



FRANCE

AUTOMOBILE

Bloomberg code: ML FP
Capi boursière (EURM) 12 212
Cours (EUR) 66.9
Vol (EURm/jour) 50

Dette fin. Nette (EURm)
Obligations 2 135
Prêts bancaires LT 279
Dette CT 883
Trésorerie 1 858

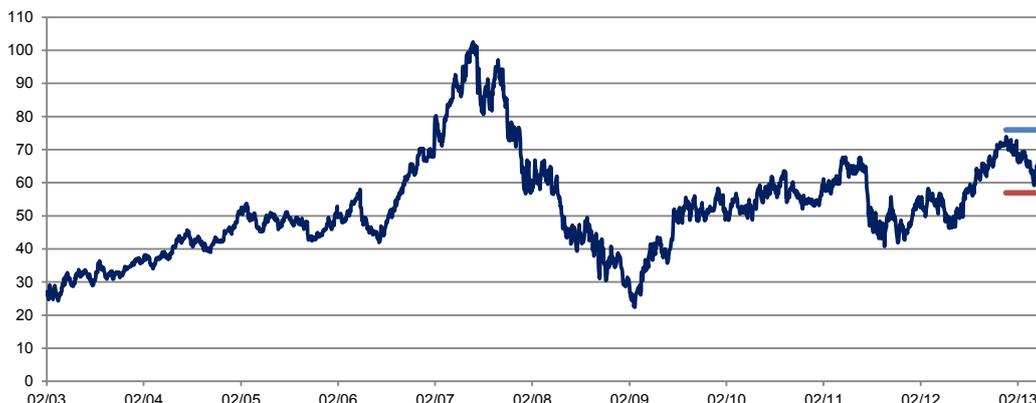
Autres Passif (EURm)
dont Retraites 4 679

Actions (m)

Ordinaires 183
Préférencielles
Diluées 194

Agenda

Bénéfices 25/07/13
Dividendes 24/05/13
AGO 17/05/13



Pourquoi s'y intéresser ?

Profil type ?

Si les perspectives de marché sont incertaines à court terme, la pérennité des franchises de Michelin semble largement assurée à long terme et la valorisation du groupe est attractive, rendant le cas d'investissement intéressant. Michelin partage plusieurs des caractéristiques recherchées dans le cadre de nos screenings Intrinsic Value. Premièrement, le groupe présente un bon track record et ce malgré la volatilité de ses marchés et du coût de ses facteurs. Deuxièmement, la problématique à laquelle il fait face est appréhendable avec une activité principalement impactée par des problèmes conjoncturels et non structurels. Le groupe bénéficie aussi d'une certaine récurrence de ses revenus. Si l'activité OEM (~20% du CA) est très cyclique, celle de Remplacement (~80% du CA) est très régulière. Troisièmement, le potentiel d'amélioration de la rentabilité et de la rentabilité semble non négligeable, notamment au travers de la rationalisation continue de son outil industriel. Quatrièmement, le potentiel de revalorisation nous semble fort au fur et à mesure que les premiers signes de stabilisation de la conjoncture apparaîtront. Le groupe affiche actuellement une décote de 20-30% sur ses multiples moyens de la période 2004-2012 : EV/EBIT de 7.4x, contre 10.4x en moyenne et P/E de 8.2x contre 10.4x en moyenne. Au final, sur la base d'un ROP normalisé de ~2.2 MM€, soit une MOP de 9.9% (8.4% en moyenne sur la période 2004-2012), nous estimons la valeur intrinsèque de Michelin à 76 € par action, soit un point d'entrée de 57 € après prise en compte d'une marge de sécurité de 25%. Le titre capitaliserait alors ~9.7x notre estimation de BNPA « normalisé » (7.8 €). Enfin, notons que les hypothèses de rentabilité soutenable que nous utilisons s'établissent bien en deçà de l'objectif de la société qui vise un ROP de 2.9 MM€ en 2015 sur la base d'une croissance volumique stable en 2013 et en hausse de ~4/5% en 2014 et 2015, hypothèses de travail qui nous semblent un peu ambitieuses dans la conjoncture actuelle.

Détails de notre valeur intrinsèque

Valeur intrinsèque de 76 € / Point d'entrée de 57 €€

Valeur d'entreprise retraitée : L'estimation de la Valeur Intrinsèque de Michelin nécessite peu d'ajustements. Nous avons retraité la Valeur d'Entreprise des engagements de retraite, des impôts différés, de diverses provisions, de différents actifs-passifs « non-opérationnels ».

Multiples de valorisation : Nous avons valorisé Michelin par rapport à un groupe de 11 pneumaticiens cotés, soit 1.0x le CA, 6.2x l'EBITDA, 8.9x l'EBIT et 9.8x le BNPA. Les multiples utilisés sont décotés de ~25% sur ceux de la période 2004-2012 : 0.9x le CA, 6.2x l'EBITDA, 10.4x l'EBIT et 10.7x le BNPA. Michelin capitalise actuellement 8.2/7.5x ses BNPA attendus pour 2013 et 2014.

Résultats et cash flows retraités : La MOP normative ressort selon nos calculs à ~9.9% contre 11.4% pour 2013E. Les divisions Tourisme Camionnette et Poids Lourd sont selon nous proches de leurs niveaux de profitabilité normative (9.5/7.0%) alors que les activités de spécialités sont largement au-dessus (25% contre 17%).

Marge de sécurité : 25%, en ligne avec ce que nous retenons usuellement.

Value drivers et catalyseurs

Amélioration attendue de l'efficacité opérationnelle

Leviers opérationnels : Hausse des volumes ; Amélioration de l'efficacité opérationnelle : Plan de compétitivité 2016 (1 MM€ d'économies sur l'OPEX – « Michelin Manufacturing Way », « Efficience », « Design to cost ») ; Amélioration du pilotage de l'entreprise (nouveau système d'information standard et transverse) ; Redressement de la profitabilité dans le Poids Lourd ; Couple Prix-Matières premières.

