

Louvain School of Management

Analyse fondamentale des actions : Michelin

Auteur : Van Ingelgem Victor
Promoteur(s) : Platten Isabelle
Année académique 2023-2024
Master en ingénieur de gestion à finalité spécialisée
Horaire de jour

Declaration

Au cours de la réalisation de ce mémoire, l'auteur a utilisé l'outil d'IA Copilot de Microsoft dans les buts suivant :

1. Reformulation de phrases
2. Contrôle de l'orthographe
3. Génération de références

Après avoir utilisé l'outil d'IA Copilot, l'auteur a révisé et édité avec diligence le contenu produit par l'outil. J'assume l'entière responsabilité du contenu final présenté dans cette thèse. Par cette déclaration, j'affirme que le contenu de ce mémoire de maîtrise reflète mon travail original, amélioré par l'utilisation responsable de l'IA.

Remerciements

Afin d'introduire ce mémoire, je tiens à remercier toutes les personnes qui ont, de manière directe ou indirecte, contribué à la réalisation de ce travail qui marquera la fin de mes études.

Je tiens tout particulièrement à remercier Madame Isabelle Platten, ma promotrice, qui m'a offert l'opportunité de travailler sur ce sujet et qui m'a guidé tout au long de celui-ci. Je souhaite également la remercier pour ses précieux conseils et sa disponibilité, qui ont grandement contribué à la réalisation de ce mémoire.

Je souhaite également remercier Madame Madison Claudant, la relation investor de l'entreprise Michelin, pour sa disponibilité et ses remarques constructives qui m'ont aidé à avancer sur mon projet.

Je tiens également à remercier Mr. Xavier Suin et Mr. Mikael Petitjean pour leur enseignement lors du cours d'Equity Valuation, ce qui m'a permis de développer des compétences et connaissances dans le domaine de la valorisation d'entreprise.

Enfin, je tiens à remercier ma famille et mes amis qui ont été présent et ont trouvé les mots justes pour me soutenir tout au long de la rédaction de ce mémoire, ainsi que tout au long de mon parcours universitaire.

Table des matières

1. Introduction	5
2. La valorisation d'une entreprise	6
3. Présentation de l'entreprise	8
3.1 Profil de l'entreprise	8
3.2 Historique de Michelin	8
3.3 Activités de Michelin	9
3.4 Gouvernance.....	10
3.5 Cotation de Michelin	11
4. Analyse stratégique et ESG.....	12
4.1 Analyse du secteur des pneumatiques	12
4.2 Analyse des cinq forces de Porter	15
4.3 Analyse ESG	16
Critère environnemental	16
Critère social	17
Critère gouvernance	18
CSR	19
4.4 Stock reputation	20
4.5 Analyse SWOT	22
Forces	22
Faiblesses	23
Opportunités.....	23
Menaces	23
5. Analyse financière.....	24
5.1 Évolution des revenus	24
5.2 Évolution des dépenses	26
5.3 Évolution de la marge brute	27
5.4 Évolution de l'EBITDA et de l'EBIT.....	27
5.5 Evolution des Capex	29
5.6 Evolution des FCF	29
6. Prévisions.....	30
6.1 Revenus.....	30
Croissance historique des revenus	30
Prévisions du CAGR du marché	30
Impact des pneus asiatiques	31
Impact de la diversification au-delà du pneu.....	31
Pondération des hypothèses	31
6.2 Dépenses	32
6.3 Capex	32
6.4 Net Working Capital	33

7. Valorisation de l'entreprise	33
7.1 Valorisation intrinsèque : Free Cash-Flows	33
7.1.1 Calcul du WACC	33
7.1.2 Projection du P&L.....	36
7.1.3 Projection des cash flows	36
7.1.4 DCF	37
7.1.5 Calcul du prix de l'action	38
7.2 Valorisation relative : Analyse des pairs	38
7.2.1 Présentation des entreprises comparables	39
7.2.2 Valorisation par les comparables	40
7.3 Résultat de la valorisation de l'entreprise	41
8. Analyse du prix	41
8.1 Analyse de sensibilité	41
9. Conclusion	43
10. Annexes.....	45
11. Bibliographie.....	48

1. Introduction

Si vous vous intéressez à la bourse, vous avez sans doute déjà entendu parler des deux types d'analyses qu'un investisseur peut réaliser pour définir si une action est intéressante à acheter ou non. D'un côté, il y a l'analyse technique qui est utilisée afin d'analyser les graphiques liés au cours boursier de l'entreprise et d'y déceler un signal d'achat ou de vente afin de spéculer sur le cours de l'action sous-jacente. De l'autre côté, il y a l'analyse fondamentale qui elle, s'intéresse à l'entreprise en elle-même afin de déterminer sa valeur intrinsèque.

La valeur fondamentale d'une entreprise suscite l'intérêt de plusieurs acteurs. En premier lieu, les actionnaires cherchent à évaluer la valeur intrinsèque afin de réaliser des investissements judicieux et déterminer si les actions qu'ils acquièrent ne sont pas surévaluées par rapport à leur valeur réelle. Ensuite, les banques qui envisagent de prêter de l'argent à l'entreprise pour soutenir son expansion, doivent évaluer la probabilité de remboursement à long terme. Les fournisseurs également s'interrogent sur la solvabilité de l'entreprise et sur la possibilité que leurs factures soient honorées. Les clients, quant à eux, cherchent à déterminer la solidité financière de l'entreprise afin de s'assurer qu'elle pourra les assister en cas de défaillance du produit acheté. De plus, d'autres entreprises manifestent un intérêt pour l'analyse de la situation financière, notamment en vue d'une fusion-acquisition. Une évaluation précise de la valeur réelle de la société les aide à éviter d'acquérir la société concernée à un prix supérieur à sa véritable valeur. (Pinto & all, 2010) La valeur intrinsèque d'une entreprise représente donc une information cruciale pour de nombreuses parties prenantes.

Ce mémoire a pour objectif de réaliser l'analyse fondamentale de l'entreprise Michelin et d'arriver à une recommandation à l'achat ou à la vente d'actions de l'entreprise sous-jacente.

Ce rapport est divisé en plusieurs parties. La première est la partie théorique où le concept de valorisation d'une entreprise est expliqué ainsi que les différentes méthodes utilisées pour y parvenir. Ensuite, la deuxième partie sera consacrée à la présentation de la Compagnie générale des Établissements Michelin. Cette présentation comprend la description de la société ainsi que la présentation historique de celle-ci. Elle sera suivie d'une analyse stratégique et d'une analyse ESG. La quatrième partie comportera une analyse financière et enfin nous effectuerons la valorisation de l'entreprise au travers des méthodes DCF et des comparables accompagnées d'une analyse de sensibilité. Pour conclure, nous résumerons les points importants développés

tout au long de ce rapport pour arriver à une recommandation d'achat ou de vente des actions de l'entreprise Michelin.

2. La valorisation d'une entreprise

Chaque actif, qu'il soit financier ou pas, possède une valeur qui peut être estimée. Afin de réaliser l'analyse fondamentale d'une entreprise, il est primordial de définir ce qu'est la valorisation. La valorisation correspond à une estimation subjective de la valeur financière d'une entreprise sur le long terme en tenant compte d'une part des données comptables antérieures et d'autre part du potentiel de croissance de la société dans le futur. Cette estimation de la valeur financière est appelée la valeur intrinsèque de l'entreprise. (Damodaran, 2012)

En principe, le prix du marché d'une entreprise devrait être similaire avec sa valeur intrinsèque. Cependant, le fait que des analystes financiers se consacrent à l'évaluation de la valeur d'une entreprise montre que la valeur de marché n'est pas souvent égale à la valeur réelle. Une hypothèse essentielle de la valorisation des actions, appliquée aux titres cotés en bourse, est que le prix du marché d'un titre peut différer de sa valeur intrinsèque.

Il est primordial de faire la différence entre le cours boursier d'une action et sa valeur réelle, dite intrinsèque. La valeur intrinsèque d'un actif correspond à la valeur de l'actif compte tenu d'une compréhension hypothétiquement complète des caractéristiques d'investissement de l'actif. (Pinto & all, 2010) En d'autres mots, la valeur intrinsèque d'une entreprise est sa valeur réelle calculée sur base des caractéristiques fondamentales de l'actif. Pour un investisseur donné, une estimation de la valeur intrinsèque reflète son point de vue sur la "vraie" ou "réelle" valeur d'un actif. La valeur de marché, quant à elle, est la valeur attribuée par le marché à un moment donné. Il s'agit d'un processus de négociation entre les acheteurs d'un côté et les vendeurs de l'autre. Pour une entreprise cotée en bourse, il s'agit de son cours boursier.

Une fois que la valeur intrinsèque est calculée, il est intéressant de la comparer à la valeur d'échange sur les marchés boursiers. Cette analyse permet de déterminer si l'achat de cet actif représente un bon investissement. C'est-à-dire que cette méthode permet de définir si l'entreprise analysée est surévaluée ou sous-évaluée. Dans le cas où l'entreprise est sous-évaluée, il pourrait être intéressant d'investir dans cette action. Dans le cas inverse, il vaut

mieux s'abstenir ou même de vendre les actions si elles sont présentes dans le portefeuille de l'investisseur.

Selon le CFA Institute, en général, le processus d'évaluation implique cinq étapes. La première consiste à comprendre l'entreprise, ses objectifs, son industrie et la concurrence à laquelle elle doit faire face. La seconde étape consiste à faire des prévisions sur les « value drivers » de l'entreprise. C'est-à-dire à faire des prévisions de ventes, de bénéfices, de dividendes,... fournissant les entrées pour la plupart des modèles de valorisation. La troisième étape consiste à sélectionner le modèle d'évaluation approprié. Selon les caractéristiques de l'entreprise et le contexte de l'évaluation, certains modèles de valorisation seront plus appropriés que d'autres. Dans notre cas, nous utiliseront la méthode absolue des discounted cash flows et la méthode relative des comparables. En ce qui concerne la première, elle repose sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs. La logique de ce modèle repose sur le principe que la valeur d'un actif pour un investisseur doit être liée aux rendements que l'investisseur s'attend à recevoir en détenant cet actif. La méthode des comparables, quant à elle, se base sur la comparaison avec les valeurs d'autres sociétés comparables. Pour cette dernière, nous devons faire l'hypothèse que les sociétés comparables sont cotées à leurs valeur intrinsèque. L'avantage de cette méthode est sa simplicité en comparaison à la première qui nécessite plus d'étapes et de réflexion. La quatrième étape consiste à convertir les prévisions en évaluation. Au-delà de l'obtention mécanique de la sortie des modèles d'évaluation, l'estimation de la valeur implique un jugement. C'est ici que nous allons faire une analyse de sensibilité et des ajustements situationnels (des scénarios). Et enfin, la cinquième étape consiste à appliquer les conclusions de l'évaluation. Selon le but, un analyste peut utiliser les conclusions de l'évaluation pour faire une recommandation d'investissement sur une action particulière, donner un avis sur le prix d'une transaction, etc.

La valorisation d'une entreprise est étroitement liée au métier d'analyste financier. Le rôle de celui-ci est de recueillir et de surveiller les données et informations pour analyser la situation financière d'une entreprise. Il évalue les données de type économique et statistique afin de prévoir l'évolution des marchés financiers et de formuler des recommandations financières adéquates. (Jobted, s. d.)

3. Présentation de l'entreprise

3.1 Profil de l'entreprise

La Compagnie générale des Établissements Michelin est une entreprise française créée en 1889 dont le siège social se situe à Clermont-Ferrand. Elle fait partie des leaders internationaux de la fabrication et de la commercialisation de pneumatiques. Michelin est présent dans plus de 170 pays et emploie près de 125 900 employés. En 2023, le chiffre d'affaires du groupe était de 28,34 milliards d'euros.

Sa production de pneus est destinée à de nombreux types de véhicules. Que ce soient des automobiles, des camions, des deux-roues, des avions ou encore des véhicules miniers. Les produits de la marque ne sont pas uniquement vendus sous le nom de Michelin mais également sous le nom de différentes marques telles que BFGoodrich, Kleber, Taurus ou encore Uniroyal.

Il est important de noter que Michelin est une entreprise orientée ESG (critères environnemental, social et gouvernance) et qui est reconnue pour sa démarche de développement durable et figure parmi le top 3 des entreprises ayant la meilleure réputation RSE en France. (LesEchos, 2017) Pour preuve, l'entreprise est listée dans l'indice du CAC 40 ESG. (LesEchos investir, 2024) Nous développerons ce sujet plus loin dans l'analyse de l'entreprise dans le point de l'analyse ESG.

3.2 Historique de Michelin

L'histoire du groupe Michelin commence en 1889 lors de sa création. En 1929, Michelin créait la micheline, un pneu pour wagon qui améliore le confort des passagers et cette innovation fut adoptée partout dans le monde. Quelques années plus tard, en 1935, Michelin reprend les rênes de la société Citroën et crée la 2CV qui sera vendue à plus de 5 millions d'exemplaires. Nous arrivons en 1946, année à laquelle Michelin a créé le pneu radial qui a ensuite été imposé sur tous les marchés automobiles. Grâce à cette stratégie payante, Michelin passe rapidement du dixième rang à celui de premier fabricant mondial de pneumatiques. A partir de 1975, Michelin se lance dans l'expansion massive de sa production à travers le monde, allant de l'Europe, vers les États-Unis et en passant par l'Asie. Grâce au rachat de la marque Uniroyal en 1990 et au rachat de certaines usines dans le monde, Michelin parvient à s'imposer durablement sur le marché nord-américain.

Alors que les préoccupations environnementales ne sont pas encore une priorité en 1992, Michelin lance le concept de « pneu vert ». Ce dernier réduit la consommation des véhicules et limite le rejet de CO₂ dans l'atmosphère. Ce concept donnera vie à la gamme de pneu baptisée MICHELIN Energy.

Récemment, en 2019, Michelin a annoncé son intention de coopérer avec son concurrent allemand Continental dans le but de créer une société commune qui devrait leur permettre d'économiser 300 millions d'euros chacune. Globalement, l'objectif de cette société est de permettre aux deux sociétés de produire des pneus avec des coûts de production plus faibles.

