ouverte à d'éventuelles offres publiques d'achat. Si quelqu'un venait à acquérir la société, cela serait pour son savoir-faire et son positionnement sur le marché européen. Resilux est une entreprise très intéressante, le flux des revenus est stable. La possibilité qu'un acteur de type private-equity émette une offre publique d'achat dans les 12 à 18 mois à venir reste importante et elle est la situation avec la probabilité la plus élevée.

Source : Resilux – Press Release

L'analyse de la société belge Resilux m'a permis d'émettre une recommandation d'achat avec un cours indicatif à 1 an de 168,89 €, ce qui représente un potentiel de hausse de 23,11 % par rapport au cours de clôture du 18 décembre 2018 de 138 €. Le prix cible énoncé repose sur une combinaison de deux méthodes de valorisation (1) une analyse des flux de trésorerie actualisés (période 2013-2021) avec un prix cible de 169,4 € et (2) une analyse des multiples sociétés comparables avec un prix cible de 174,44 € (considérant que Resilux se négocie à valeur réduite avec un ratio EV/EBITDA de 6,3x par rapport à une moyenne des comparables de 8,6x). En raison de la faible qualité de comparaison des sociétés comparables, un poids de 25% sera attribué à cette méthode et donc 75% sera attribué à la méthode de valorisation des flux de trésorerie actualisés. Après l'analyse complète de la société Resilux et de son environnement, la recommandation d'achat énoncée repose sur 3 facteurs clés :

(1) Croissance du marché des contenants et des emballages en plastique – PET

Les prévisions des analystes sont très optimistes. Le marché des contenants et emballages en plastique rigide devrait croître à un taux annuel cumulé situé entre 3,9% et 4,4%. Quant au marché des emballages en PET, il devrait enregistrer un taux de croissance annuel cumulé de plus de 5,0% au cours de la période 2019 - 2024.

(2) Développement stratégique dans le domaine du recyclage

Les solutions d'emballage durables représentent les futures demandes du marché. Grâce à une campagne d'engagements dans le cadre de la stratégie de l'UE sur les matières premières, la Commission européenne a livré, ce 20 novembre 2018, une première évaluation montrant le désir ferme de l'industrie européenne en faveur du recyclage des plastiques. La société s'est développée de manière importante dans des activités de recyclage. L'investissement d'un montant record dans l'usine de recyclage en Suisse arrive à point nommé pour Resilux. La société ne pouvait espérer meilleur timing. Depuis peu, l'entreprise a eu des demandes provenant de partout.

(3) Activité européenne solide – Augmentation des marges et de la qualité des produits

Resilux a une forte présence sur le marché européen, qui continue d'être consolidée avec les récents investissements en Suisse et dans une nouvelle unité de production en Roumanie. La société souhaite réduire la part de ses activités considérées à faible valeur ajoutée dans le but d'augmenter la part de ses activités à plus forte valeur ajoutée. La concentration sur des produits plus complexes où la société peut faire valoir tout son savoir-faire en proposant à ses clients des produits présentant des caractéristiques plus pointues permettra à celle-ci d'augmenter ses marges à travers le temps.

Évolution du cours du titre Resilux



Source : Données Bloomberg – 01/01/2018 – 17/05/2019

Bibliographie

Actu Finance. (2019). Quelles sont les techniques de valorisation d'une entreprise ? En ligne <https://actufinance.fr/fusions-acquisitions/techniques-valorisation.html> , consulté le 19 février 2019.

All 4 Pack. (2016). Emballage : Marché et enjeux. En ligne <https://www.all4pack.fr/Archives/Emballage-marche-et-enjeux-en-2016>

Allied Market Research. (2017). Polyethylene Terephthalate (PET) Market by Application (Beverages, Sheet & Films, Consumer Goods, Food Packaging, and Others) and End-use Industry (Packaging, Electrical & Electronics, Automotive, Construction, and Others): Global Opportunity Analysis and Industry Forecast, 2017-2023. En ligne <https://www.alliedmarketresearch.com/polyethylene-terephthalate-market>

Andrew Mayeda. (09-04-2019). IMF Cuts Global Growth Outlook to Lowest Since Financial Crisis. Bloomberg

Banque Nationale de Belgique, central des bilans. (2019). Consultation en ligne des comptes annuels Resilux Comptes annuels 2017, référence 2018-20600203. En ligne <https://cri.nbb.be/bc9/web/catalog;jsessionid=D7A2E98AF21D7122F9C335B07BB4ECDF?execution=e1s3>

Banque Nationale de Belgique, central des bilans. (2019). Consultation en ligne des comptes annuels Resilux Comptes annuels 2016, référence 2017-17900179. En ligne <https://cri.nbb.be/bc9/web/catalog;jsessionid=D7A2E98AF21D7122F9C335B07BB4ECDF?execution=e1s3>