Catalyseurs : Génération de FCF ; Activité : ~80% de l'activité pneumatique Tourisme Camionnette et Poids Lourd concerne des ventes de remplacement. Ces dernières sont liées à de nombreux paramètres, notamment l'évolution du parc automobile et le niveau général de la demande finale en pneumatiques, les kilomètres parcourus, la vitesse moyenne des véhicules, le prix des carburants, la politique de stockage des distributeurs mais également la météorologie. L'activité de première monte, soit ~20%, dépend quant à elle, de la performance des marchés automobiles dans les zones de commercialisation et des programmes de production des constructeurs. L'évolution des normes réglementaires et des programmes gouvernementaux de soutien au secteur automobile joue aussi un rôle important. Les marchés des pneumatiques de Spécialités, quant à eux, dépendent principalement du cours des matières premières minières, pétrolières et agricoles.

Risques : Volatilité du marché OEM ; Concentration des clients en OEM ; Volatilité des matières premières ; Forte concentration de la production mondiale de caoutchouc ; Concurrence asiatique ; Outil industriel très européen (risque de change transactionnel) ; Pouvoir d'achat ; Risques réglementaires ; Risques environnementaux.

Calendrier : Résultats semestriels le 25 juillet 2013.

Florent Couvreur
+33 1 45 96 77 60
florent.couvreur@cmccs.com

Alexandre Gérard
+33 1 45 96 79 61
alexandre.gerard@cmccs.com

Veillez vous référer aux informations légales relatives à ce document sur notre site internet : <http://www.cmccs.com>

Cas d'investissement détaillé

Le cas d'investissement de Michelin est organisé autour de 9 principaux sujets résumés ci-dessous. Cette étude est ensuite organisée autour de 5 thèmes: 1/ L'appréciation de la pérennité des franchises ; 2/ L'évaluation d'un résultat soutenable ; 3/ La normalisation de la situation bilanciale ; 4/ La détermination de multiples de valorisation pertinents ; 5/ L'estimation de la valeur intrinsèque et du point d'entrée.

Marché. ~75 % du marché Tourisme Camionnette et Poids Lourd concerne des ventes de remplacement. La demande finale est notamment liée à l'évolution du parc auto, aux kms parcourus, à la vitesse moyenne des véhicules, au prix des carburants, à la politique de stockage des distributeurs, à la météo. L'activité OEM (~ 25 % du marché) dépend, quant à elle, des programmes des constructeurs, du pouvoir d'achat des consommateurs, des normes réglementaires et des programmes gouvernementaux de soutien au secteur auto. Enfin, les marchés des pneus de Spécialités dépendent du cours des matières premières minières, pétrolières et agricoles. Au global, le marché est estimé en croissance à MT de ~1-2% p.a. dans les pays matures et ~5-10% dans les nouvelles économies, soit une croissance « normative » pour Michelin de ~3-4% p.a. Dans les pays matures, la croissance la plus forte repose sur les pneus d'hiver, les pneus pour grosses cylindrées et SUV. L'introduction de seuils de performances assortis d'un étiquetage normalisé, progressivement rendus obligatoires, devrait bénéficier aux pneus à basse résistance au roulement dont Michelin est la référence. Enfin, on notera la hausse structurelle des ventes de pneus par internet et la hausse récente des ventes de pneus d'occasion, phénomène plus ponctuel et principalement lié à la crise économique. Dans les pays émergents, la croissance est forte sur tous les segments.

Pricing power. Compte tenu de la croissance volumique très faible des marchés « occidentaux », la question de la pérennité du « pricing power » de Michelin est primordiale. Rappelons que la croissance de l'activité du groupe sur la période 2004-2012 (+43%) est intégralement due à un effet prix-mix (+54%), alors que les volumes étaient même légèrement en baisse (-1.8%). La hausse des prix traduit la hausse du coût des facteurs mais aussi l'évolution du marché vers des pneus toujours plus larges, plus techniques, etc. Rappelons enfin que les principaux acteurs de l'industrie ont fait historiquement preuve d'une excellente discipline tarifaire pour répercuter concomitamment la hausse du coût des facteurs. A l'avenir, Michelin ne devrait pas chercher à relever délibérément ses prix sachant que toute hausse donne un peu plus d'oxygène aux concurrents « low-cost ».

OPEX. Malgré une conjoncture difficile, les principaux indicateurs de performance de Michelin sont ressortis en 2012 dans le haut de leur fourchette historique (MOP de 11.3%). Ils se situaient néanmoins plutôt dans le bas du secteur (25.7% pour Nokian Tyres ; 15.8% pour Continental ; 12.9% pour Pirelli ; 9.4% pour Bridgestone). Michelin vise ~1 MM€ d'économies d'ici 2016, hors inflation et en tenant compte des coûts évités (~4% de la base d'OPEX), soit un ROP de 2.9 MM€ contre 2.4 MM€ en 2012. Le programme « Michelin Manufacturing Way » vise à amplifier les « best practices » dans les usines et à faire baisser les frais industriels et de transport de 110 M€ p.a. Le programme « Efficience » vise à améliorer les fonctions support et réduire les frais généraux de ~50 M€ p.a.. Enfin, le programme « Design to cost » vise à faire baisser de ~30 M€ p.a. les coûts de matières premières grâce à l'optimisation des matériaux et l'allègement des pneumatiques. Michelin souhaite aussi se doter de nouveaux systèmes IT visant à améliorer la *supply chain*. Michelin vise une baisse des stocks de ~250 M€ d'ici 2017.

CAPEX. Michelin est présent dans 18 pays avec 69 sites (Europe : 40 ; Amérique du Nord : 17 ; Amérique du Sud : 4 ; Asie : 7 ; Afrique, Inde, MO : 1). La capacité de production totale devrait augmenter de 20% à 4 255 kt d'ici 2015 grâce à de lourds investissements de ~2 MM€ p.a. sur les trois prochaines années. L'Europe devrait voir ses capacités croître de 15% à 2 125 kt ; l'Amérique du Nord de 13% à 1 350 kt ; l'Asie de 32% à 420 kt ; l'Amérique du Sud de 76% à 300 kt (+76%) ; l'Afrique, Inde, MO de 10 kt à 60 kt (x6). L'outil de Michelin est actuellement trop implanté dans les pays matures mais le dispositif a été optimisé grâce au déploiement de « MMW », aux investissements de productivité, aux regroupements sur des sites plus grands et plus spécialisés. Il n'est d'ailleurs selon nous pas impossible que le groupe continue à réduire sa présence industrielle dans ces pays. Le taux d'utilisation des capacités est aujourd'hui de ~60-75% en Europe et Amérique du Nord et de 100% dans les pays émergents.