Au cours des dernières années, Michelin a poursuivi son engagement en matière de développement durable et de la mobilité durable. De plus, en 2019, Michelin a dévoilé son concept de pneu increvable, sans air en partenariat avec General Motors. Une grande révolution depuis le pneu radial. En 2021, le groupe lance son plan stratégique "Michelin in Motion". Ce plan implique l'ensemble du groupe à rechercher le bon équilibre entre la performance économique, l'épanouissement et le respect environnemental avec des objectifs pour 2030. Fin 2023, le groupe Michelin annonce une cessation progressive des activités d'ici 2025 dans deux de ses usines en Allemagne. Michelin se justifie en expliquant que les récentes crises sanitaires et géopolitiques et leurs conséquences sur les prix de l'énergie, de la logistique et des matières premières ainsi qu'un taux d'inflation élevé ont pesé sur la compétitivité de l'Allemagne. Cela va impliquer la suppression de 2300 emplois en Allemagne. La raison principale de la fermeture de ces usines est donc le coût de production croissant dans le pays concerné. Michelin a annoncé délocaliser certains de ses centres qui sont actuellement en Allemagne, en Suisse et en Autriche vers la Pologne afin de réduire les coûts liés. (La Tribune, 2024)

3.3 Activités de Michelin

Le principal secteur d'activité de Michelin est celui des pneumatiques. Ses activités dans ce secteur sont réparties de la manière suivante : 50,6% lié aux pneus automobiles, dit TC4, 24,6% est lié au transport routier (poids lourds), et 24,8% aux pneus spécialisés. Géographiquement, l'entreprise vend principalement en Europe avec 38% de son chiffre d'affaires, en Amérique du Nord avec 35%, et enfin, dans le reste du monde avec 26%. (Rapport annuel, 2022)

Il est important de noter que récemment, Michelin a mis en place une stratégie « Michelin in Motion », qui vise en partie à diversifier les activités de Michelin en dehors du pneumatique. Selon le rapport annuel, l'objectif serait que la diversification au-delà du pneu représente 20 à 30% des ventes. Cela concernera des activités telles que les composites flexibles (courroies, joints, etc.), le secteur médical, l'impression 3D de métal et la mobilité hydrogène.

3.4 Gouvernance

La société Michelin est une société en commandite par actions. Contrairement à une société anonyme où le contrôle est réparti entre tous les actionnaires proportionnellement à leur part de capital dans l'entreprise, le contrôle d'une SCA est entre les mains des commandités. Les actionnaires ordinaires ont donc moins d'influence sur les décisions de l'entreprise car le contrôle est entre les mains des associés commandités. Cette structure de gouvernance favorise la stabilité mais peut rendre l'activisme actionnarial plus difficile.

La direction de l'entreprise est assurée par Florent Menegaux, qui est le président de la gérance et associé commandité depuis 2019, et Yves Chapot, qui est le gérant non commandité et directeur financier depuis 2019 également. La direction est assistée par le comité exécutif du groupe, qui est composé de 11 membres. On notera que 4 des 11 membres sont des femmes. Le conseil de surveillance contrôle la direction de l'entreprise et collabore avec les associés commandités non-gérants pour déterminer la rémunération et le plan de succession des gérants. Les associés commandités non-gérants ont pour rôle de s'assurer que la société est dirigée par des gérants compétents et performants qui incarnent les valeurs de Michelin. (Michelin, 2024)

L'équipe dirigeante a des visions et stratégies qui permettent de comprendre où l'entreprise souhaite aller à l'avenir. Notamment via les différentes stratégies que Michelin a mises en place telles que « Michelin In Motion » qui développe les objectifs et visions de l'entreprise d'ici 2030 et « Vision 2050+ », qui fixe des objectifs durables de Michelin pour 2050.

La stratégie « Michelin in motion » a différents objectifs financiers et non financiers. Financièrement, le groupe s'attend à une croissance des ventes de 5% annuellement d'ici 2030 et à un ROCE supérieur à 10,5%. Afin d'atteindre ce ROCE, le groupe compte améliorer ses

marges sur les pneus vendus. Cependant, ces chiffres sont à considérer avec prudence car le consensus de Boursorama prévoit une croissance du chiffre d'affaire de 0% et 3% pour 2024 et 2025 respectivement. Le consensus de Yahoo finance, quant à lui, prévoit une croissance de 0,5% pour 2024 et 2,8% pour 2025.

En ce qui concerne la diversification des secteurs, comme dit précédemment dans ce travail, Michelin souhaite que 20 à 30% des ventes soient en dehors du pneu (voir section « Activités de Michelin »). En ce qui concerne les objectifs non financiers de cette stratégie, Michelin souhaite réduire de 50% ses émissions de CO2 scope 1 et 2 et de 15% pour le scope 3 par rapport à 2010. De plus, le groupe aimerait que 40% des matériaux utilisés soient durables dans les pneus. Par matériaux durables, on entend matériaux d'origine recyclée ou renouvelable.

La seconde stratégie, « Vision 2050+ » vise quant à elle, uniquement des objectifs durables. Le groupe vise à atteindre zéro émission de CO2 d'ici 2050 (scope 1&2). En ce qui concerne les émissions scope 3, celles-ci ne proviennent pas directement de Michelin mais le groupe s'efforce à réduire ces émissions de différentes manières. Par exemple, réduire le CO2 émis lors du transport de marchandise (-25% sur les 4 dernières années), produire des pneus plus efficaces, etc. Pour rappel, l'objectif intermédiaire pour 2030 était de -50% d'émission de CO2 (scope 1 & 2) par rapport à 2010 et actuellement, le groupe a déjà réduit ses émissions de 41% entre 2010 et 2022. Globalement, les objectifs de Michelin sont donc crédibles et atteignables. Un autre objectif de cette stratégie est d'atteindre une production qui utilise 100% de matériaux durables dans les pneus. Actuellement, le groupe utilise 30% de matériaux durables.

3.5 Cotation de Michelin

Michelin est une entreprise internationale cotée sur Euronext et membre de l'indice CAC 40 avec une capitalisation boursière de 22 milliards d'euros pour un total de 714 956 386 actions. A la date du 21 mai 2024, le cours de l'action est à 37,31€.



Figure 1 – Cours boursier

Le graphique ci-dessus représente le cours boursier de l'action Michelin. Comme on peut le constater, le cours boursier de Michelin a fortement chuté en 2022. Cela s'explique par la forte inflation et la situation financière de Michelin qui s'est dégradée cette année-là. La section sur l'analyse financière explique cela plus en détail.

L'actionnariat de Michelin est très diversifié. L'actionnaire qui détient le plus d'actions est Mage-Invest (la famille Michelin), qui détient près de 30 millions d'actions, ce qui représente 4,22% des actions de Michelin. Le deuxième plus grand actionnaire est The Vanguard Group qui détient 3,44% des actions et en 3^e position, il y a Norges Bank Investment Management avec 3,06%.

4. Analyse stratégique et ESG

4.1 Analyse du secteur des pneumatiques

Pneus automobiles

Le secteur des pneumatiques était évalué à 180 milliards USD en 2021. Cette année-là, plus de 53,8 millions de pneus ont été mis sur le marché, ce qui représente 13% de plus qu'en 2020. Il y a cependant eu un recul de 32% de la production lors de la crise du coronavirus qui s'explique par le ralentissement de l'économie globale. Depuis lors, la demande en pneus a augmenté grâce à la reprise des activités mais n'a pas encore atteint les niveaux d'avant covid. De plus, l'année 2022 n'a pas été une année très fructueuse pour le secteur du pneu puisque la

demande a diminué de 5,6%. Cette baisse est principalement due à la forte inflation. Les clients ont préféré acheter des pneus budget plutôt que des pneus premium. (Auto-infos, 2023)

L'un des principaux moteurs de croissance du marché des pneumatiques est la demande croissante de véhicules dans le monde. Selon une étude de Michelin, le marché des pneus automobiles devrait croître à un taux moyen annuel de 3% d'ici 2030 grâce à l'augmentation de la population mondiale, à l'urbanisation croissante et à l'augmentation des distances parcourues. Le kilométrage moyen parcouru devrait augmenter de 30% d'ici 2030. (Michelin, 2023)

L'électrification des véhicules joue un rôle important dans l'évolution du secteur. Ce type de véhicule nécessite des pneus différents des véhicules thermiques. Selon Michelin, 45% des véhicules vendus seront électriques d'ici 2030. Les évolutions réglementaires dans le secteur des pneumatiques sont, elles aussi, en constante évolution pour répondre aux préoccupations environnementales et de sécurité routière. Les normes évoluent dans le but de favoriser la transition écologique et inciter les constructeurs à adopter des pratiques plus durables.

Dans le secteur des pneus automobiles, Michelin s'attend à une marge opérationnelle supérieure à 12% pour les prochaines années. A titre de comparaison, en 2023, les groupe Bridgestone et Pirelli avaient une marge opérationnelle de 11% et 14% respectivement. Les objectifs de Michelin sont donc en ligne avec ce qui est réalisé chez les concurrents.

Pneus transport routier

Entre 2020 et 2021, les ventes de pneumatiques poids lourd n'ont pas évolué car elles avaient été peu impactées par la crise sanitaire. Cependant en 2022, la demande de pneus pour poids lourd a diminué de 4%. Selon une étude de marché de Michelin, les ventes de pneus destinés au transport routier ne devraient pas augmenter significativement dans les prochaines années. Une hausse de 2% par an est attendue, ce qui est cohérent avec les évolutions des années précédentes. Michelin espère obtenir une marge opérationnelle supérieure à 10 % pour les prochaines années dans ce secteur de transport routier.

Pneus spécialisés

Cette catégorie de pneus contient les pneus pour engins miniers, d'agriculture, de construction, de manutention, d'avion et pour les deux-roues. Globalement, nous nous attendons à ce que les ventes de ce secteur remontent aux niveaux pré-covid. Selon une étude de marché de Michelin, une légère croissance globale de 3% par an pour les prochaines années est attendue avec une marge opérationnelle de 17% selon les objectifs de Michelin.

Parts de marché

Le marché des pneus est un marché très concurrentiel. Comme le montre le graphique ci-dessous, Michelin est le leader avec plus de 15 % des ventes en 2020, suivi de près par Bridgestone avec 14 % et de Goodyear avec 8%.

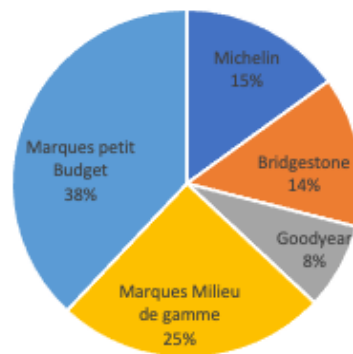


Figure 2 – parts de marché

Les marques milieu de gamme telles que Fulda, Uniroyal, Cooper, Vredestein, Kleber, Falken, Kumho, Black-star, Maxxis, Yokohama et Norauto représentent, ensemble, 25% de parts de marché. Les 38% restants sont les pneus de marques « petits budgets » telles que Atlas, Goodride, Imperial, Landsail, Minerva, Taurus, etc. On notera que dans le rapport annuel de 2022, Michelin prévoit d'augmenter ses parts de marché de 5% d'ici 2030 par rapport à 2021. De plus, certaines de ces marques de milieu et bas de gamme appartiennent à Michelin (BFGoodrich, Kleber, Taurus et Uniroyal), ce qui permet à Michelin de se positionner indirectement sur ces segments.

4.2 Analyse des cinq forces de Porter

L'analyse des cinq forces de Porter permet d'analyser l'environnement dans lequel l'entreprise Michelin agit. Michael Porter (1985-2008) a défini cinq forces qui permettent de caractériser la structure de l'entreprise. Ces cinq forces sont la rivalité intra-industrielle, la menace des nouveaux entrants, la menace des produits de substitution, le pouvoir de négociation des fournisseurs et enfin le pouvoir de négociation des acheteurs. Chaque force citée ci-dessus peut avoir un impact négatif sur la rentabilité du secteur. (Pinto & all, 2015)

En ce qui concerne le pouvoir de négociation des clients, les clients de Michelin sont répartis mondialement. Ils ne sont pas en contact direct avec l'entreprise, mais plutôt avec les distributeurs. Malheureusement, les clients ont un pouvoir de négociation important car ils ont accès à des produits similaires proposés par d'autres fabricants de pneus.

Ensuite, pour ce qui est du pouvoir de négociation des fournisseurs, cela dépend du type de fournisseur. Michelin a quatre types de fournisseurs. Il y a les fournisseurs de caoutchouc naturel, de matières premières, de services et enfin les fournisseurs de machines, d'énergie, de bâtiments, ... Si nous nous intéressons aux deux principaux, c'est-à-dire au caoutchouc naturel et aux matières premières, le pouvoir de négociation des fournisseurs peut être important. Dans son souci de recherche de qualité pour ses produits, Michelin travaille avec des fournisseurs préférentiels, ce qui limite leur quantité et leur donne un avantage supplémentaire, ce qui augmente leur pouvoir de négociation.

Lorsque nous nous intéressons aux menaces des nouveaux entrants dans l'industrie des pneus, elle est faible. Cela se justifie par le fait que l'industrie nécessite des investissements financiers importants mais également des investissements en R&D et en production, ce qui crée des barrières à l'entrée élevées. Les géants de l'industrie tel que Michelin ont également des stratégies de rachat et d'acquisition de leurs concurrents afin de les éliminer, ce qui réduit encore plus la menace des nouveaux entrants. (Pimido, 2010)

Concernant la menace des produits de substitution, elle est faible voire nulle. Les produits de substitution pour les pneus sont rares. De plus, les pneus sont indispensables pour les véhicules et sont régulés par certaines lois. N'importe quel substitut ne peut pas remplacer des pneus homologués.

Enfin, l'intensité de la concurrence entre les entreprises existantes dans le secteur des pneus, quant à elle, est très forte. Michelin est en concurrence avec des entreprises telles que Goodyear, Bridgestone et Continental. Il est important de noter que Michelin se distingue de ses concurrents grâce à sa forte capacité d'innovation et à la qualité de ses produits qui est réputée à travers le monde, ce qui lui donne un avantage concurrentiel non négligeable.

4.3 Analyse ESG

Les critères ESG, pour environnemental, social et gouvernance évaluent la performance des entreprises en allant au-delà de la performance économique. (Perrin, 2023) L'analyse ESG a pour but de mesurer l'impact de l'entreprise sur ces trois différents éléments. Les critères ESG deviennent un élément de plus en plus important que les investisseurs prennent en compte lors de l'analyse d'une entreprise et dans leurs choix d'investissements. En ce qui concerne Michelin, l'entreprise a développé plusieurs stratégies. La première est « Michelin In Motion », qui est la stratégie de développement durable de Michelin pour 2030. Et ensuite, il y a la stratégie « Vision 2050+ », qui fixe des objectifs durables pour Michelin pour 2050.