Banque Nationale de Belgique, central des bilans. (2019). Consultation en ligne des comptes annuels Resilux, États financiers consolidés et autres documents à déposer conformément au Code des sociétés (2017), référence 2018-15000076. En ligne <https://cri.nbb.be/bc9/web/catalog;jsessionid=D7A2E98AF21D7122F9C335B07BB4ECDF?execution=e1s3>

Banque Nationale de Belgique, central des bilans. (2019). Consultation en ligne des comptes annuels Resilux, États financiers consolidés et autres documents à déposer conformément au Code des sociétés (2016), référence 2017-16500026. En ligne <https://cri.nbb.be/bc9/web/catalog;jsessionid=D7A2E98AF21D7122F9C335B07BB4ECDF?execution=e1s3>

Bayle, É., & Schwartz, M. (2005). À quoi servent les analystes financiers ? *Revue D'économie Financière*, (81), 211-235.

Bloomberg. (2019). Consulté tout au long de la réalisation du mémoire pour diverses recherches d'information.

Bloomberg L.P. (2019/09/04). Andrew Mayeda. IMF Cuts Global Growth Outlook to Lowest Since Financial Crisis.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *investments* (10th ed.). Boston: McGraw-Hill.

Boursorama. (2019). Resilux En ligne <https://www.boursorama.com/cours/FF11-RES/>

Citeo. (2018). Le PEF : Une nouvelle résine plastique prometteuse. En ligne <https://www.citeo.com/actualites/le-pef-une-nouvelle-resine-plastique-prometteuse>

Commission Européenne. (2018). Une stratégie européenne sur les matières plastiques dans une économie circulaire. En ligne <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/FR/COM-2018-28-F1-FR-MAIN-PART-1.PDF>

Damodaran Online. (2019). Useful data set. En ligne http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html , consulté le 22 avril 2019.

Damodaran Online. (2019). Total Beta By Sector, Packaging & Container, Average Levered Beta. En ligne http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html consulté le 15 mai 2019.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*: Wiley.

Damodaran, A. (2016). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*: Wiley.

de Genève, J., & Jacques Ittensohn journal de, g. (2011). Aux origines de l'analyse financière, avec Standard & Poor's. Temps (Geneva, Switzerland).

De tijd. (2019). 'Het geheim van Resilux? Werken als de beesten'. En ligne <https://www.tijd.be/ondernemen/chemie/het-geheim-van-resilux-werken-als-de-beesten/10105178.html>

Digital Journal. (2018). Current and Projected Polyethylene Terephthalate Market Size in Terms of Volume and Value 2015-2025. En ligne <http://www.digitaljournal.com/pr/3902390>

Euribor-rates.eu. (2019). Euribor 3 mois. En ligne <https://fr.euribor-rates.eu/euribor-taux-3-mois.asp> consulté le 15/05/2019

Euronext. (2019). Resilux. En ligne <https://www.euronext.com/fr/products/equities/BE0003707214-XBRU>

European Central Bank. (2019). Euro area yield curves. En ligne https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html , consulté le 23 avril 2019.

European Central Bank (2019). Euro area yield curves. Taux à 3 ans. En ligne https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html consulté le 15 mai 2019.

European Central Bank. (2019). Euro area yield curves. Taux à 1 an. En ligne https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html, observé le vendredi 17 mai

European Central Bank. (2019). Euro area yield curves. Taux à 5 an. En ligne https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html, observé le vendredi 17 mai

G. Sips, interview personnelle, 25 mars 2019 & 29 mars 2019

Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation Workbook*: Wiley.

Infront Analytics. (2019). RESILUX NV. ligne <https://www.infrontanalytics.com/en/BE0003707214/RESILUX-NV/market-valuation#>

Investing.com. (2019). Resilux NV (RESI). En ligne <https://www.investing.com/equities/resilux>

L'écho. (2017). Les cinq leçons du ratage de l'offre sur Résilux. En ligne <https://www.lecho.be/entreprises/industries-de-base/les-cinq-lecons-du-ratage-de-l-offre-sur-resilux/9877474.html> , consulté le 10 janvier 2019.

L'écho. (2017). Les cinq leçons du ratage de l'offre sur Résilux. En ligne <https://www.lecho.be/les-marches/actu/actions/resilux-revient-a-son-niveau-d-avant-l-offre-d-achat-de-bain-capital/9877631.html>

Leroy, M. (2012). Crise des financements, crise des systèmes fiscaux : une analyse de sociologie financière. *Revue française d'administration publique*, 144(4), 1025-1034. doi:10.3917/rfap.144.1025.

Les Echos Investir. (2019). Actualités des marchés, Cholet Dupont reste plutôt confiant sur les actions. En ligne <https://investir.lesechos.fr/marches/analyses-opinions/cholet-dupont-reste-plutot-confiant-sur-les-actions-1840278.php>

Mangot, M. (2008). *Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers - 2ème édition* : Dunod.