Pays émergents. Les pays émergents représentent un double enjeu en termes de débouché et de production. Michelin y réalise aujourd'hui ~32% de son CA (dont ~8% avec l'Europe de l'Est), soit l'une des meilleures expositions du secteur (Pirelli : 44%, Continental : 20%), avec un objectif de 40% à MT. Le groupe y est cependant moins présent industriellement : 32% des capacités de production contre plus de 50% pour Pirelli ou Continental. Deux nouvelles usines de grande capacité sont en chantier : Chennai en Inde (pneus pour poids lourds et engins de génie civil) et Shenyang 2 en Chine (pneus pour voitures et pour poids lourds).

Concurrence asiatique. Les grands acteurs mondiaux ont vu leurs parts de marché diminuer de ~11% lors des 12 dernières années avec l'arrivée des nouveaux concurrents asiatiques. Nombreux et spécialisés dans le bas de gamme, ils ont accompagné la montée en puissance des constructeurs automobiles locaux et bénéficié du vieillissement des parcs automobiles des pays occidentaux, plus propices au remplacement en pneus bon marché. Sachant que Michelin réalise ~70% de son CA sous sa marque éponyme premium, nous estimons que ~30% de son CA est potentiellement concurrencé par ces acteurs. Dans les pays matures, les pneus haut de gamme représentent ~20% des volumes (prix >100 \$), le milieu de gamme ~65% (prix compris entre 60 \$ et 100 \$) et l'entrée de gamme ~15% (prix <60 \$). Les principaux acteurs chinois sont : Xuzhou Haipeng Tyres, (Armour), Hangzhou Zhongce Rubber (Chaoyang, Goodride, Westlake), Shanghai Huayi (Double Coin, Warrior), Triangle Group (Triangle, DiamondBack, ValleyStone), GITI Tyre (Giti), Shandong Linglong (Linglong), Aeolus Tyre Co. (Aeolus, Henan), Guizhou Tyre (Advance).

Matières premières. Elles représentent ~30% du CA : caoutchouc naturel (~36%), caoutchouc synthétique (~27%), Charges renforçantes (~15%), Produits chimiques (~10%, butadiène, styrène), câbles métalliques (~7%), textiles (~5%). Une hausse de 0,10 \$/kg du caoutchouc naturel génère une augmentation de ~90 M\$ sur les achats. Une hausse de 1 \$ du pétrole entraîne un renchérissement de 15-20 M\$ des achats. Certains contrats de vente incluent cependant des clauses de révisions de tarifs. Rappelons que le groupe n'utilise aucun produits de couverture.

Gouvernance : Michelin est une société en commandite par actions. Au-delà des traditionnels conflits d'agence propres au SCA, ce statut particulier n'enlève rien à l'intérêt spéculatif sur le dossier, selon nous inexistant compte tenu du niveau de concentration déjà très élevé du secteur. Michelin compte un Associé Commandité non gérant (SAGES, présidée par Jacques de Amand de Chateauneuf) et un Associé Commandité gérant (Jean-Dominique Senard, Président de la Gérance). Le Conseil de Surveillance assure le contrôle de la gestion de Michelin et apprécie la qualité de celle-ci pour le compte des actionnaires auxquels il rend compte.

Risques : Volatilité du marché OEM ; Concentration des clients OEM (~30% du CA avec PSA, Ford, Audi, Honda) ; Volatilité des matières premières ; Concentration de la production mondiale de caoutchouc (~70% en Malaisie, Indonésie, Thaïlande) ; Concurrence asiatique ; Concurrence japonaise (dépréciation récente du Yen) ; Outil industriel très européen ; Développement du rechapage ; Pouvoir d'achat ; Réglementation ; Contraintes environnementales.

Analyse des franchises

Si les perspectives de marché sont incertaines à CT, la pérennité des franchises de Michelin semble largement assurée à LT. La problématique à laquelle le groupe fait face est « appréhendable » avec une activité principalement impactée par des problèmes conjoncturels et non structurels. Michelin possède des positions fortes sur ses 3 lignes de produits. En Tourisme Camionnette, il est N°1 mondial des pneus économes en énergie. En Poids Lourd, il est N°1 mondial des pneus radiaux et N°1 mondial du rechapage. En Spécialités, il est N°1 mondial des pneus radiaux en Génie civil, Avion et Agricoles et N°1 européen des pneus motos et scooters.

La première franchise de Michelin repose selon nous sur son portefeuille de marques très fortes avec : 1/ une marque mondiale haut de gamme (Michelin, ~70% du CA du groupe) ; 2/ une marque milieu de gamme pour les véhicules sportifs et SUV (BFGoodrich) ; 3/ des marques régionales fortes (Uniroyal en Amérique du Nord en entrée de gamme, Kleber en Europe en milieu de gamme, Warrior en Chine en milieu de gamme) ; 4/ des marques nationales leaders (Kormoran, Riken, Taurus, Tigar en entrée de gamme). Au global, 35% des volumes de Michelin sont des pneus de plus de 17 pouces contre 21% pour le marché mondial.

La deuxième franchise de Michelin repose sur un leadership technologique reconnu par les consommateurs, constructeurs et médias spécialisés avec notamment la R&D la plus élevée du secteur (~3% CA).

La troisième franchise de Michelin repose sur sa présence forte dans le marché oligopolistique (deux acteurs simplement en pneus Miniers, Michelin et Bridgestone par exemple) et très rentable des pneus de spécialités (26% de MOP en 2012 contre 9.3% pour le TC et 6.6% pour le PL). Ce segment représente actuellement « seulement » 17% du CA consolidé mais 38% du ROP. Michelin possède plus particulièrement une franchise très forte en pneus Génie civil (60% du CA de la division ; dont OEM ~25%, pneus miniers ~50%, Infrastructure ~25%) et pneus Agricoles (25% du CA de la division). Hormis son excellente profitabilité, la spécificité de la division pneus Miniers et Agricoles réside dans la « contractualisation » des relations commerciales. Prix indexés sur les matières premières, obligation de changement des pneus dans une durée limitée (donc obligation de stockage), etc. Sachant que ce segment devrait être valorisé à une prime sur les autres divisions, nous estimons que ~25-30% de la valorisation de Michelin est liée au cycle des « commodities » minières et agricoles.