Critère environnemental

En ce qui concerne le critère environnemental, les émissions de CO₂ sont réparties entre les scopes 1, 2 et 3. Le scope 1 représente 0,8% des émissions de Michelin. Celui-ci comprend les émissions de gaz à effet de serre directement émis par Michelin (utilisation de combustibles fossiles pour son procédé chimique, chauffage, etc.). Le scope 2 comptabilise également 0,8% et concerne les émissions de GES indirectes issues de l'énergie achetée et consommée par l'entreprise. Et enfin, le scope 3 représente 98,4% des émissions. (Michelin, 2023) Celui-ci « concerne les émissions générées pendant l'usage des produits qui utilisent indirectement de l'énergie (carburants ou électricité). Ainsi, le périmètre retenu inclut toutes les émissions de CO₂ générées pendant toute la durée d'usage des produits concernés et mis sur le marché dans l'année de reporting ». (Destret.L, 2023)

Le groupe a pour objectif de réduire de 50% ses émissions de CO₂ scope 1 & 2 et de 15% pour le scope 3 par rapport à 2010 et ce, pour 2030. Le groupe a également l'objectif d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. (Michelin, 2022) L'ambition principale du groupe est que d'ici 2030 et 2050, 40% et 100 % respectivement des matériaux utilisés par le Groupe seront des

matériaux durables (par matériaux durables, on entend matériaux d'origine recyclée ou renouvelable).

Afin d'atteindre cet objectif zéro émission d'ici 2050, Michelin prévoit de réduire sa consommation d'énergie et de faire une transition vers une énergie plus propre. Cela sera bénéfique pour les scopes 1 et 2. En ce qui concerne le scope 3, Michelin prévoit de réduire le transport et de transporter plus efficacement les marchandises. L'entreprise prévoit également de mieux traiter les produits en fin de vie et de produire des pneus qui seront de plus en plus efficaces afin de limiter l'émission de CO₂ lors de leur utilisation. (Michelin, 2022)

Il est important de noter que selon l'indice vérité de Axylia qui tient compte des Scope 1, 2 et 3, Michelin a un très mauvais score carbone et cela est principalement dû au scope 3. (Axylia, s. d.) A noter que Michelin ne serait pas capable de payer sa facture carbone si on tient compte du scope 3.

De plus, une taxe carbone devrait faire son apparition en 2027. Le prix au litre devrait augmenter d'environ 10 centimes pour l'essence et le gazole. (Duquesne, 2023) Cette taxe ne sera pas pris en compte dans cette valorisation pour diverses raisons. En effet, l'essence et le gazole sont des biens de consommation dont la demande est plutôt inélastique puisqu'il n'y a presque pas de substituts et qu'il s'agit d'un bien de nécessité. Une seconde raison est qu'il y aura de plus en plus véhicules électriques à l'avenir. Cette taxe ne devrait donc pas significativement impacter le groupe Michelin.

Le groupe Antin a annoncé dans un communiqué de presse en partenariat avec Michelin, le début de la construction en Suède d'un centre de recyclage de pneus en fin de vie qui devrait être opérationnel d'ici 2025. Ce centre devrait être capable de recycler jusqu'à 1 millions de tonnes de pneus par an. A titre de comparaison, le volume de pneus usagés en Europe, était de 3,5 millions de tonnes en 2023. (Antin, 2023)

Critère social

Ensuite, en ce qui concerne le critère social, Michelin souhaite devenir une référence mondiale en matière d'impact social. Le groupe est déjà considéré comme l'une des meilleures entreprises de son secteur en termes de qualité de vie et de sécurité au travail. Michelin renforce

son engagement social en adoptant une politique inclusive et en offrant une juste rémunération à tous ses collaborateurs dans tous les pays. (Les Echos investir, 2023)

D'ici 2030, Michelin aimerait atteindre un taux d'engagement de ses salariés supérieur à 85 % et de porter le taux de féminisation de l'encadrement à 35 %. (Michelin, 2023) Le groupe met également en place des programmes d'action sociale tels que Michelin One Care, qui offrira une protection universelle (santé, famille, congé paternité, etc.) à chaque employé du groupe d'ici 2025. (Rapport annuel, 2022) Enfin, le groupe accorde une importance majeure à la relation de confiance que les entités du groupe entretiennent avec leurs partenaires techniques, commerciaux, institutionnels et financiers. Comme cité précédemment dans ce rapport, Michelin souhaite délocaliser une partie de sa production vers les pays de l'Est afin de réduire le coût de la main d'œuvre. Cette décision peut porter préjudice à ce critère social même si la délocalisation reste minime compte tenu du nombre FTE de chez Michelin. 2300 emplois devraient être impactés parmi les 125.000 FTE de Michelin.

Critère gouvernance

Enfin, en ce qui concerne le critère de gouvernance, le conseil d'administration de Michelin est présidé par Florent Menegaux. Sa rémunération fixe s'élève à 1 100 000€ mais on remarque que son salaire a été réduit de 25% en 2020 lorsque l'entreprise a dû faire du chômage technique lors de la crise du coronavirus. Par ailleurs, le Comité tient compte du contexte économique actuel et n'envisage pas d'augmenter les salaires des dirigeants. Monsieur Menegaux touche également un salaire variable lié aux objectifs de l'entreprise. Ce salaire variable est plafonné à 150% du salaire fixe. Il est intéressant de noter que 20% des objectifs sont liés à la performance RSE de l'entreprise. (Michelin, 2023) De plus, le niveau de rémunération de Florent Menegaux est inférieur à la moyenne des rémunérations des autres dirigeants de sociétés présentes sur le CAC40. En effet, selon le site PB CBM qui analyse les évolutions des rémunérations des dirigeants, la rémunération globale (fixe + variable) moyenne annuelle d'un directeur général d'une entreprise présente dans le CAC40 est de 5,24 millions d'euros. (PB CBM, 2023). En ce qui concerne l'éthique du groupe, Michelin a publié son code d'éthique qui s'applique non pas seulement aux employés mais également aux fournisseurs et aux sous-traitants. Ce code rappelle les valeurs fondamentales du groupe et décrit les principes à respecter pour avoir un comportement en ligne avec les valeurs de Michelin. Selon le baromètre du Reputation Institute, Michelin figure dans le top 3 des entreprises les plus éthiques de France. (Les Echos, 2017)

Globalement, Michelin est une entreprise très orientée ESG. Elle est même présente dans l'indice du CAC40 ESG. Lorsque nous nous intéressons aux ratings ESG que donnent les agences de notation à Michelin, ils viennent confirmer ce que nous avons développé plus haut. Selon Moody's, Michelin a un excellent score ESG noté 73/100. Ce score permet de placer Michelin dans le Top 1% du secteur des pneumatiques. Une autre agence de notation, MSCI a accordé un score AAA (note maximum) au groupe, ce qui confirme ainsi sa position de leader sectoriel dans les domaines de l'environnement, du social et de la gouvernance. (Michelin, 2023). Au vu de l'activité de Michelin et de son implication dans la durabilité, le groupe pourrait être présent dans les fonds article 8 de la SFDR mais peu d'informations disponibles publiquement peuvent confirmer cela.

CSRD

Depuis le 1^{er} janvier 2024, la CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) est entrée en vigueur. Elle oblige les entreprises concernées à communiquer chaque année sur les informations extra-financières. En plus du bilan financier, elles doivent publier un bilan ESG. Tous ces critères ESG seront utilisés pour faire une analyse de double matérialité, c'est-à-dire que les entreprises devront prendre les impact ESG positifs et négatifs sur leurs performances financières. En ce qui concerne Michelin, de nombreuses données extra-financières sont déjà disponible publiquement. L'externalité qui a actuellement le plus d'impact dans la double matérialité de Michelin est liée aux émissions de CO₂. D'ici 2030, Michelin souhaite réduire de 50% ses émissions de CO₂ provenant de la scope 1 et 2 et réduire de 15% la production de CO₂ lié au scope 3. En 2022, les émissions de l'entreprise pour les scopes 1 et 2 représentent 2,31 millions de tonnes de CO₂ et 146 millions de tonnes pour le scope 3. Si nous supposons que le prix d'une tonne de CO₂ est de 100€, cela représente un cout de 231 millions d'euros pour les scopes 1 et 2 et 14,6 milliards d'euros pour le scope 3. A l'avenir, Michelin sera une entreprise durable et neutre en carbone (scope 1 &2), l'impact sera donc de plus en plus faible. En ce qui concerne l'impact social, celui-ci sera positif. Cela se justifie par la satisfaction au travail, le taux de féminisation, l'égalité des chances, ... Un Excel est disponible sur le site de Michelin reprenant les chiffres clés de ces différents éléments. Cependant, il est difficile de mettre une valeur sur cet impact social.

4.4 Stock reputation

Afin de faire une analyse stratégique plus poussée, une analyse du « stock réputation » peut être réalisée. Il s'agit d'étudier la réputation de l'entreprise sur le marché boursier. Une bonne réputation sera valorisée positivement dans le prix de l'action parce qu'elle réduit le risque d'investissement, apporte de la confiance dans le comportement futur de l'entreprise et dans le prix de l'action. Au contraire, une mauvaise réputation auprès des investisseurs entraînera une décote de la valeur de l'action. Cinq critères déterminent cette réputation. (LPE Research, 2020)

Le premier critère est le comportement du prix de l'action. Dans ce premier critère, nous étudions les mouvements erratiques, c'est-à-dire lorsque le cours augmente ou diminue de 3,5% par rapport à son indice de référence. Nous avons choisi le MSCI World. Ensuite, nous étudions la déviation du cours de l'action par rapport à sa tendance. Ce calcul est effectué de façon hebdomadaire sur une période de 4 ans. Il y a eu 1,57% de mouvements erratiques, ce qui donne un score de 7 sur 10 à Michelin et pour la déviation du cours, son écart-type est de 7,31%, ce qui offre le score de 7 sur 10.

Ensuite, le deuxième critère est la qualité de la structure de l'actionnariat. Ici, nous allons étudier la proportion des "grands" investisseurs institutionnels et la fidélité des actionnaires. La fidélité des actionnaires est mesurée en comptant le nombre moyen de fonds qui ont vendu leur position chaque trimestre. En ce qui concerne la proportion, 45,72% des actionnaires sont institutionnels. (Bloomberg, 2024). Cette proportion accorde la note maximale de 10 points. Et pour la fidélité des actionnaires, je ne suis pas parvenu à trouver l'information sur Bloomberg la note moyenne de 5 est donc accordée.

Le troisième critère est l'analyse de la gouvernance et de la valeur des actionnaires. Ici, quatre éléments sont étudiés : l'actionnaire de référence, la structure du conseil d'administration, l'importance accordée au PDG et l'intensité des relations avec les investisseurs. Chaque élément est coté sur cinq points. En ce qui concerne l'actionnariat de référence, Michelin est une entreprise publique, ce qui lui donne 3 points. La structure du conseil d'administration récupère 3 points. En ce qui concerne le PDG, nous n'avons pas suffisamment d'informations pour faire les calculs. La note de 0 est donnée. En ce qui concerne l'intensité des relations, il n'est pas possible de trouver le nombre de jours par an où le CEO et CFO communiquent avec les investisseurs. J'ai donc réalisé des recherches internet afin

déterminer quand est-ce que le CEO et CFO ont communiqué avec les actionnaires au cours de l'année 2023. Une estimation serait entre 12 et 15 fois, ce qui accorde 3 points à Michelin. Un point bonus est accordé pour un nombre d'analyses de l'entreprise supérieur à 10.

Le quatrième critère est l'analyse sociale et environnementale. Quatre éléments sont analysés : rapport et priorité sur l'impact social, impact des opérations et des produits sur les personnes, rapport et priorité sur l'impact environnemental, impact des opérations et des produits sur l'environnement. En ce qui concerne l'impact social, Michelin aborde le sujet dans tous ses rapports annuels et également sur leur site internet. La note maximale de 5 est donnée. Ensuite, après analyse du rapport extra-financier, l'impact des opérations et produits sur les personnes est positif. Le nombre maximum de 5 points est accordé. En ce qui concerne la priorité sur l'impact environnemental, le score maximal de 5 est également donné. Enfin, en ce qui concerne l'impact environnemental, on ne peut pas dire que Michelin a un impact positif mais dans les ambitions de l'entreprise, il vise à être neutre d'ici 2050. Le score de 2 points est accordé.

Le dernier critère est la Communication et cohérence de la méthodologie de mesure. Trois éléments sont analysés : la qualité de la communication, la cohérence et la réalisation de prévisions. En ce qui concerne la qualité de la communication, elle est mesurée par l'analyse de ses publications, à savoir les présentations aux investisseurs (journées des investisseurs, conférences, etc.), les rapports annuels et les communiqués de presse. Après analyse, Michelin reçoit la note de 9 points sur 10. La cohérence, quant à elle, est mesurée en analysant la communication, les présentations et les publications afin d'identifier les incohérences et les changements dans la stratégie, les rapports et la comptabilité. Elle reçoit le score maximal de 5 points. Enfin en ce qui concerne la réalisation des prévisions, elle est mesurée en analysant les publications de résultats afin d'identifier les avertissements sur résultats, les objectifs révisés et les résultats supérieurs aux prévisions. Michelin parvient à atteindre ses objectifs en dehors de la période du coronavirus. Le score accordé est donc de 5.

Une fois que tous les critères ont été analysés et mesurés, une note globale est calculée afin de déterminer la réputation boursière de Michelin. L'entreprise obtient 71 points. Ce qui place la société dans la 3e catégorie « haute réputation sur le marché boursier ». Tous les points accordés ci-dessus ne sont pas accordés arbitrairement. Ils ont été accordés en suivant la grille

d'évaluation présente dans le document de LPE Research. Certaines informations n'ont pas pu être trouvés. Dans ce cas-là, la note de 0 a été accordée ou alors une estimation a été faite.

4.5 Analyse SWOT

L'analyse SWOT permet d'évaluer les forces, les faiblesses, les opportunités et les menaces liées à l'entreprise. Les forces et faiblesses représentent des éléments internes à l'entreprise tandis que les opportunités et les menaces sont des éléments externes à l'entreprise.