Market Risk Premia (2019). Market Risk Premia Belgium, Equity Market Mars, Avril. En ligne: http://www.market-risk-premia.com/be.html?fbclid=IwAR1fOaNtSR3Im9hbY1OsVyhJdbhvzClcHp_AtWSdZFAK7pYsfmGrFy_jlM

Matthewes, J. P. (2015). *Financial Analysts and Information Processing on Financial Markets*: Europäischer Hochschulverlag.

Montagne, S. (2009). Des évaluateurs financiers indépendants : Un impératif de la théorie économique soumis à l'enquête sociologique. *Cahiers internationaux de sociologie*, 126(1), 131-148. doi:10.3917/cis.126.0131.

Nzita-Baku. Le nombre d'analystes qui émettent des recommandations sur les marchés financiers peut-il être un facteur qui influence l'efficacité de ces marchés ? Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2015. Prom. : Grégoire, Philippe.

OECD ilibrary. (2019). GDP long-term forecast. En ligne <https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm> consulté le 15 mai 2019.

Ooreka Argent. (2019). Contrat de liquidité. En ligne <https://epargne.ooreka.fr/astuce/voir/652397/contrat-de-liquidite>

Pablo Fernandez, Vitaly Pershin and Isabel F. Acin. (2019). Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019. IESE Business School. En ligne: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3358901

Parienté, S. (2013). *Analyse financière et évaluation d'entreprise* Paris : Pearson.

Perez, R. (2010). Analyse de la crise financière ou crise de l'analyse financière ? *Management & Avenir*, 35(5), 168-192. doi:10.3917/mav.035.0168.

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Miller, P. F. (2015). *Equity Asset Valuation*: Wiley.

PlasticsEurope. (2018). CP 19/06/18 – L'industrie des matières plastiques, une industrie performante et contestée. En ligne <https://www.plasticseurope.org/fr/newsroom/press-releases/archive-cp-2018/lindustrie-des-matieres-plastiques-une-industrie-performante-et-contestee>

Plastics Insight. (2019). Polyethylene Terephthalate (PET): Production, Price, Market and its Properties. En ligne <https://www.plasticsinsight.com/resin-intelligence/resin-prices/polyethylene-terephthalate/>

Plastiques et caoutchoucs magazine. (2018). PEF : BASF se retire de Synvina. En ligne <http://www.plastiques-caoutchoucs.com/PEF-BASF-se-retire-de-Synvina.html>

Resilux. (2015). Rapport annuel 2014. En ligne <https://www.resilux.com/downloads/annualreports/2014-20150417/RESILUX-20150417-EN-Annual%20Report%202014.pdf>

Resilux. (2016). Rapport annuel 2015. En ligne <https://www.resilux.com/downloads/annualreports/2015-20160419/RESILUX-20160419-EN-Annual%20Report%202015.pdf>

Resilux. (2017). Rapport annuel 2016. En ligne <https://www.resilux.com/downloads/annualreports/2016-20170419/RESILUX-20170421-EN-Annual%20Report%202016.pdf>

Resilux. (2018). Rapport annuel 2017. En ligne <https://www.resilux.com/downloads/annualreports/2012-20130417/RESILUX-20130417-FR-Rapport%20Annuel%202012.pdf>

Resilux. (2019). Investor relations, Press Releases. En ligne <https://www.resilux.com/EN/investors/pressreleases.html>

Resilux. (2019). Rapport annuel 2018. En ligne <https://www.resilux.com/downloads/annualreports/2018-20190417/RESILUX-20190417-EN-Annual%20Report%202018.pdf>

Resilux. (2019). Site official Resilux. En ligne <https://www.resilux.com/EN/index.html>

Roberts, H. V. (1959), Stock-Market “Patterns” and Financial Analysis: Methodological Suggestions. *The Journal of Finance*, 14: 1-10.

Rosenbaum, J., Pearl, J., Perella, J. R., & Harris, J. (2013). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*: Wiley.

RPC PET Power. (2017). Emballages en PET pour le marché alimentaire. En ligne <https://www.petpower.eu/fr/marches/alimentaire/> , consulté le 12 mars 2019.

Schoppach, Sophie. Influence du nombre d'analystes financiers sur l'efficacité de marché. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2015. Prom. : Grégoire, Philippe.

Sharpe, W., Alexander, G. J., and Bailey, J. W. (1998). Investments (6th Edition). Prentice Hall, 6^e édition.

Thomson Reuters Eikon. (2019). Consulté tout au long de la réalisation du mémoire pour diverses recherches d'information.

Université Paris Ouest Nanterre La Défense. (2019). Historique de la profession d'analyste financier. En ligne http://ressources.auneg.fr/nuxeo/site/esupversions/3ebf938d-0f66-4447-aea6-acbe831fd97b/co/partie1_1.html , consulté le 16 février 2019.

Wright Hoffman, G. (1935). Graham, B., and D. L. DODD. Security Analysis. Pp. xi, 725. New York : McGraw-Hill Book Company, 1934. The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science, 177(1), 276–277.

Zone bourse. (2019). Resilux (RES). En ligne <https://www.zonebourse.com/RESILUX-6023/>