La quatrième franchise est le contrôle de sa distribution (Euromaster en Europe, Tyre Plus dans le reste du monde). Le réseau actuel de 2 000 distributeurs franchisés devrait s'accroître à 5 000 d'ici 2017. La maîtrise de la distribution permet notamment au groupe de jouer un rôle de prescripteur et d'apprécier au mieux l'évolution des besoins des consommateurs. Cette activité reste cependant marginale tant en CA qu'en ROP.

	Contribution (%)		Competitive Position	Competition intensity	Cyclicality	Capital Intensity	Profitability	Growth
	Sales	EBIT						
Light Vehicles	52	42	High	High	Average	High	Average	Low
Tyre			High	High	Average	High	Average	LOW
Distribution			Average	Average	Average	Low	Low	LOW
Heavy Vehicles	31	19	High	Average	High	High	Low	Low
Specialized Activities	17	39	High	Low	Low	High	High	High
Agricultural	4		High	Low	Average	High	Average	High
Aviation	1		High	Average	Low	Average	Low	Average
Earthmover	11		High	Low	Average	High	High	High
Two-wheel	1		Average	High	Average	Average	Low	Low

Source: CM-CIC Securities, Michelin

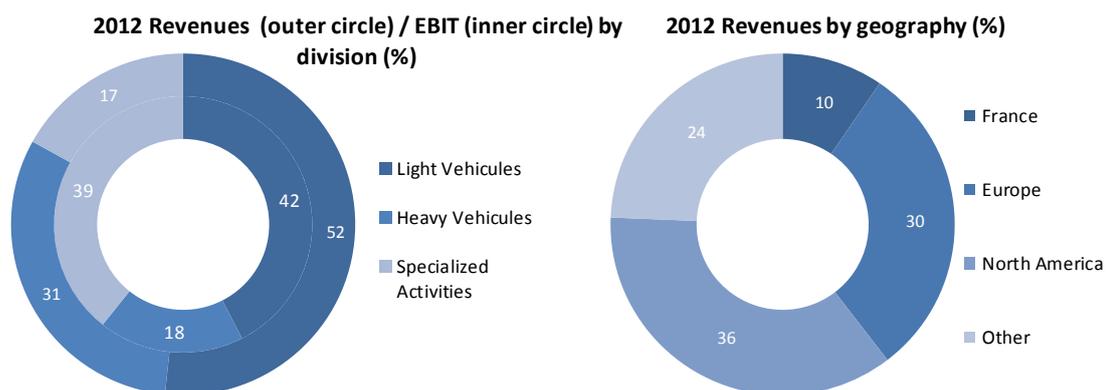
	Global market share (%)	Main brands
Bridgestone	16.1	Bridgestone, Firestone, Ecopia, Fuzion, Uniroyal (Australia)
Michelin	14.8	Michelin, BFGoodrich, Kleber, Uniroyal (North America), Warrior, Kormoran, Riken, Taurus, Tigar
Goodyear	11.2	Goodyear, Dunlop, Kelly, Fulda, Sava, Debica, Dougals, Kelly-Springfield, Fierce
Continental	5.3	Continental, Gen. Tire, Uniroyal, Barum, Viking, Semperit, Dunlop, Euzkadi, Viking, Sportiva, Sime, Matador, Mabor
Pirelli	4.2	Pirelli, Agom, Courier, Metzeler
Sumitomo	3.9	Sumitomo, Dunlop (Japan), Falken, Goodyear (Japan), Multi-Mile, Sigma, Cordovan, Vanderbilt
Yokohama	3.1	Yokohama, Advan
Hankook	3.0	Hankook, Aurora, Kingstar, Ventus, Smart
Cooper	2.2	Cooper, Roadmaster, Mastercraft, Starfire, Mickey Thompson, Dick Cepek, Dean, Austone, Fortune, Chengshan, Avon

Source: Tire Business

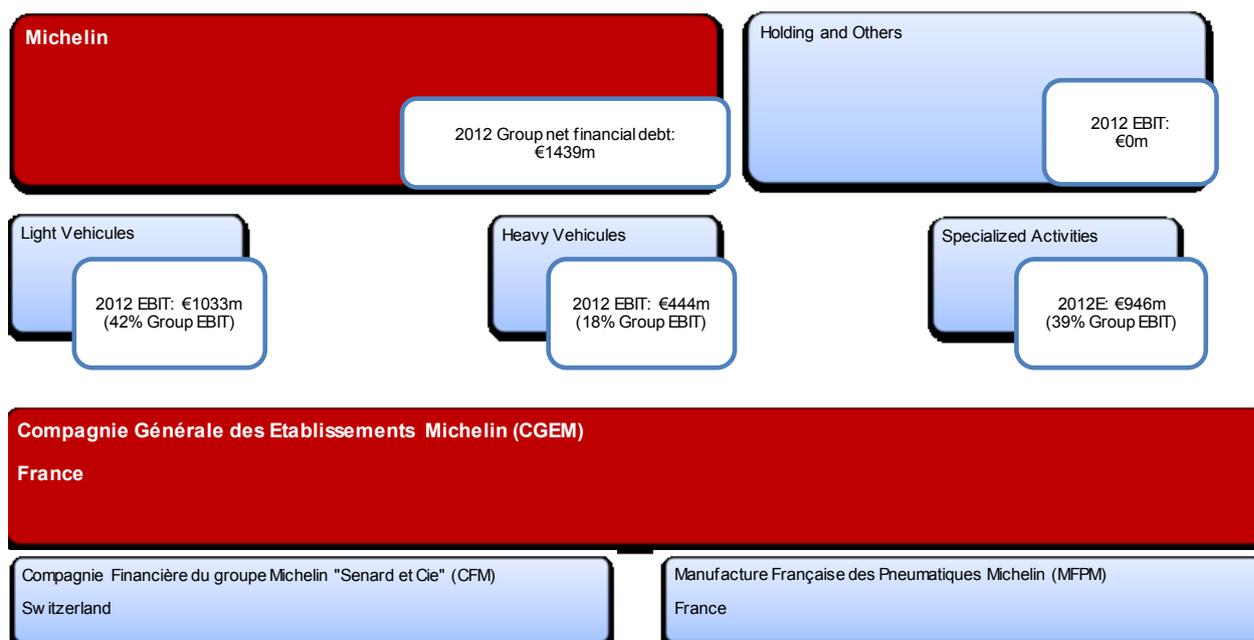
	OEM	Passenger & Light Truck	Heavy Truck & Bus	Two-wheel	Off-the-road Vehicle	Aircraft	Civil Engineering	Agricultural
Bridgestone	x	x	x	x	x	x	x	x
Michelin	x	x	x	x	x	x	x	x
Goodyear	x	x	x	x	x	x	x	x
Continental	x	x	x					
Pirelli	x	x	x	x				
Sumitomo	x	x	x	x			x	
Yokohama	x	x	x					
Hankook		x	x					
Cooper		x	x					