Forces

- Michelin a des activités très diversifiées, que ce soit au niveau géographique ou même au niveau des secteurs : pneus pour les automobiles, poids lourds, avions, engins miniers, etc. Cette diversification fait de Michelin un des plus grands acteurs du secteur des pneumatiques. On ajoute à cela les secteurs autres que le pneu dans lesquels Michelin souhaite se développer.
- Michelin a de nombreux partenariats avec d'autres entreprises internationales, qui permettent d'innover constamment. Par exemple, Michelin a noué un partenariat avec General Motors pour la réalisation de pneus increvables. (Michelin, 2024)
- Michelin est une entreprise solide financièrement, ce qui permet de réaliser de nombreux investissements en recherche et développement et en rachetant des start-ups pour concevoir des produits de plus en plus performants. Un exemple récent est l'acquisition de Blackcircles.com, une entreprise de vente de pneus en ligne, qui permet une diversification de ses canaux de distribution.
- Michelin possède un incubateur au sein même de l'entreprise, ce qui lui permet de mettre les jeunes talents au service de la stratégie de développement de Michelin. Notamment dans la recherche de nouveaux matériaux, plus silencieux, plus efficaces, plus recyclables. Le dernier exemple en date est Resicare. (Études & Analyses, 2021)
- La recherche et développement de nombreux projets de diversifications permettent à Michelin d'avoir un avantage concurrentiel très important : pneus recyclables, pneus increvables, ...
- L'image de la marque Michelin est forte. En effet, cette marque est une icône des pneus automobiles avec son « Bonhomme Michelin ». Elle reflète la performance, la sécurité

et la durabilité. Elle apparait comme référence dans la catégorie des pneumatiques premium.

Faiblesses

- La principale activité de Michelin est la fabrication de pneus et demande beaucoup de main d'œuvre. En Europe de l'Ouest (France, Allemagne, Autriche, Suisse, etc.), la main d'œuvre est très chère et pour compenser cela, les prix sont forcément supérieurs à des produits importés d'Asie. A cause de cela, Michelin veut décentraliser sa production dans des pays où la main d'œuvre est moins couteuse, ce qui pourrait nuire à son image. (La Tribune, 2023)
- Plusieurs plans sociaux ont été réalisés ces dernières années pour essayer de faire des économies sur le plan social alors que l'entreprise faisait des bénéfices. Cette situation nuit à l'image de l'entreprise et à l'image de marque. (La Tribune, 2023)

Opportunités

- Le développement des mobilités non-motorisées et des NVEI (Nouveaux Véhicules Électriques Individuels) est une opportunité pour Michelin pour se diversifier de façon assez simple et d'élargir la gamme de produits vendus. (Études & Analyses, 2021)
- De plus en plus de véhicules seront présents sur les routes dans les prochaines décennies, ce qui représente un marché très important pour l'entreprise. Par exemple, la croissance des pays émergents est une belle opportunité pour l'entreprise.
- Le contexte de la transition écologique est important à prendre en compte. La question de la durabilité des produits est très importante afin de mettre en avant un véritable avantage concurrentiel pour se démarquer de la concurrence.
- L'augmentation constante des technologies digitales est un secteur où Michelin est déjà positionné avec son partenariat avec Général Motors. Il y a une opportunité de profiter de la technologie digitale pour rester le leader dans le domaine de la mobilité durable. (Michelin, 2023)

Menaces

- La crise du coronavirus a fait chuter drastiquement les ventes de l'entreprise. Les performances économiques de Michelin sont impactées par l'évolution de l'activité

économique globale. On constate donc que Michelin et le secteur du pneumatique plus globalement ont une dépendance aux cycles économiques.

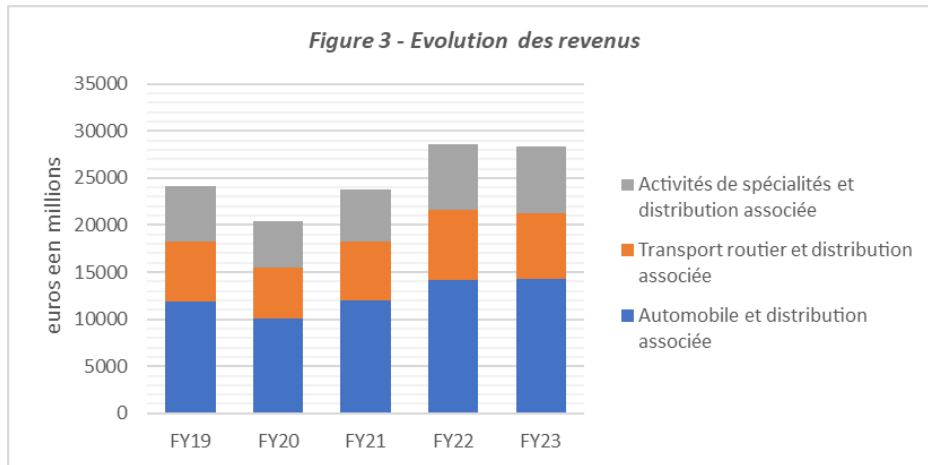
- Le secteur des pneumatiques dépend aussi de chaînes de valeur. Si les secteurs automobiles et aéronautiques ne se portent pas bien, cela aura un impact sur la demande de pneus et donc sur les ventes.
- Le secteur du pneumatique est très dépendant de certaines matières premières comme le caoutchouc par exemple. Les prix des matériaux sont parfois très volatiles. Un problème avec un fournisseur pourrait faire grimper les prix des produits, ce qui pourrait motiver les consommateurs à aller se fournir en pneus chez d'autres producteurs. (Études & Analyses, 2021)
- Les réglementations environnementales peuvent avoir un impact sur le secteur de pneumatiques. Le secteur de l'automobile pourrait fortement être impacté par ces nouvelles réglementations qui pourraient arriver dans les années à venir.
- La concurrence est très forte dans le secteur des pneumatiques. Il y a d'autres grands acteurs tels que Goodyear, Bridgestone, Continental, etc.
- Les pneus asiatiques sont une réelle menace car ils sont beaucoup moins chers et répondent à une demande presque identique.
- Le secteur du pneumatique est également dépendant du secteur des transports et doit s'adapter à la demande. Par exemple dans les années à venir le secteur pourrait innover pour proposer des produits pour les véhicules volants par exemple.

5. Analyse financière

L'analyse financière sera basée sur les différents comptes et états financiers fournis par l'entreprise Michelin. Celle-ci sera effectuée sur une période de 5 ans (2019-2023) et servira de point de départ pour la réalisation des projections, qui iront quant à elles jusqu'en 2030.

5.1 Évolution des revenus

Les revenus de Michelin sont composés des pneus pour automobile et distribution associée, des pneus pour transport routier et distribution associée et enfin, des activités de spécialités et distribution associée.



Les revenus provenant des pneus automobiles et distribution associée est la source de revenu la plus importante de l'entreprise puisqu'elle représente 51% de ses revenus, soit 11.8 milliards d'euros en 2023. Entre 2019 et 2023, ils ont augmenté de 21%. Ensuite, en ce qui concerne les revenus liés au secteur des pneus pour transport routier et distribution associée, ceux-ci ont enregistré une faible augmentation de 8.2% au cours des 5 dernières années. Ce secteur représente 25% des revenus de Michelin en 2023, tout comme le secteur des activités spécialisés. Les revenus de ce dernier, quant à eux, ont augmentés de 20.4% au cours des 5 dernières années.

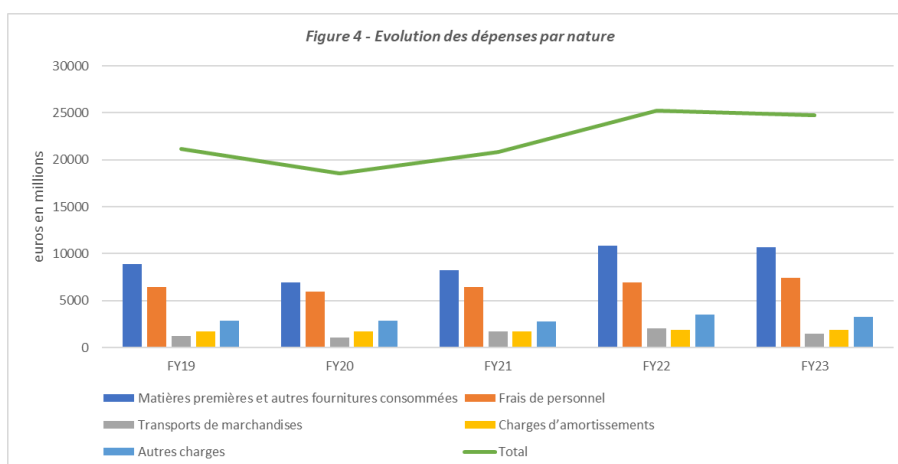
Comme on peut le constater dans la *figure 3*, les revenus de Michelin ont été impactés par la crise du coronavirus. Depuis lors, chacun des secteurs, dans leur ensemble, ont retrouvé leurs niveaux d'avant covid. Lors de la publication des revenus de 2023, Michelin a annoncé que les revenus devraient stagner pour l'année 2024. Cette information sera prise en compte dans la section des prévisions.

Dans l'analyse stratégique, nous développons la stratégie « Michelin in Motion », qui vise en partie à diversifier les activités de Michelin en dehors du pneumatique (composites flexibles, secteur médical, impression 3D de métal, etc.). L'objectif serait que cette diversification représente 20 à 30% des ventes d'ici 2030. Selon le rapport annuel, déjà en 2019 cette diversification représentait 5% des ventes mais dans les comptes annuels, cela ne se retrouve nulle part. Après avoir pris contact avec la relation investor de Michelin (Madison Claudant),

il s'avère que ces activités au-delà du pneu sont enregistrées dans la catégorie de revenus « Activités de spécialités et distribution associée » et lorsque cette diversification au-delà du pneu représentera plus de 10% des ventes, Michelin ouvrira une nouvelle catégorie de revenus.

5.2 Évolution des dépenses

La principale dépense est celle liée à l'achat des matières premières et aux fournitures consommées. Michelin a dépensé en 2023 près de 10,6 milliards d'euros pour cela, ce qui représente 43.1% des coûts totaux. Nous avons ensuite les frais de personnel qui représentent 29.9% des dépenses, les frais de transport avec 6%, les charges d'amortissement avec 7.7% et enfin les autres charges avec 13.3%.

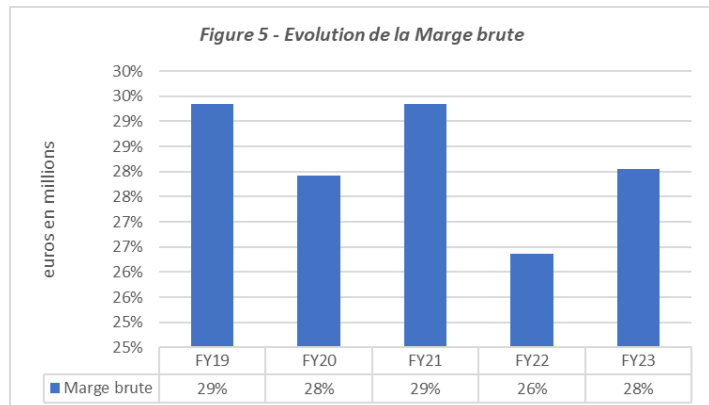


On constate une diminution notable de 12% des dépenses entre l'année 2019 et 2020 qui se justifie par la crise du coronavirus. Cette baisse des dépenses est due à une diminution de 22% des achats des matières premières, mais également à cause d'une baisse de 7% en frais de personnel et de 11% en transport de marchandises. Les autres catégories de dépenses n'ont pas significativement été impactés par la crise sanitaire.

Ensuite, on note une forte augmentation des dépenses de 35.5% entre 2020 et 2022. Cela s'explique par l'augmentation globale des ventes de 39.6% lors de cette période qui marque la reprise de l'économie mondiale post-covid.

5.3 Évolution de la marge brute

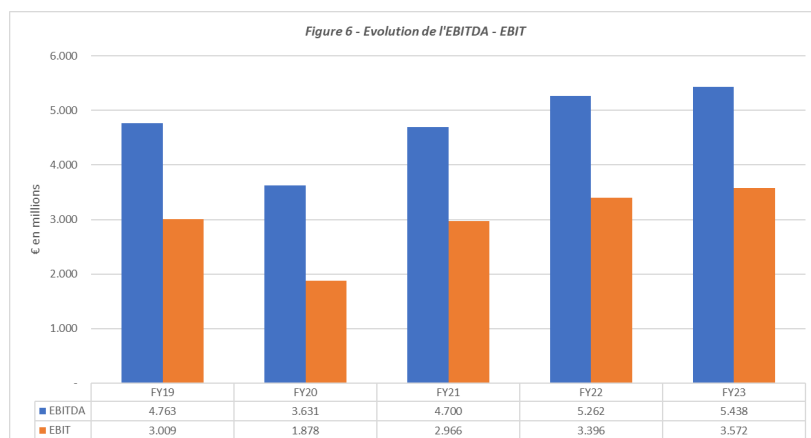
La marge brute était de 28% en 2023. Celle-ci a diminué de 1% entre 2019 et 2023 avec une baisse en 2022. Michelin justifie cette diminution en 2022 avec l'augmentation des coûts de production qui ont été causés par la forte inflation présente cette année-là.



En comparaison, d'autres acteurs du secteur du pneumatique affichent une marge brute de 22% pour Goodyear, 32% pour Yokohama, 39% pour Pirelli et 36% pour Bridgestone. La marge brute de Michelin est donc plutôt inférieure à celle de ses concurrents sur le marché du pneu. Cette différence s'explique par le fait que le coût par FTE de Michelin est supérieur à celui de ses concurrents. De plus, Michelin est relativement sélectif dans le choix de ses fournisseurs de matériaux de production, ce qui coûte forcément plus cher. Dans son rapport annuel, Michelin annonce vouloir augmenter ses marges dans les prochaines années. Le groupe n'explique pas de quelle façon mais ce serait principalement en augmentant les prix et en diminuant les frais de personnel en délocalisant la production dans des pays où la main d'œuvre est moins chère qu'en France.