Source: Xerfi, CM-CIC Securities

Revenue breakdown



Corporate structure



Management and Governance

Management		Supervisory Board		Shareholding	
Jean-Dominique Senard	CEO	Number of members	8	Franklin Resources	8.3%
Marc Henry	CFO	Independent members	7	Capital Group	7.2%
Valérie Magloire	IR			Thornburg Investment	2.3%

Insider trading

When	Who	Buy / Sell	Nbr of shares	% of capital	Transaction price
------	-----	------------	---------------	--------------	-------------------

Compagnie Générale des Établissements Michelin traces its origins to Barbier, Daubrée et Cie, a partnership limited by shares set up on July 15, 1863 in Clermont-Ferrand, in the Puy-de-Dôme region of France. Today, Michelin is still a partnership limited by shares (Société en Commandite par Actions), with SAGES, chaired by Jacques de Chateaueux, and Jean-Dominique Senard as its only two General Partners.

Valorisation

Estimation de la valeur intrinsèque : Notre estimation de la valeur intrinsèque de Michelin ressort à 76 € p.a. soit un point d'entrée de 57 € après prise en compte d'une marge de sécurité de 25%, en ligne avec ce que nous retenons habituellement. Nous calculons que dans l'hypothèse où le groupe tiendrait son objectif de ROP 2015 de ~2 900 M€, alors le titre pourrait s'apprécier vers 115 € (cf. tableau de sensibilité page suivante).

Multiples pertinents : Nous avons utilisé un multiple de 8.9x le ROP ajusté, soit la moyenne de notre univers de 11 pneumaticiens (c.f. tableau page 6). Ce multiple présente une décote forte par rapport à la moyenne historique du groupe de 10.4x (cf. tableau page 8). Rappelons que seuls Bridgestone, Michelin et Goodyear sont présents sur le segment des pneus de spécialité dont les fondamentaux sont meilleurs que ceux des segments TC & PL, ce qui pourrait justifier des multiples plus élevés que la moyenne de notre échantillon. Nous estimons que 25-30% de la valorisation de Michelin est donc lié au cycle des « *commodities* » minières et agricoles.

Retraitements : Le calcul de la valeur intrinsèque de Michelin nécessite peu de retraitements. Les deux principaux ajustements concernent les engagements de retraite (4.7 MM€) et les impôts différés (1.4 MM€). Les « Autres actifs financiers CT et LT » sont constitués de prêts et dépôts et instruments dérivés.

Michelin: Valuation details - From Enterprise Value to Intrinsic Value						
	EUR m	EUR p.s.	% EV	Comments		
Enterprise Value - Adjusted	21 956	120.2	100			
Operating assets	19 340	105.9	88			
Operating assets	19 340	105.9	88	Normalized EBIT: EUR2.2bn (see details p9)	Sector AVG:8.9x	
Non operating assets	2 616	14.3	12			
Deferred tax assets	1 040	5.7	5	NPV of BV (EUR1530m)		
Gross cash	702	3.8	3	Estimated at December-end 2013. See "Debt structure & Redemption" table		
Associated companies	204	1.1	1	EUR204m	100%	Book value 31/12/12
Other LT financial assets	298	1.6	1	EUR298m	100%	Book value 31/12/12
Other ST financial assets	371	2.0	2	EUR371m	100%	Book value 31/12/12
Other assets	-	-	-			
Liabilities	8 035	44.0	37			
Adjusted gross fin. debt	2 435	13.3	11			
o/w Gross financial debt	2 023	11.1	9	Estimated at December-end 2013. See "Debt structure & Redemption" table		
o/w Hybrids securities	148	0.8	1	January 2017 convertible bond to be redeemed for EUR870m		
o/w Seasonality	264	1.4	1	AVG NFD ~20% higher than year-end level		
o/w IRS	-	-	-			
o/w Other	-	-	-			
Pension liabilities	4 679	25.6	21	EUR4679m	100%	Book value 31/12/12
Provisions	855	4.7	4			
Litigations	172	0.9	1	EUR172m	100%	Book value 31/12/12
Restructuring	151	0.8	1	EUR151m	100%	Book value 31/12/12
State aids	99	0.5	0	EUR99m	100%	Book value 31/12/12
Other	433	2.4	2	EUR433m	100%	Book value 31/12/12
Deferred tax liabilities	59	0.3	0	NPV of BV (EUR87m)		
Recurrent restruc. costs	-	-	-			
Minority interests	7	0.0	0	EUR1m	7.0x	
Other liabilities	-	-	-			
Intrinsic value (IV)	13 921	76.2	63			
Market value of Equity	12 212	66.9				
Premium / discount to IV	-12%	-12%				
Margin of safety	25%	25%		In line with what we traditionally use		
Entry price	10 441	57.2				
Prem. / discount to Mkt value	-15%	-15%				
Basic number of shares	182.6					
Fully diluted nber of shares	193.7			Stock options (4.3m), Performance shares (0.7m), Convertible bond (6.2m)		

Source: CM-CIC Securities, Bloomberg

Michelin: Valuation details - Current multiples, entry multiples, target multiples				
	2013E	2014E	2015E	Comments
EPS (EUR) - Consensus	8.2	9.0	10.0	
Adj. EPS (EUR) - Consensus	8.2	8.9	9.9	Our "normalized" EPS stands at EUR7.8p.s.
P/E (x) - Current Price	8.2	7.5	6.8	2004-2012 AVG P/E stands at 10.7x
P/E (x) - Entry Price	7.0	6.4	5.8	
P/E (x) - Intrinsic Value	9.3	8.6	7.7	

Source: CM-CIC Securities, Bloomberg

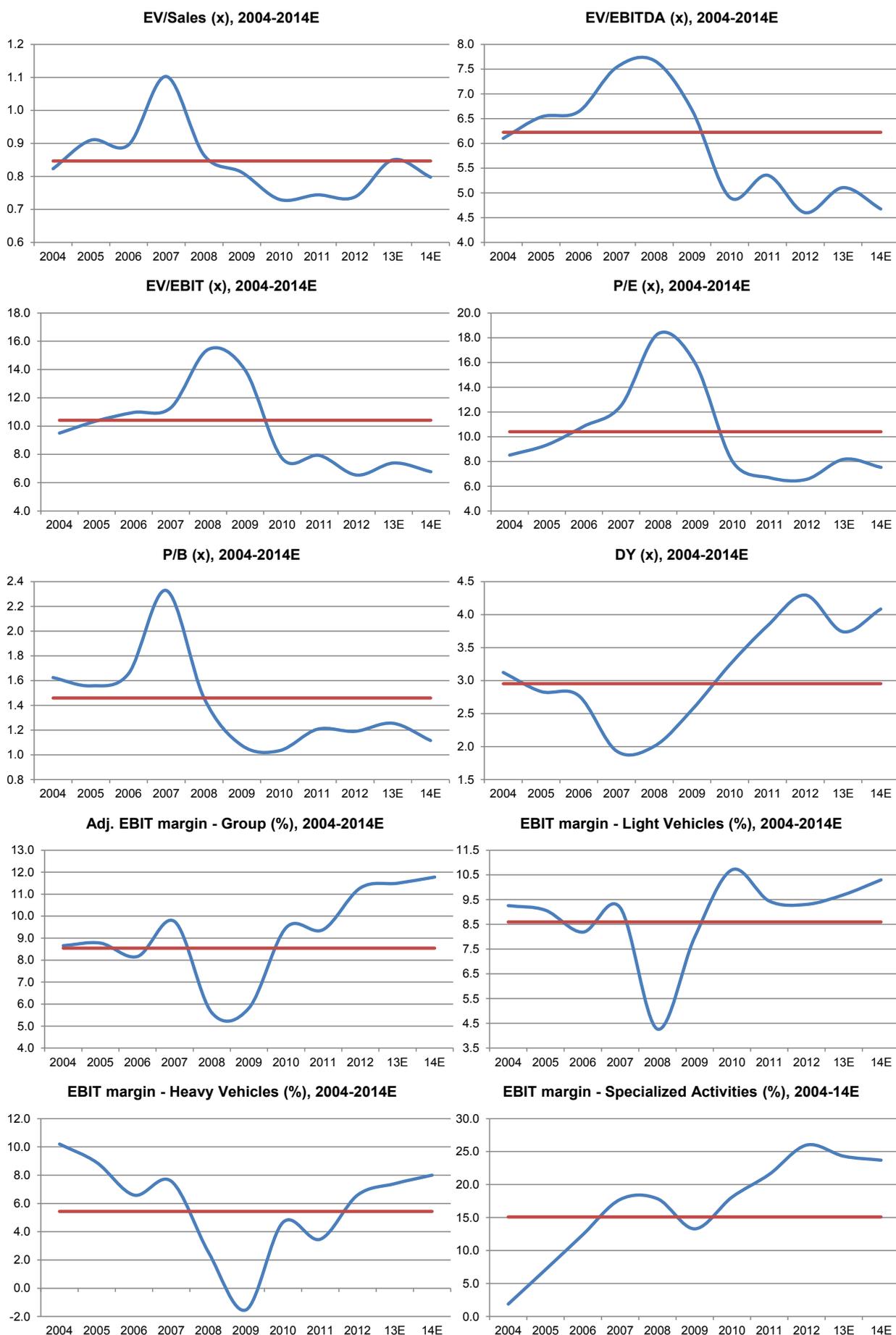
Michelin: Sensitivity analysis of Intrinsic Value to target EV/EBIT multiple & EBIT								
	EBIT (EURm)	EV/EBIT (x)						
		6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0
Michelin - 2011A:	1.945	34	45	56	66	77	87	98
	2.000	36	47	58	69	80	91	102
	2.100	39	51	62	74	85	97	108
CM-CIC Securities - "Normalized" EBIT:	2.172	42	54	65	77	89	101	113
	2.300	46	58	71	84	96	109	121
Michelin - 2012A:	2.423	50	63	76	90	103	116	130
Consensus - 2013:	2.418	50	63	76	89	103	116	129
	2.500	52	66	80	94	107	121	135
	2.498	52	66	80	93	107	121	134
Consensus - 2014:	2.624	57	71	85	100	114	128	143
	2.800	62	78	93	108	124	139	154
Consensus - 2015:	2.881	65	81	97	112	128	144	160
Michelin 2015 guidance:	2.900	66	81	97	113	129	145	161
	3.100	72	89	106	123	140	157	174