5.4 Évolution de l'EBITDA et de l'EBIT

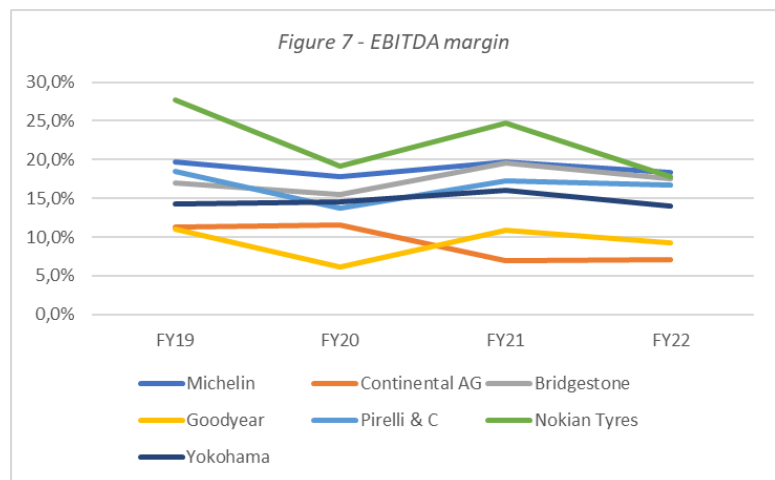
Si nous faisons abstraction de l'EBITDA et de l'EBIT de l'année 2020 qui sont anormalement bas à cause de la crise du coronavirus, on constate que l'EBITDA et l'EBIT sont



en croissance constante au fil des années. Il aura fallu deux ans pour que l'entreprise arrive globalement au même niveau qu'avant covid.

En 2019, l'EBITDA et l'EBIT valaient 4.8 milliards € et 3.0 milliards €. Cinq ans après, en 2023, ces derniers valaient respectivement 5.4 milliards € et 3.4 milliards €, ce qui représente une croissance globale de 14.2% et 18.7%. En ce qui concerne l'EBITDA margin, celle-ci reste relativement constante durant les années étudiées et varie légèrement autour de 19% sauf pour l'année 2020, où l'EBITDA margin est descendue à 17%. De même pour l'EBIT margin qui varie autour de 12% globalement mais chute à 7% en 2020 à la suite de la crise sanitaire.

Lorsque nous comparons l'EBITDA margin de Michelin avec celui de ses concurrents, on constate que Nokian Tyres est la seule entreprise qui avait une EBITDA margin supérieur à celle de Michelin. Cependant, en 2022 le ratio de Nokian tyres a chuté pour arriver au même

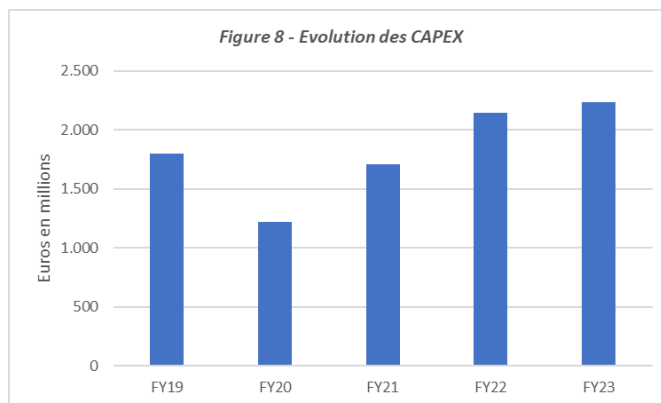


niveau que Michelin. Historiquement, l'EBITDA margin de Michelin est relativement supérieur à celles de ses concurrents sur le marché du pneumatique, ce qui prouve l'efficacité opérationnelle de l'entreprise Michelin. C'est-à-dire que l'entreprise est capable de générer plus de bénéfices par euros de revenu que ses concurrents.

On remarque que Michelin a globalement une marge brute plus faible que celle de ses concurrents alors que l'entreprise a une EBTDA margin supérieure. Cela s'explique par le fait que les entreprises comparables ont, proportionnellement à leurs revenus, des frais administratifs et généraux, frais de recherche et développement et d'autres frais supérieurs à ceux de Michelin.

5.5 Evolution des Capex

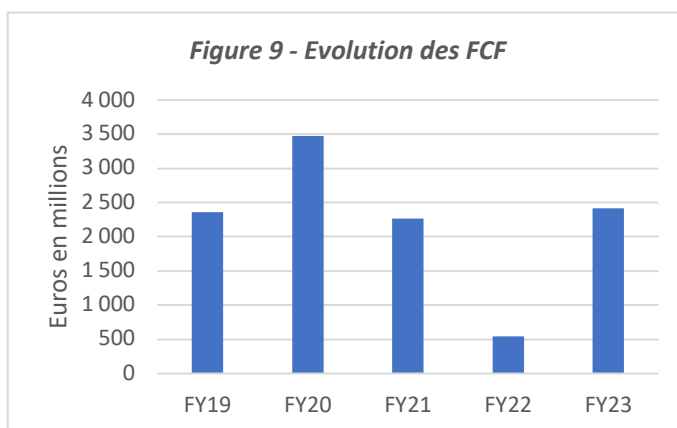
Comme on peut le constater sur le graphique d'évolution des capex, on note qu'ils sont en constante augmentation sauf pour l'année 2020. Lors de la crise sanitaire, Michelin a décidé de diminuer les dépenses d'investissement de 500 millions afin de maintenir un niveau correct de free cash-flow et de résultat opérationnel.



En 2019, les dépenses en investissements représentaient 7,5% des revenus de Michelin. Ce chiffre est descendu à 6,0% pour 2020 et est remonté pour atteindre 7,9% en 2023.

5.6 Evolution des FCF

A fin décembre 2023, le cash-flow libre s'élève à 2.4 milliards d'euros, ce qui est un résultat exceptionnel. En comparaison, les FCF de l'année précédente étaient de 545 millions. Comme on le constate sur le graphique ci-joint, les FCF de 2022 sont très faibles par rapport aux autres années.



Comme cité dans l'analyse de la marge brute, l'année 2022 a été impactée par une forte inflation, ce qui a eu un impact significatif sur le cash net des activités opérationnelles qui est nettement plus faibles que les autres années. Cette inflation a impacté le coût des matières premières, de l'énergie et des charges liés à la main d'œuvre.

On constate également une hausse des FCF en 2020 lors de la crise du Coronavirus, ce qui peut paraître étrange. Cependant, Michelin a su prendre les bonnes décisions lors de cette crise sanitaire. Le groupe a diminué ses dépenses d'investissements (CAPEX) tout en continuant à soutenir les projets de recherche et développement. Michelin avait également émis de nouvelles obligations à 8, 12 et 20 ans, ce qui a augmenté la trésorerie du groupe. De plus, la baisse des stocks a également impacté les FCF. Et enfin, même si l'impact est marginal, les gérants ont

diminué de 25% leurs rémunérations cette année-là. C'est donc grâce à un ensemble de mesures que Michelin a su augmenter ses FCF lors de l'année 2020.

6. Prévisions

Dans l'analyse stratégique, nous avons développé certains éléments qui nous seront utiles afin de construire plusieurs hypothèses qui impacteront les projections utilisées pour la valorisation de l'entreprise Michelin.

6.1 Revenus

Grace à l'analyse stratégique, nous pouvons développer plusieurs hypothèses d'évolution pour les revenus de Michelin. Parmi ces hypothèses, nous prenons en compte la croissance historique des revenus du groupe, le CAGR du marché attendu par Michelin pour les prochaines années, l'impact des pneus asiatiques et enfin et l'impact de la diversification au-delà du pneu. Les tableaux Excel des prévisions du revenus se trouvent en annexes de ce rapport.

Croissance historique des revenus

Cette première hypothèse consiste à faire des prévisions sur les revenus futurs de Michelin en se basant sur ses revenus passés. En ce qui concerne le secteur des pneus automobiles et distribution associée, ce dernier a croît annuellement de 4,2% sur les cinq dernières années. Le secteur des pneus pour poids lourd et distribution associée a croît, quant à lui de 1,6% annuel et enfin, le secteur des spécialités a croît de 4,1% par an en moyenne. Ces taux de croissance historique seront ceux appliqués pour les prévisions jusqu'en 2030. Avec cette hypothèse, les revenus de Michelin atteignent 34,97 milliards en 2030.

Prévisions du CAGR du marché

Dans son document d'enregistrement universel, Michelin développe une étude de marché et émet des prévisions d'évolution pour chacun de ses secteurs d'activités. En ce qui concerne le secteur des pneus automobile, selon l'étude de Michelin, il devrait croître à un taux annuel de 3%. Le secteur des pneus pour poids lourd et distribution associée, quant à lui,

devrait croître de 1,6% annuel et enfin, le secteur des spécialités, de 4,1% par an en moyenne. Avec cette hypothèse, les revenus de Michelin atteignent 33,36 milliards en 2030.

Impact des pneus asiatiques

Michelin prévoit d'augmenter ses parts de marché de 5% d'ici 2030. Cette augmentation est incluse dans les prévisions de la sous-section précédente. Au vu de la forte concurrence asiatique, je doute que Michelin y parvienne. Les prévisions de croissance des revenus attendus par Michelin sont donc pénalisées de 4.97% par an. Ce taux a été calculé grâce à la formule du CAGR :

$$CAGR = \left(\frac{\text{Valeur finale}}{\text{valeur initiale}} \right)^{\frac{1}{t}} - 1$$

Avec cette hypothèse, les revenus de Michelin atteignent 31.71 milliards en 2030.

Impact de la diversification au-delà du pneu

La diversification de Michelin au-delà du pneu concerne uniquement la catégorie de revenus spécialités et distribution associée. Cette catégorie de revenus devrait croître à un taux annuel de 13.4%, ce qui paraît relativement beaucoup. Ce taux a également été calculé grâce à la formule du CAGR. En 2019, la diversification au-delà du pneu représentait 5% des ventes. En 2030, cette diversification devrait représenter 20% des ventes.

$$CAGR = \left(\frac{20\%}{5\%} \right)^{\frac{1}{11}} - 1 = 13.4\%$$

Avec cette hypothèse, les revenus de Michelin atteignent 45,36 milliards en 2030. Ce taux de croissance est difficilement soutenable. Nous allons donc envisager dans l'analyse de sensibilité, un scénario dans lequel nous faisons l'hypothèse que Michelin ne parviendra pas à atteindre cet objectif de diversification au-delà du pneu.

Pondération des hypothèses

Afin d'estimer les futurs revenus de Michelin, j'ai accordé un poids de 25% à chacune des quatre hypothèses précédentes. En 2024, les marchés pneumatiques devraient afficher une

stabilité globale par rapport à 2023 sur chacun des trois segments. Cet élément est pris en compte dans chacune des hypothèses.

6.2 Dépenses

Les dépenses de l'entreprise Michelin restent relativement stables proportionnellement aux revenus. Globalement, les dépenses représentent 88% du revenu et ce pourcentage ne varie presque pas au cours des années (mise à part 2020 qui a été une année particulière). Les prévisions des dépenses seront basées sur l'évolution du revenu et sur l'augmentation des charges d'amortissements qui devraient augmenter significativement au vu de l'augmentation des CAPEX liée à la diversification au-delà du pneu. Les dépenses représenteront donc 88% des revenus majoré par l'augmentation des charges d'amortissements. J'ai également pris en considération le fait que Michelin veut délocaliser une partie de sa production vers l'Europe de l'Est afin d'obtenir une main d'œuvre moins coûteuse, ce qui réduirait son coût par FTE. Le coût moyen par heure de travail en Europe est de 30,5€ alors qu'en Pologne, là où Michelin désire s'implanter, le coût horaire est de 12,5€. (Direction générale du trésor, 2023) Selon Michelin, 2300 emplois seront impactés par cette délocalisation au cours des prochaines années. Le calcul de l'impact se trouve en annexe 2 de ce rapport.

6.3 Capex

Proportionnellement aux revenus, les dépenses en capital augmentent chaque année. En effet, en 2020 celles-ci représentaient 6% des revenus et ont atteint 7,9% en 2023. Si Michelin souhaite atteindre ses objectifs de diversification au-delà du pneu d'ici 2030, les capex liés aux activités de spécialités devraient augmenter significativement. Afin de faire les prévisions, les CAPEX des catégories de revenus « pneus automobiles » et « transport routier » évolueront en pourcentage du revenu pondéré des hypothèses. Par contre, en ce qui concerne les CAPEX de la catégorie de revenus « activités de spécialités », j'ai fait l'hypothèse que ceux-ci vont augmenter en % du revenu de l'hypothèse « Impact de la diversification au-delà du pneu ». Avec cette hypothèse, les CAPEX atteindront 9,2% des revenus en 2030. Le développement des prévisions des CAPEX se trouvent en annexe 3 de ce rapport.

6.4 Net Working Capital

Le net working capital (fonds de roulement) est la différence entre l'actif court terme et le passif court terme d'une entreprise. Il permet de mesurer la liquidité d'une entreprise et sa capacité à honorer ses obligations à court terme. Afin de faire les prévisions sur les fonds de roulement, je me suis basé sur le Days Inventory Outstanding (DIO) pour l'inventaire, le Days Sales Outstanding (DSO) pour les créances commerciales et enfin le Days Payable Outstanding (DPO) pour les dettes fournisseur. Les autres postes du bilan seront projetés grâce à la moyenne géométrique du pourcentage du revenu des années précédentes.

En ce qui concerne le DIO, il permet de mesurer le nombre de jours nécessaires à l'entreprise pour écouler ses stocks. Celui-ci est calculé en divisant le stock par le cout des ventes multiplié par 365. En 2023, le DIO de Michelin était de 97 jours. Afin de faire les prévisions, j'ai choisis de prendre la moyenne géométrique des DIO des années précédentes.

Ensuite, le DSO permet de mesurer le nombre de jours que les créanciers prennent pour payer Michelin. Celui-ci est calculé en divisant les créances commerciales par les revenus multiplié par 365. En 2023, le DSO de Michelin était de 50 jours. Dans l'objectif de réaliser les prévisions, j'ai appliqué la même méthode que pour le DIO.

Enfin, le DPO, quant à lui, mesure le nombre de jours nécessaire pour que les dettes fournisseurs de Michelin soient remboursées. Celui-ci est obtenu en divisant les dettes commerciales par le cout des ventes multiplié par 365. En 2023, le DPO de Michelin était de 61 jours et les prévisions seront également faites sur base de la moyenne géométrique des DPO des années précédentes.

7. Valorisation de l'entreprise

7.1 Valorisation intrinsèque : Free Cash-Flows

7.1.1 Calcul du WACC

Dans l'objectif de réaliser une valorisation par les flux de trésorerie, il est nécessaire de calculer le Weighted Average Cost of Capital (WACC). Afin de calculer ce dernier, il faut dans un premier temps déterminer la structure du capital de Michelin. C'est-à-dire déterminer la

proportion de dettes et de fonds propres à leur valeur du marché. Dans le cas de Michelin, en 2023, les dettes représentaient 18,91% de son capital et les fonds propres 81,00%. Dans le but de trouver la dette à la valeur du marché, j'ai utilisé la formule suivante :

$$D = C * \left(1 - \frac{1}{(1 + Kd)^t}\right) + \frac{FV}{(1 + Kd)^t}$$

Dans la formule ci-dessus (Livingeconomyadvisors, s.d.), C représente les charges d'intérêts, Kd le coût de la dette (calculée ci-dessous dans cette section 7.1.1), t la maturité moyenne et FV la dette totale. En appliquant la formule, nous obtenons une dette VM de 6.17 milliards. Ensuite pour calculer la valeur des fonds propre, j'ai multiplié le nombre d'actions en circulation par le prix d'action, ce qui nous donne 26.45 milliards d'euros.