Source: CM-CIC Securities

Peer comparison: Valuation multiples - Consensus estimates								
(x)	P/E (x)		EV/EBIT (x)*		EV/EBITDA (x)*		EV/SALES (x)*	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Tyre makers								
Michelin	8.2	7.5	7.4	6.8	5.1	4.7	0.9	0.8
Pirelli	9.9	8.4	7.4	6.6	5.3	4.8	1.0	0.9
Nokian Renkaat	12.5	11.4	9.5	8.6	7.9	7.2	2.5	2.3
Goodyear Tire & Rubber	7.3	6.3	9.7	8.5	6.1	5.5	0.6	0.6
Cooper Tire & Rubber	7.5	7.3	6.4	6.2	4.8	4.7	0.6	0.6
Sumitomo Rubber Industries	8.8	8.4	7.8	7.2	5.5	5.2	0.8	0.8
Bridgestone	10.2	9.7	7.7	7.0	5.8	5.6	0.9	0.9
Toyo Tire	8.4	7.9	10.1	9.9	5.6	5.5	0.7	0.7
Yokohama Rubber	9.2	8.7	9.0	8.2	5.9	5.4	0.8	0.8
Nexen Tire	11.0	9.6	11.4	10.1	7.8	7.1	1.3	1.2
Hankook Tire	9.2	8.5	8.6	8.1	5.9	5.6	1.2	1.1
Kumho Tire	10.4	9.5	10.4	9.8	7.2	7.0	1.0	0.9
Mean-ex Michelin	9.5	8.7	8.9	8.2	6.2	5.8	1.0	1.0
Median-ex Michelin	9.2	8.5	9.0	8.2	5.9	5.5	0.9	0.9
Parts makers								
Valeo	10.0	8.6	8.1	7.0	4.5	4.0	0.5	0.4
Faurecia	11.0	6.8	8.4	6.6	3.9	3.3	0.2	0.2
Plastic Omnium	10.4	9.0	8.5	7.6	4.8	4.4	0.5	0.5
Continental	9.9	8.6	7.9	7.1	5.3	4.9	0.8	0.8
Rheinmetall	14.2	8.9	15.4	9.8	7.4	5.7	0.6	0.6
Leoni	11.6	8.9	9.1	7.3	5.3	4.5	0.4	0.4
Autoliv	13.9	12.3	9.4	8.2	6.8	6.1	0.9	0.8
TRW Automotive Holdings	10.0	8.5	7.7	6.9	5.6	5.1	0.6	0.5
Lear	11.3	9.1	7.1	6.2	5.2	4.7	0.4	0.3
Borgwarner	15.5	13.2	11.4	9.9	8.6	7.6	1.4	1.2
Delphi Automotive	11.4	10.0	9.6	8.5	7.3	6.6	1.1	1.0
Magna International	25.5	19.4	14.1	10.3	8.0	6.6	1.1	1.0
Visteon	13.8	11.7	9.4	7.7	4.4	4.0	0.4	0.4
Johnson Controls	14.6	12.1	13.4	11.1	9.6	8.4	0.8	0.7
American Axle & MFG Holdings	10.0	6.6	13.0	9.9	8.0	6.6	1.1	0.9
Tenneco	12.1	9.8	8.3	7.0	5.8	5.0	0.5	0.5
Dana Holdings	10.5	9.4	6.0	5.2	4.1	3.7	0.4	0.4
Takata	- 25.7	12.8	12.3	8.4	6.4	5.0	0.5	0.4
Denso	20.3	15.6	13.9	10.8	8.1	6.9	1.0	0.9
JTEKT	28.7	18.2	20.1	14.8	7.7	6.3	0.5	0.5
Tokai Rika	77.1	11.0	8.3	7.0	4.9	4.4	0.5	0.4
Mean	15.1	11.0	10.5	8.4	6.3	5.4	0.7	0.6
Median	11.6	9.8	9.4	7.7	5.8	5.0	0.5	0.5

Source: Bloomberg, CM-CIC Securities, *EV adjusted for Pension Provisions

Multiples historiques



Valorisation historique : Sur la période 2004-2012, Michelin a capitalisé en moyenne 0.85x son CA, 6.2x son EBITDA ajusté, 10.4x son EBIT ajusté, 10.7x son BNPA ajusté et 1.5x ses fonds propres. Au cours actuel, Michelin affiche une décote moyenne de 25% sur ces multiples. En appliquant l'EV/EBIT moyen de 10.4x à notre EBIT « normalisé » de 2 172 M€ nous obtenons une valorisation de 95 € par action. En appliquant le P/E moyen de 10.7x à notre EPS « normalisé » de 7.8 €, nous obtenons une valorisation de 83 € par action.

Michelin: Historical Valuation Multiples

(x)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	AVG	2013E vs. AVG
EV/Sales	0.82	0.91	0.90	1.10	0.86	0.81	0.73	0.74	0.74	0.85	0.80	0.85	0.4
EV/Adj. EBITDA	6.1	6.5	6.6	7.5	7.7	6.7	4.9	5.4	4.6	5.1	4.7	6.2	- 18.0
EV/Adj. EBIT	9.5	10.4	11.0	11.3	15.4	14.0	7.7	7.9	6.5	7.4	6.8	10.4	- 29.0
EV/EBIT	10.0	9.0	13.1	14.1	16.8	26.7	7.7	7.9	6.4	7.4	6.8	12.4	- 40.5
P/E	9.1	7.9	13.6	16.0	20.9	56.9	8.0	6.7	6.4	8.2	7.5	16.2	- 49.4
P/Adj. E	8.5	9.3	10.8	12.5	18.3	15.9	8.0	6.7	6.6	8.2	7.5	10.7	- 23.9
P/BV	1.6	1.6	1.7	2.3	1.5	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.1	1.5	- 14.0
DY	3.1	2.8	2.8	1.9	2.0	2.6	3.2	3.8	4.3	3.7	4.1	3.0	- 26.6