En ce qui concerne le cost of equity (coût des capitaux propres), il est calculé grâce au modèle CAPM (Capital Asset Pricing Model) en additionnant le taux sans risque au beta qui lui, est multiplié par la prime de risque du marché. Le taux sans risque choisit est le rendement de l'obligation d'état allemand à 20 ans qui est actuellement à 2.54%. Ensuite, en ce qui concerne la prime de risque du marché, j'ai soustrait le taux sans risque au rendement annuel du CAC40 sur 10 ans, ce qui nous donne une prime de 8.64%. Enfin, le Levered beta sélectionné vaut 1.04. Celui-ci a été calculé grâce aux unlevered beta des sociétés comparables. La formule utilisée pour calculer le Unlevered beta des comparables est la suivante :

$$\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / [1 + (1 - \text{Tax rate}) \times D/E]$$

Dans la formule ci-dessus, le Tax rate utilisé est celui présent dans le rapport annuel de Michelin à l'année 2023. Celui-ci est de 24.4%. L'Unlevered beta utilisé pour Michelin est le médian des six sociétés comparables et est égal à 0.76. (la présentation de ces sociétés est située dans la section de la valorisation par les pairs).

Figure 10 - Levered Beta

Comparables	Equity (€)	total Debt (€)	% Equity	% Debt	D/E	Levered Beta	Unlevered Beta
€ en million							
Continental AG	13 675	5 959	69,65%	30,35%	0,44	1,670	1,256
Bridgestone Corporation	21 113	4 756	81,61%	18,39%	0,23	0,820	0,701
Goodyear Tire & Rubber Company	4 388	8 130	35,05%	64,95%	1,85	1,850	0,771
Pirelli & C	5 494	3 481	61,21%	38,79%	0,63	1,320	0,892
Nokian Tyres	1 347	638	67,86%	32,14%	0,47	0,880	0,648
The Yokohama Rubber CO	4 585	2910	61,18%	38,82%	0,63	0,620	0,419

Finalement, le Levered beta de Michelin est calculé de la façon suivante :

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered Beta} \times [1 + (1 - \text{Tax rate}) \times D/E]$$

Après application de la formule, nous obtenons un beta de 1.04. A titre de comparaison, le beta disponible sur Bloomberg est de 1.082 et selon le site Infront analytics, le beta de Michelin serait de 1.09.

Maintenant que nous avons toutes les données nécessaires, nous pouvons calculer le cost of equity grâce à la formule du CAPM :

$$\begin{aligned} \text{Cost of equity} &= \text{Tx sans risque} + (\text{Beta} \times \text{prime de risque}) \\ &= 2.54\% + (1.04 \times 8.64\%) \\ &= 11,56\% \end{aligned}$$

Le prochain élément du WACC à calculer est le pré tax cost of debt. Celui-ci peut être calculé avec la formule suivante :

$$\text{Tx sans risqué} + \text{Credit spread}$$

Ici, le seul élément que nous n'avons pas encore est le spread de crédit. Afin de trouver ce dernier, j'ai pris le crédit spread de l'obligation Michelin à 2036 ce qui nous donne 67 points de base. Après calcul, nous avons un cost of debt de 3.21%. Maintenant que nous avons tous les éléments pour calculer le WACC, nous pouvons appliquer la formule suivante :

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \text{Cost of equity} \times \text{Equity} / (\text{Equity} + \text{Debt}) + \text{Cost of debt} \times \text{Debt} / (\text{Equity} + \text{Debt}) \times (1 - \text{tax rate}) \\ \text{WACC} &= 9.83 \% \end{aligned}$$

Le calcul du WACC nécessite de faire des choix subjectifs qui peuvent influencer plus ou moins fortement la valeur de celui-ci. Ces choix subjectifs sont le choix des entreprises comparables, le choix de la prime de risque du marché, ou encore le choix du taux sans risque. Il est donc intéressant de comparer le WACC calculé dans ce rapport avec des WACC d'autres analystes. Dans le dernier rapport annuel de Michelin (2023), le WACC est estimé à 9,00%. Celui calculé dans ce rapport est donc plausible. Un tableau récapitulatif des données utilisés dans le WACC se situe en annexe 4 de ce rapport.

7.1.2 Projection du P&L

Dans le but de réaliser la valorisation par les flux de trésoreries, nous avons besoin d'éléments présents dans le P&L qui nous serviront à calculer les free cash flows futurs de l'entreprise Michelin. Le tableau de projections du P&L se trouve en annexe 5 de ce rapport.

Dans l'objectif de trouver l'EBITDA, les coûts des ventes et les autres faits ont été soustraits au revenu. En ce qui concerne les différents coûts, ils ont été projetés en pourcentage du revenu excepté les frais de personnel qui ont nécessité des calculs plus poussés afin de tenir compte de la délocalisation de la production vers une main d'œuvre moins chère. Grâce à ces projections, l'EBITDA atteint 7.16 milliards en 2030, soit une augmentation de 31.6% par rapport à 2023.

Ensuite, les D&A ont été soustraits à l'EBITDA afin de trouver l'EBIT. Le taux d'amortissement utilisé a été calculé en pourcentage des CAPEX et une moyenne géométrique des années précédentes a été appliquée afin d'estimer les taux futurs. Le projet de diversification au-delà du pneu devrait nécessiter de nombreux investissements, il est donc pertinent de faire évoluer les D&A en fonction des CAPEX. Grâce à cela, l'EBIT de Michelin atteindrait 4.67 milliards en 2030, soit une augmentation de 30,6% par rapport à 2023.

Enfin, j'ai soustrait les charges financières et le résultat exceptionnel afin de trouver l'EBT auquel j'ai soustrait les taxes afin d'obtenir le résultat net qui atteindra 2.85 milliards en 2030. Les charges financières ont été calculées en pourcentage de la dette totale et le résultat exceptionnel, quant à lui, en pourcentage du revenu. Vous trouverez les projections du P&L en annexe 5 de ce rapport.

7.1.3 Projection des cash flows

Afin de réaliser la projections des cash-flows de Michelin, différents types de cash flows doivent être calculés. Dans cette sections, nous calculons le cash-flow from operating activities, le cash-flow from investing activities ainsi que le cash-flow from financing activities.

Premièrement, Le cash-flow from operating activities est le flux de trésorerie que génère Michelin via ses activités principales. Afin de calculer celui-ci, j'ai démarré de l'EBITDA auquel j'ai additionné le changement en fond de roulement. A cela, j'ai ensuite ajouté la

variation dans les provisions et les taxes. Nous obtenons grâce à cela, un montant de 4.93 milliards en 2023 et atteindra selon les prévisions, 6.12 milliards en 2030.

Ensuite, Le cash-flow from investing représente les dépenses en capital que Michelin réalise. Dans le cas de l'entreprise, celui-ci représente 2.23 milliard en 2023 et évoluera selon les prévisions réalisés, jusqu'à 3.35 milliards en 2030.

Enfin, le cash-flow from financing représente les flux de trésorerie provenant des activités de financement de l'entreprise. Afin de calculer celui-ci, j'ai additionné le remboursement de la dette avec les charges financières et les dividendes. Après calculs, j'obtiens un montant de 2.26 milliards en 2023 et qui atteindra 830 millions en 2030. Les projections des Cash flows se trouvent en annexe 6 de ce rapport.

7.1.4 DCF

Pour calculer le Free cash-flow, j'ai commencé par les prévisions de l'EBITDA auxquels j'ai soustrait les taxes de l'EBIT à un taux de taxation de 24,4%. Cela m'a permis d'obtenir les flux de trésorerie opérationnels nets. Enfin, en additionnant les dépenses en capital et en soustrayant la variation positive du besoin en fonds de roulement, j'ai obtenu le Free cash-flow. Grâce à la méthode DCF, la valeur d'une entreprise est la valeur actualisée des cash flows futurs. Afin de réaliser cette actualisation, nous avons besoin du discount factor qui est le suivant :

$$(1 + WACC)^{discount\ period}$$

Une fois que les free cash flows futurs sont actualisés, nous avons la valeur actuelle des cash flows futurs et pouvons les additionner à la valeur terminale actualisée qui est calculée de la façon suivante :

$$TV = (FCF_{2030}) \times (1 + g) / (WACC - g)$$

La croissance à long terme (g) utilisée est l'objectif global d'inflation de la BCE (2%). Ce taux peut paraître relativement faible mais selon les prévisions de la BCE, l'inflation devrait redescendre jusqu'à 1,9% d'ici 2026. (Banque centrale Européenne, 2024)

Cette TV est ensuite actualisée de la même façon que les cash flows. L'addition de cette TV actualisée et des flux de trésorerie actualisés, nous donne la valeur d'entreprise à laquelle nous devons soustraire la dette nette, ce qui nous fournit enfin, l'equity value qui nous permettra de connaître le prix de l'action.

Figure 11 - DCF

€ en millions	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24 Forecast	FY25 Forecast	FC26 Forecast	FY27 Forecast	FY28 Forecast	FC29 Forecast	FY30 Forecast
Revenus	24135	20469	23795	28590	28343	28280	29390	30579	31859	33239	34733	36356
EBITDA (1)	4 763	3 631	4 700	5 262	5 438	5 598	5 745	5 919	6 213	6 530	6 823	7 161
Depreciation	1 754	1 753	1 734	1 866	1 866	2 035	2 025	2 078	2 186	2 305	2 386	2 496
EBIT	3 009	1 878	2 966	3 396	3 572	3 563	3 720	3 841	4 027	4 225	4 437	4 665
Taxes on EBIT (2)	(506)	(354)	(626)	(647)	(507)	(680)	(722)	(732)	(763)	(830)	(871)	(920)
Net Operating Cash Flow (1) + (2)	4 257	3 277	4 074	4 615	4 931	4 919	5 022	5 186	5 450	5 699	5 952	6 240
Capital expenditures	(1 801)	(1 221)	(1 705)	(2 141)	(2 236)	(2 283)	(2 415)	(2 563)	(2 727)	(2 911)	(3 118)	(3 351)
% of revenues	7,5%	6,0%	7,2%	7,5%	7,9%	8,1%	8,2%	8,4%	8,6%	8,8%	9,0%	9,2%
Increase in Working Capital	(99)	1 418	(101)	(1 929)	(278)	436	(352)	(84)	(322)	48	(179)	(169)
Free Cash Flow	2 357	3 474	2 268	545	2 417	3 072	2 255	2 540	2 401	2 836	2 655	2 721
Discount factor						<i>discounted period</i>						
						0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5
						0,95	0,87	0,79	0,72	0,66	0,60	0,54
Present Value of annual future FCF						2 931	1 960	2 009	1 729	1 860	1 585	1 479

7.1.5 Calcul du prix de l'action

Afin de trouver le prix d'action grâce à la méthode des flux de trésorerie actualisés, il suffit de diviser l'equity value trouvée précédemment par le nombre d'actions de Michelin, soit 714.958.226 actions. Ce qui nous donne un prix d'action de 41.32€, soit 10,74% de plus que le cours actuel de l'action à la date du 21 mai 2024.

A titre de comparaison, les objectifs moyens de cours des analystes de Boursorama et de Zonebourse sont respectivement de 34.91€ et 35.23€. La différence de prix entre ces objectifs et la valeur calculé dans ce rapport est principalement liée à l'incorporation de l'objectif de diversification au-delà du pneu. Dans l'analyse de sensibilité, nous calculerons le prix d'action si Michelin ne parvient pas à atteindre cet objectif.

7.2 Valorisation relative : Analyse des pairs

La valorisation par les pairs a pour objectif de compléter la valorisation par les discounted cash flows. Avec cette seconde méthode, nous devons faire l'hypothèse que les entreprises comparables sont cotées à leur juste valeur. Afin de réaliser cette valorisation par les

Figure 12 - Prix d'action via DCF

Present Value of future FCFs	13 553
growth Rate	2,00%
WACC	9,83%
Terminal value	35442,32
PV of terminal value	19268,02
Enterprise Value mai 2024	32 821
Net debt	3 281
Equity value mai 2024	29 540

Diluted Shares Outstanding (en millions)	714,95823
Implied Share Price in € (DCF)	41,32 €

current stock price	37,31 €
Implied upside	10,74%

comparables, j'ai décidé d'utiliser deux ratios et d'ensuite en faire une moyenne. Les deux ratios sont l'EV/EBITDA et l'EV/EBIT.

Le ratio EV/EBITDA est idéal lorsqu'on souhaite comparer des entreprises qui ont des leviers financiers différents. En effet, l'EBITDA donne un bénéfice avant intérêts et ne tient donc pas compte des intérêts payés par les emprunts. De plus, ce ratio permet de comparer des entreprises provenant de pays différents qui ont potentiellement des taux d'imposition, d'amortissements et de dépréciation différents. (Pinto et al., 2015)

7.2.1 Présentation des entreprises comparables

La recherche des comparables s'est réalisée avec le site Zonebourse. Les entreprises choisies pour l'analyse des comparables sont les suivantes :

- **Continental AG** : Entreprise allemande créée en 1871. Son activité principale est les pneumatiques, cette multinationale fabrique également des pièces automobiles et se consacre au recyclage de caoutchouc.
- **Bridgestone Corporation** : Entreprise japonaise fondée en 1931. Elle est l'un des plus grands fabricants de pneus au monde puisqu'elle détient 14% des parts de marché. L'entreprise fournit également des produits diversifiés dans une variété d'autres secteurs industriels.
- **Goodyear Tire & Rubber Company** : Entreprise américaine créée en 1898, elle est le troisième plus important acteur du secteur du pneumatique avec 8% de part de marché, juste derrière Michelin et Bridgestone.
- **Pirelli & C** : Entreprise italienne fondée en 1872. Elle est spécialisée dans la production de pneus. L'entreprise est reconnue pour ses pneus de haute performance destinés aux supercars et aux véhicules de sport.
- **Nokian Tyres** : Entreprise finlandaise créée en 1988. Elle est spécialisée dans la fabrication de pneus pour voitures, camions, bus et équipements lourds. L'entreprise est réputée pour ses pneus d'hiver de haute qualité.
- **The Yokohama Rubber CO** : Entreprise japonaise fondée en 1917 qui produit des pneus pour tous types de véhicules. L'entreprise se hisse à la septième position dans le secteur des pneumatiques. L'entreprise se diversifie au-delà du pneu en proposant des jantes en aluminium principalement pour le sport automobile.

7.2.2 Valorisation par les comparables

Afin de réaliser la valorisation par les comparables, j'ai utilisé les données disponibles les plus récentes, c'est-à-dire celles de 2023. En observant les ratios EV/EBITDA et EV/EBIT des 6 comparables, on constate qu'il y a de fortes différences entre les valeurs. On va donc utiliser la médiane qui permet de ne pas être impacté par les valeurs extrêmes.

Figure 13 - Comparables

EV/EBITDA				EV/EBIT			
€ en millions	FY21	FY22	FY23	€ en millions	FY21	FY22	FY23
Continental AG	5,51	3,96	4,17	Continental AG	11,90	8,05	7,80
Bridgestone Corporation	7,48	6,77	6,20	Bridgestone Corporation	12,45	11,10	9,91
Goodyear Tire & Rubber Company	6,25	4,72	6,25	Goodyear Tire & Rubber Compar	11,33	9,04	13,84
Pirelli & C	4,66	5,20	4,80	Pirelli & C	6,92	7,49	6,94
Nokian Tyres	10,60	7,54	7,58	Nokian Tyres	16,82	12,61	27,96
The Yokohama Rubber CO	3,30	4,16	7,18	The Yokohama Rubber CO	5,10	7,18	11,09
Percentile Low - 33,3%	4,92	4,33	5,23	Percentile Low - 33,3%	8,28	7,66	8,46
Median	5,88	4,96	6,23	Median	11,61	8,54	10,50
Percentile High - 66,6%	7,01	6,17	6,83	Percentile High - 66,6%	12,24	10,31	12,79
EBITDA	4 700	5 262	5 438	EBIT	2 966	3 396	3 572
Enterprise value - Low	23 140	22 803	28 462	Enterprise value - Low	24 572	26 020	30 203
Enterprise value - median	27 636	26 100	33 852	Enterprise value - median	34 448	29 013	37 495
Enterprise value - High	32 959	32 484	37 123	Enterprise value - High	36 312	35 029	45 694
Net debt	2 789	4 320	3 281	Net debt	2 789	4 320	3 281
Equity value - Low	20 351	18 483	25 181	Equity value - Low	21 783	21 700	26 922
median	24 847	21 780	30 571	median	31 659	24 693	34 214
Equity value - High	30 170	28 164	33 842	Equity value - High	33 523	30 709	42 413

En ce qui concerne le ratio EV/EBITDA médian des comparables pour l'année 2023, on trouve 6.23 et en appliquant le même raisonnement pour le ratio EV/EBIT, on obtient une valeur de 10.50. Afin de déterminer la valeur d'entreprise, nous devons multiplier respectivement les ratios avec l'EBITDA et l'EBIT de Michelin. Une fois cette étape réalisée, nous obtenons deux valeurs d'entreprises. Avec l'EBITDA, nous obtenons, pour 2023, une EV médiane de 33.85 milliards d'euros contre 37.49 milliards avec l'EBIT. La prochaine étape consiste à retirer la dette nette à la valeur d'entreprise afin d'avoir la valeur des fonds propres. Cela nous donne respectivement 30.57 milliards d'euros et 34.21 milliards. Enfin, la dernière étape consiste à diviser la valeur moyenne des fonds propres trouvée par le nombre d'actions en circulation, soit 714.958.226 actions. En faisant cela, nous obtenons un prix d'action de 45.31€, ce qui est 21.43% de plus que le cours actuel de l'action qui est à 37.31€.

7.3 Résultat de la valorisation de l'entreprise

Afin de déterminer le prix cible final issu de la combinaison des deux méthodes de valorisation, j'ai décidé d'attribuer subjectivement un poids de 20% à la valorisation par les comparables et un poids de 80% à la valorisation par flux de trésorerie. La raison principale est qu'il n'existe peu voire pas d'entreprises comparables à Michelin. De plus, l'hypothèse que les entreprises comparables sont cotées à leur juste valeur est trop forte que pour donner plus de poids à cette méthode de valorisation. Nous obtenons finalement un prix d'action de 42.12€, soit 12.88% de plus que le cours actuel de l'action.

8. Analyse du prix

8.1 Analyse de sensibilité

Lors de la valorisation de l'entreprise par la méthode DCF, le WACC et la croissance à long terme ont dû être déterminés et certains choix de valeurs subjectifs ont dû être fait. Une faible variation de ces éléments peut influencer la valeur finale du prix de l'action. Un tableau de sensibilité a donc été réalisé afin d'observer l'impact de la variation du WACC et de la croissance à long terme. Ces valeurs évoluent dans le tableau par variations de 0,2%. Dans cette analyse, le WACC est donc compris entre 9.03% et 10.63 % et la croissance à long terme entre 1.20% et 2.80%.

Figure 14 - Analyse de sensibilité : WACC & LT growth

Analyse de sensibilité										
		WACC								
		9,03%	9,23%	9,43%	9,63%	9,83%	10,03%	10,23%	10,43%	10,63%
Taux de croissance à long terme	41,32 €									
	1,20%	41,11	40,44	39,81	39,20	38,63	38,08	37,55	37,05	36,57
	1,40%	41,86	41,16	40,49	39,86	39,25	38,68	38,12	37,60	37,09
	1,60%	42,66	41,92	41,21	40,54	39,91	39,30	38,72	38,17	37,64
	1,80%	43,50	42,71	41,97	41,26	40,59	39,96	39,35	38,77	38,22
	2,00%	44,38	43,55	42,77	42,02	41,32	40,65	40,01	39,40	38,82
	2,20%	45,32	44,44	43,61	42,82	42,08	41,37	40,70	40,06	39,45
	2,40%	46,32	45,38	44,50	43,67	42,88	42,13	41,42	40,75	40,11
	2,60%	47,38	46,38	45,44	44,56	43,73	42,94	42,19	41,48	40,80
	2,80%	48,50	47,44	46,44	45,51	44,62	43,78	42,99	42,24	41,53

Une seconde analyse de sensibilité a été réalisée sur le modèle de valorisation par les comparables. Dans cette analyse, nous faisons varier le ratio EV/EBITDA et EV/EBITDA médian des comparables. En les faisant varier par paliers de 0,3, le prix d'action fournit par la méthode des comparables atteint 39.66€ au plus bas et 51.00€ au plus haut. En toute logique, cette analyse de sensibilité doit être interprétée en analysant la diagonale descendante.

Figure 15 - Analyse de sensibilité comparables

		EV/EBIT des comparables							
		9,6	9,9	10,2	10,5	10,8	11,1	11,4	
EV/EBITDA des comparables	45,31 €								
	5,33	39,66	40,41	41,16	41,91	42,66	43,41	44,16	
	5,63	40,80	41,55	42,30	43,05	43,80	44,55	45,30	
	5,93	41,94	42,69	43,44	44,19	44,94	45,69	46,44	
	6,23	43,08	43,83	44,58	45,33	46,08	46,83	47,58	
	6,53	44,23	44,98	45,72	46,47	47,22	47,97	48,72	
	6,83	45,37	46,12	46,87	47,62	48,36	49,11	49,86	
	7,13	46,51	47,26	48,01	48,76	49,51	50,25	51,00	

La valorisation de Michelin réalisée dans ce rapport a nécessité d'émettre certaines hypothèses basées sur des informations trouvés lors de l'analyse stratégique. Ces hypothèses concernent des informations tant sur le plan concurrentiel que sur le plan stratégique. Dans cette section, nous allons également analyser la sensibilité du prix de l'action à des changements dans les hypothèses que nous avons émises. Pour rappel, le prix d'action trouvé via le scénario central était de 42.12€.

Le scénario central suppose que Michelin ne parviendra pas à acquérir 5% de parts de marché supplémentaire comme l'espère le groupe. Dans le cas où cette hypothèse est amenée à changer et que Michelin parvient effectivement à acquérir 5% de part de marché supplémentaire, le prix de l'action évoluerait à 48.45€ contre 42.12€ dans le scénario central.

L'entreprise espère également que d'ici 2030, 20 à 30% des ventes du groupe soient réalisées au-delà du pneu. Le scénario central fait l'hypothèse que le groupe atteindra cet objectif mais dans le cas contraire où cela ne se produirait pas, cela aura un impact sur le prix final de l'action. Si Michelin n'atteint pas cet objectif et que les ventes au-delà du pneu ne représentent que 10% des ventes, le prix d'action final passerait à 34.06 €, soit 19.30% de moins que le prix d'action dans le scénario central et 8.70% de moins que le cours actuel de l'action.

Dans le cas où les deux hypothèses précédentes surviennent en même temps, c'est-à-dire si Michelin parvient à acquérir 5% de part de marché supplémentaire mais ne parvient pas à réaliser sa diversification au-delà du pneu, alors dans ce cas-là, le prix de l'action passerait à 40.08 €, soit 5.06% de moins que le prix d'action dans le scénario central.

9. Conclusion

Grâce à ce mémoire, j'ai pu faire une recommandation d'achat sur l'action de Michelin, cotée sur Euronext et membre de l'indice du CAC40. Afin de réaliser cette analyse, je me suis basé sur la littérature qui retrace les 5 étapes majeures à suivre afin de réaliser la valorisation (compréhension, prévisions, modèles d'évaluations, évaluation et conclusion).

Dans un premier temps, j'ai réalisé la description de l'entreprise qui a permis d'observer le positionnement de Michelin sur le secteur du pneumatique, son histoire, la stratégie que l'entreprise applique, ainsi que la provenance de ses revenus.

Ensuite, l'analyse stratégique de Michelin a permis d'analyser le secteur dans lequel Michelin opère ainsi que de réaliser une analyse SWOT qui résume les forces, faiblesses, opportunités de l'entreprise. Dans cette analyse stratégique, nous avons également réalisé une analyse ESG qui est un élément de plus en plus important aux yeux des investisseurs.

Ensuite, grâce à l'analyse financière, nous avons pu observer les tendances de l'entreprise et réaliser par la suite des projections en considérant de part et d'autre, l'analyse financière et l'analyse stratégique et concurrentielle. Ces projections ont pris en compte de nombreux éléments tels que l'impact sur les revenus qu'implique l'arrivée des pneus asiatiques, l'impact de la diversification de Michelin au-delà du pneu, l'impact de la délocalisation de la main d'œuvre,... Ce mémoire est basé sur de nombreuses hypothèses qui ont tenté de refléter le plus possible la réalité et les tendances futures.

De plus, en se basant sur les données disponibles publiquement, nous avons pu choisir des entreprises comparables afin d'estimer à la fois le WACC de Michelin mais également de réaliser le modèle de valorisation par les comparables.

Afin de réaliser la valorisation de Michelin, nous avons utilisé deux méthodes de valorisation. La première est la méthode de valorisation par les flux de trésorerie actualisés. Celle-ci est basée sur un taux de croissance long terme de 2% et sur un WACC de 9,83%. Ce modèle nous amène à un prix final de 41.32€.

La seconde méthode basée sur les comparables nous donne un prix d'action calculé de 45.31€. Vu qu'il n'existe peu voire pas d'entreprises comparables à Michelin et que l'hypothèse que les entreprises comparables sont cotées à leur juste valeur est trop forte que pour donner plus de poids à cette méthode de valorisation, un poids plus important a été donné au modèle de valorisation par les flux de trésorerie actualisés.

Dès lors, la combinaison de ces deux méthodes a permis de déterminer un prix d'action de 42.12€, soit une augmentation de 12.88% en comparaison avec cours actuel de l'action à la date du 21 mai 2024.

Cependant, il est important de garder à l'esprit que ce prix repose sur une série d'hypothèses qui peuvent varier au cours du temps et que l'analyse financière n'est pas une science exacte.

De ce fait, une analyse de scénarios a été réalisée. Celle-ci permet de faire varier les hypothèses du scénario central. En considérant que malgré l'arrivée des pneus asiatique, Michelin parvient à acquérir ses 5% de part de marché supplémentaire, le prix de l'action pourrait être réévalué à 48.45€, contre 42.12€ dans le scénario central. Cependant, dans le cas où Michelin ne parvient pas à atteindre son objectif de diversification au-delà du pneu, le prix de l'action passerait désormais à 34.06€. Enfin, dans le cas où ces deux hypothèses surviennent en même temps, le prix d'action serait de 40.08 €.

Finalement, ce mémoire comporte un certain nombre de limites qu'il est important de garder à l'esprit. La première limite à considérer est qu'il y a peu d'informations disponibles sur la diversification de Michelin au-delà du pneu. Selon le relation investor de Michelin que j'ai contacté, une catégorie de revenus supplémentaire sera créée une fois que cela représentera plus de 10% des ventes. Sachant qu'actuellement, Michelin a incorporé cette diversification dans la catégorie de revenus liée aux pneus spécialisés, les prévisions peuvent être biaisées par cette intégration. De ce fait, toute information qui n'aurait pas été prise en compte dans cette valorisation aura probablement un certain impact sur le prix calculé.

Annexe 4 – Calcul du WACC

Levered Beta	
Unlevered Beta of the company	0,74
Target gearing	0,55
Levered Beta	1,04

Calculation of the WACC	
Cost of Equity	
Risk-free rate	2,54%
Beta	1,04
Market Risk Premium	8,64%
Cost of Equity	11,56%

pre tax Cost of Debt	
Risk-free rate	2,54%
Credit Spread	0,67%
Pre-tax Cost of Debt	3,21%

Post-Tax WACC	
Tax Rate	24,4%
WACC	9,83%

Annexe 5– Projections du P&L

€ en millions	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24 Forecast	FY25 Forecast	FC26 Forecast	FY27 Forecast	FY28 Forecast	FC29 Forecast	FY30 Forecast
Revenues	24 135	20 469	23 795	28 590	28 343	28 280	29 390	30 579	31 859	33 239	34 733	36 356
<i>Automobile et distribution associée</i>	11 851	10 103	11 998	14 138	14 339	14 161	14 629	15 112	15 612	16 129	16 664	17 217
<i>Transport routier et distribution associée</i>	6 448	5 373	6 233	7 462	6 975	6 888	7 020	7 154	7 290	7 429	7 571	7 716
<i>Activités de spécialités et distribution associée</i>	5 836	4 993	5 564	6 990	7 029	7 230	7 741	8 313	8 956	9 680	10 498	11 424
Coût des ventes	(17 053)	(14 754)	(16 810)	(21 052)	(20 395)	(20 350)	(21 132)	(22 017)	(22 913)	(23 882)	(24 933)	(26 078)
Gross margin	7 082	5 715	6 985	7 538	7 948	7 930	8 258	8 562	8 945	9 357	9 800	10 278
en %	29%	28%	29%	26%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Frais commerciaux	(1 380)	(1 197)	(1 133)	(1 174)	(1 210)	(1 207)	(1 255)	(1 305)	(1 360)	(1 419)	(1 483)	(1 552)
Frais de recherche et développement	(687)	(646)	(682)	(698)	(756)	(754)	(784)	(816)	(850)	(887)	(926)	(970)
Frais administratifs et généraux	(1 987)	(1 867)	(2 137)	(2 244)	(2 336)	(2 331)	(2 422)	(2 520)	(2 626)	(2 739)	(2 863)	(2 996)
Autres produits et charges des secteurs	(19)	(127)	(67)	(26)	(74)	(74)	(77)	(80)	(83)	(87)	(91)	(95)
EBITDA	4 763	3 631	4 700	5 262	5 438	5 598	5 745	5 919	6 213	6 530	6 823	7 161
D&A	1 754	1 753	1 734	1 866	1 866	2 035	2 025	2 078	2 186	2 305	2 386	2 496
EBIT	3 009	1 878	2 966	3 396	3 572	3 563	3 720	3 841	4 027	4 225	4 437	4 665
Financial charges	(455)	(424)	(306)	(365)	(162)	(287)	(266)	(271)	(280)	(279)	(312)	(321)
Exceptional result	(318)	(475)	(189)	(375)	(920)	(490)	(493)	(570)	(618)	(543)	(556)	(572)
EBT	2 236	979	2 471	2 656	2 490	2 787	2 961	3 001	3 129	3 403	3 569	3 772
Income taxes	(506)	(354)	(626)	(647)	(507)	(680)	(722)	(732)	(763)	(830)	(871)	(920)
Net result	1 730	625	1 845	2 009	1 983	2 107	2 238	2 269	2 365	2 572	2 698	2 852
Revenue growth		-15,19%	16,25%	20,15%	-0,86%	-0,22%	3,93%	4,05%	4,18%	4,33%	4,50%	4,67%
EBITDA margin	19,73%	17,74%	19,75%	18,41%	19,19%	19,80%	19,55%	19,35%	19,50%	19,64%	19,64%	19,70%
EBIT margin	12,47%	9,17%	12,46%	11,88%	12,60%	12,60%	12,66%	12,56%	12,64%	12,71%	12,77%	12,83%
Net profit margin	7,17%	3,05%	7,75%	7,03%	7,00%	7,45%	7,62%	7,42%	7,42%	7,74%	7,77%	7,84%

Annexe 6 – Projections des Cash Flows

€ en millions	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24 Forecast	FY25 Forecast	FC26 Forecast	FY27 Forecast	FY28 Forecast	FC29 Forecast	FY30 Forecast
EBITDA	4 763	3 631	4 700	5 262	5 438	5 598	5 745	5 919	6 213	6 530	6 823	7 161
Change in NWC	-99	1 418	(101)	(1 929)	(278)	436	(352)	(84)	(322)	48	(179)	(169)
<i>Change in inventory</i>		(735)	1 156	1 203	(871)	303	252	323	182	201	366	331
<i>Change in trade receivables</i>		(514)	558	629	(355)	259	155	158	150	175	264	227
<i>Change in other assets</i>		(126)	109	277	30	(66)	59	55	71	63	58	77
<i>Change in trade payables</i>		(369)	1 059	224	(586)	424	181	195	33	158	284	212
<i>Change in other liabilities</i>		412	663	(44)	(888)	509	(65)	258	48	329	225	254
Change in provision		(247)	97	58	281	(156)	13	43	48	75	17	49
Taxes	(506)	(354)	(626)	(647)	(507)	(680)	(722)	(732)	(763)	(830)	(871)	(920)
Operational cash flows (CFO)		4 448	4 070	2 744	4 934	5 199	4 684	5 145	5 175	5 822	5 790	6 121
Capex	(1 801)	(1 221)	(1 705)	(2 141)	(2 236)	(2 283)	(2 415)	(2 563)	(2 727)	(2 911)	(3 118)	(3 351)
Investing cash flows (CFI)		(1 221)	(1 705)	(2 141)	(2 236)	(2 283)	(2 415)	(2 563)	(2 727)	(2 911)	(3 118)	(3 351)
Capital repayment	(870)	1 657	(736)	(548)	(1 212)	392	17	386	231	347	325	380
Financial charge	(455)	(424)	(306)	(365)	(162)	(287)	(266)	(271)	(280)	(279)	(312)	(321)
Capital increase (decrease)	(137)	(44)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividends	(665)	(357)	(410)	(803)	(886)	(666)	(671)	(737)	(821)	(842)	(844)	(889)
Financing cash flows (CFE)		832	(1 452)	(1 716)	(2 260)	(561)	(920)	(622)	(870)	(775)	(831)	(830)

11. Bibliographie

- ABC Bourse. (2024). *Analyse financière*. En ligne : https://www.abcbourse.com/apprendre/12_lecon_af_1_partie1.html. Consulté le 15 janvier 2024
- Analytics, I. (s. d.). *Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA : Beta (ML | FRA | Tires) - Infront Analytics*. En ligne : <https://www.infrontanalytics.com/fe-FR/00439EF/Compagnie-Generale-des-Etablissements-Michelin-SCA/Beta>. Consulté le 21 mai 2024
- Antin, Enviro & Michelin. (2023). Communiqué de presse : *Scandinavian Enviro Systems and Antin Infrastructure Partners to create the world's first large-scale tire recycling group, supported by Michelin*. En ligne : <https://agngnconpm.cloudimg.io/v7/https://dgaddcosprod.blob.core.windows.net/corporate-production/attachments/clktdc0t809fw2fhhdvvehsi1-20230328-pr-antin-enviro-michelin-en.pdf>. Consulté le 19 avril 2024
- Axylia. (s. d.). *Score carbone*. En ligne : <https://www.scorecarbone.fr/>. Consulté le 21 mai 2024
- Banque Centrale Européenne. (2024, 7 mars). *Projections macroéconomiques*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/index.fr.html#:~:text=L'inflation%20devrait%20ralentir%20au,1%2C9%20%25%20en%202026>. Consulté le 28 avril 2024
- Bloomberg. (2024). Consulté durant mes recherches pour diverses informations. <https://www.bloomberg.com/europe>
- Boursorama. (2024). Consulté durant mes recherches pour diverses informations. En ligne : <https://www.boursorama.com>
- Bregou, C. (2024, 6 février). *Étude sur la rémunération des dirigeants du CAC40*. PEOPLE BASE CBM. En ligne : <https://www.people-base-cbm.com/dirigeants/etude-sur-la->

[remuneration-des-dirigeants-du-cac40/#:~:text=L%27%C3%A9tude%20men%C3%A9e%20par%20People,environ%20100%20000%20%E2%82%AC%20mensuels](#). Consulté le 19 avril 2024

Businesscoot. (2023). *Le marché du pneu en France*. Businesscoot. En ligne : <https://www.businesscoot.com/fr/etude/le-marche-du-pneu-france/#:~:text=Le%20marché%20mondial%20du%20pneu,de%2031%20millions%20en%202022> . Consulté le 24 janvier 2024

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (Third edition). New Jersey : John Wiley & Sons.

Destret, L. (2023, 16 mars). Étude de la stratégie climat du groupe Michelin : focus sur la comptabilité carbone et la neutralisation des émissions de CO₂ à long terme. Sciences du Vivant [q-bio]. 2022. dumas-04031985. En ligne : <https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-04031985v1/file/2022clermont007.pdf> Consulté le 28 avril 2024

Direction Générale Du Trésor. (2024, 5 janvier). *Economie de la Pologne - POLOGNE* |

Direction générale du Trésor. En ligne :

[https://www.tresor.economie.gouv.fr/Pays/PL/situation-economique-et-financiere-de-la-pologne-a-l-automne-2021/#:~:text=Le%20co%C3%BBt%20horaire%20moyen%20de,UE%20%3A%206%2C2%25\).&text=La%20Pologne%20est%20parmi%20les,%C3%A0%20la%20pand%C3%A9mie%20de%20covid19](https://www.tresor.economie.gouv.fr/Pays/PL/situation-economique-et-financiere-de-la-pologne-a-l-automne-2021/#:~:text=Le%20co%C3%BBt%20horaire%20moyen%20de,UE%20%3A%206%2C2%25).&text=La%20Pologne%20est%20parmi%20les,%C3%A0%20la%20pand%C3%A9mie%20de%20covid19). Consulté le 19 avril 2024

Duquesne, O. (2023, 27 juin). *Taxe carbone sur le carburant à la pompe en 2027*. Moniteur

Automobile. En ligne : [https://www.moniteurautomobile.be/actu-auto/budget/taxe-](https://www.moniteurautomobile.be/actu-auto/budget/taxe-carbone-sur-le-carburant-a-la-pompe-en-2027.html#:~:text=Une%20nouvelle%20taxe%20%C3%A0%20la,des%20carburants%20%C3%A0%20la%20pompe)

[carbone-sur-le-carburant-a-la-pompe-en-2027.html#:~:text=Une%20nouvelle%20taxe%20%C3%A0%20la,des%20carburants%20%C3%A0%20la%20pompe](https://www.moniteurautomobile.be/actu-auto/budget/taxe-carbone-sur-le-carburant-a-la-pompe-en-2027.html#:~:text=Une%20nouvelle%20taxe%20%C3%A0%20la,des%20carburants%20%C3%A0%20la%20pompe). Consulté le 21 mai 2024

Etudes & Analyses. (2021). *Exemple de SWOT d'une entreprise industrielle – Michelin*. En ligne : <https://www.etudes-et-analyses.com/blog/decryptage-economique/exemple-swot-une-entreprise-industrielle-michelin-09-03-2021.html> Consulté le 14 janvier 2024

- Gabriot, B. (2024). *Tout sur la CSDR : les obligations de reporting extra-financier*. Sami. En ligne : <https://www.sami.eco/blog/fiche-csrd>. Consulté le 24 janvier 2024
- Graf, V., Pérennès, S., Rouquette, L. (2021). ADEME, Pneumatiques données 2021. En ligne : <https://librairie.ademe.fr>. Consulté le 22 janvier 2024
- IMARC. (n.d.). Tire Market Size, Share, Trends and Forecast 2024-2032. En ligne : <https://www.imarcgroup.com/tyre-manufacturing-plant>, Consulté le 22 janvier 2024
- Investir. (2021, 6 avril). *Composition | Indices | CAC 40 ESG | CESGP | Toutes les valeurs de l'indice | FR0014002B31 | Euronext - Indices Paris, Amsterdam, Bruxelles et Oslo | Les Échos Bourse*. En ligne : <https://investir.lesechos.fr/cours/indices/cac-40-esg-cesgp-fr0014002b31-xpar/composition>. Consulté le 19 avril 2024
- Jobted. (s. d.) *Analyste financier (Fiche métier) - Tâches, compétences, formation*. En ligne : <https://fr.jobted.com/fiche-m%C3%A9tier/analyste-financier>. Consulté le 2 mai 2024
- La tribune. (2023, 28 novembre). Michelin réduit la voilure en Allemagne : deux usines de pneus vont fermer et plus de 1.500 emplois seront supprimés. *La tribune*. En ligne : <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/industrie/automobile/michelin-reduit-la-voilure-en-allemande-deux-usines-de-pneus-vont-fermer-et-plus-de-1-500-emplois-seront-supprimees-984386.html#:~:text=Le%20groupe%20fran%C3%A7ais%20Michelin%20a,production%20croissants%20»%20dans%20le%20pays>. (consulté le 13 janvier 2024)
- Le Bolzer, J. (2017, 7 avril). RSE : les 3 piliers de Michelin. *LesEchos*. En ligne : <https://www.lesechos.fr/idees-debats/leadership-management/rse-les-3-piliers-de-michelin-1246321#:~:text=à%206%3A32-.Michelin%20figure%20dans%20le%20top%203%20des%20entreprises%20ayant%20la,le%20business%20model%20du%20groupe>. Consulté le 15 janvier 2024
- Livingeconomyadvisors. (S. D.). *Valeur marchande de la dette - Apprenez à calculer la valeur marchande de la dette*. (s. d.). En ligne : <https://fr.livingeconomyadvisors.com/567-what-is-market-value-of-debt>. Consulté le 21 mai 2024
- LPE research. (2020). Stock Reputation. *Measurement methodology*

- Michelin. (2019). Rapport annuel 2019. En ligne : [MICH GDC 2019 global-FR-FINAL.pdf](#)
Consulté durant toute la durée de mon mémoire
- Michelin. (2020). Rapport annuel 2020. En ligne : [Michelin 2020 Guide des Comptes FR MEL OPT \(1\).pdf](#) Consulté durant toute la durée de mon mémoire
- Michelin. (2021). Rapport annuel 2021. En ligne : [20220214 Michelin PPT Resultats-annuels-1.pdf](#) Consulté durant toute la durée de mon mémoire
- Michelin. (2022). Rapport annuel 2022. En ligne : [Michelin GDC 2022 FR MEL V2-4.pdf](#)
Consulté durant toute la durée de mon mémoire
- Michelin. (2023). Rapport annuel 2023. En ligne : [20240212 CGEM Resultats 2023 FR.pdf](#)
Consulté durant toute la durée de mon mémoire
- Perrin, E. (2023, 19 novembre). Tout savoir sur les critères ESG. *Agicap*. En ligne : <https://agicap.com/fr/article/criteres-esg/#:~:text=Une%20analyse%20ESG%20est%20un%20processus%20d%27évaluation%20qui,gestion%20des%20déchets%20et%20la%20conservation%20des%20ressources>. Consulté le 15 janvier 2024
- Pimido. (2010). *La stratégie du groupe Michelin*. En ligne : <https://www.pimido.com/business-comptabilite-gestion-management/strategie/fiche/strategie-groupe-michelin-403705.html>. Consulté le 14 janvier 2024
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Wilcox, S. E. (2015). *Equity Asset Valuation*. (second edition). New Jersey: Wiley.
- Yahoo! Finance. (2024). Consulté durant mes recherches pour diverses informations. En ligne : <https://finance.yahoo.com/>
- Zonebourse. (2024). Consulté durant mes recherches pour diverses informations. En ligne : <https://www.zonebourse.com>