Source: Michelin, Bloomberg, CM-CIC Securities

Transactions sectorielles : Nous n'avons recensé que très peu de transactions récentes. Les grandes marques sont aujourd'hui déjà la propriété des majors du secteur. L'industrie du pneumatique est désormais très concentrée avec les cinq principaux acteurs représentant ~50% de part de marché mondiale : Bridgestone (~16.1%), Michelin (~14.8%), Goodyear (~11.2%), Continental (~5.3%), Pirelli (~4.2%). La situation du marché américain est encore plus illustrative avec quatre acteurs représentant ~92% du marché : Goodyear (~39%), Michelin (~28%), Cooper (~13%), Bridgestone (~12%). Rappelons que l'industrie mondiale du pneumatique a traversé une période de très forte consolidation pendant la décennie 80 avec le rachat de Dunlop par Sumitomo (1985), la fusion d'Uniroyal et Goodrich (1986), le rachat de Firestone par Bridgestone (1988), le rachat d'Armstrong par Pirelli (1988), le rachat de Uni-Goodrich par Michelin (1990). Aucun rapprochement ne semble actuellement réellement évident. On notera les rumeurs récentes (octobre 2012) d'acquisition de l'américain Cooper Tire & Rubber par l'indien Apollo Tyres. Aussi, suite à la prise de participation de Bridgestone dans Nokian Tyres (16% depuis février 2003), des bruits d'offre sur le reste du capital reviennent de manière récurrente. Idem pour Pirelli dont l'engagement à long terme des actionnaires (Holding CAMFIN ; 20.3% du capital) est souvent questionné. Enfin, rappelons que Michelin s'est récemment défait de sa participation de 10% dans Hankook et que le groupe est à l'affût d'une marque chinoise d'entrée de gamme.

Tyre industry: Recent transactions

Target	Acquirer	Consideration	Date	Comments
Alliance Tire Group (ATG)	KKR	c. USD650m	2013	Includes NFD c. USD125m
Trayal	Cooper	c. USD 13m	2011	Bulgarian company. Subsidiary of Krusevac
Modi Tyres	Continental	EUR18.5m for 100%	2011	Indian company. Subsidiary of Modi Rubber Ltd
Vredestein Banden BV	Apollo Tyres	Undisclosed	2009	Dutch company
Oliver Rubber	Michelin	USD69m	2007	US company. Subsidiary of Cooper Tire & Rubber
Shandong Chengshan Tire	Cooper	Undisclosed	2006	51% stake. One of China's largest manufacturers

Source: Bloomberg, CM-CIC Securities

Estimations et retraitements

Méthodologie. Pour chacune des divisions, notre ROP ajusté a été calculé à partir de marges « normatives » appliquées au niveau d'activité actuels. Notre ROP ajusté ressort ainsi à 2 172 M€ (c.f. tableau page suivante), à comparer avec l'objectif de la société pour 2015 de 2 900 M€.

Activité « normative ». Nous estimons que la société est actuellement sous son niveau d'activité normatif. Michelin subit depuis quatre ans les effets d'une conjoncture automobile particulièrement dégradée et de l'érosion de la confiance des consommateurs. Le marché du pneu est cependant estimé en croissance à moyen terme de ~1-2% p.a. dans les marchés matures et de 5-10% p.a. dans les nouveaux marchés. Compte tenu du mix-géographique actuel de Michelin, sa croissance « normative » devrait être de 3-4% par an. L'activité devrait aussi être soutenue par l'augmentation des capacités de production. A l'horizon 2015 les capacités devraient avoir augmenté de 20% à 4255 kt contre 3550 kt actuellement. Michelin table pour 2013 sur des volumes stables et sur une croissance des volumes de 4.0-4.5% en 2014 et 2015 (hypothèses que nous jugeons un peu ambitieuses dans le contexte économique actuel ; baisse des volumes de 4.3% au 1Q13). Michelin table donc implicitement sur un CA 2015 de ~23.4 MM€ (Consensus actuellement à ~23.8 MM€). Conformément à notre méthodologie, nos calculs sont effectués à partir d'un CA « normalisé » équivalent à celui attendu pour 2013 (21.9 MM€).

Guidance 2015. Pour 2013, sur la base de volumes stables et d'un couple prix/matières premières favorable, le groupe vise un ROP stable. Sous réserve d'une croissance volumique de 4.0-4.5% en 2014 et 2015, Michelin envisage en 2015 un ROP de ~2900 MM€ (Consensus actuellement à ~2 881 MM€), soit une marge opérationnelle implicite de ~12.4% (Consensus à ~12.1%), contre 9.4% au titre de 2011 (date à laquelle le plan a été publié) et 11.3% en 2012. La croissance de la marge opérationnelle devrait notamment être tirée par la hausse de la profitabilité du Poids Lourd. La stabilisation des frais de démarrage des nouvelles usines (115 M€ en 2011, 197 M€ en 2012 et ~287 M€ en 2013E) devrait aussi contribuer tendanciellement. Rappelons que compte tenu de la structure de coûts et du taux d'utilisation actuel des capacités de production (60-75% en Europe et Amérique du Nord et 100% hors d'Europe), 1% de volume additionnel devrait se traduire par 70 M€ de ROP supplémentaire (+2.5%), soit ~3.1 MM€ de ROP en 2015 sur la base de deux années en croissance volumique de 4.5% en 2014 et 2015.

Profitabilité à croissance nulle. Si l'amélioration de la marge opérationnelle est naturellement fortement tributaire de la croissance volumique, nous considérons qu'à croissance nulle, la MOP de Michelin est quand même en mesure de progresser. Le plan 2015 anticipe une économie de coûts opérationnels de ~1 000 M€ (~200/300 M€ en SG&A, ~200 M€ en matières premières, ~500/600 M€ en Industrie Transport), dont 200 M€ de coûts évités. Ce plan devrait donc représenter ~4% de la base de coûts 2011 (18 800 M€) soit ~3.8% du CA 2011 (20 719 M€). En additionnant la MOP 2011 (9.4%) à ces économies théoriques, la MOP théorique serait de 13.2%.

Résultat opérationnel normalisé. Notre ROP normalisé ressort à 2 172 M€, niveau que nous pensons soutenable sur le moyen terme. Au final, notre BNPA « normalisé » ressort à 7.8 € p.a. contre 10.6 € implicitement anticipé par la société pour 2015.

- **Tourisme Camionnette :** Michelin anticipe pour 2015 une MOP normalisée de 10-12% pour ce segment, à comparer avec la performance historique de 8.6% en moyenne entre 2004 et 2012. La MOP de cette division apparaît relativement stable à travers le temps. Compte tenu de la forte réduction du nombre d'usines en Europe à partir du retournement de marché de 2008 (11), nous pensons qu'une marge de 9.5% est soutenable pour le groupe sur le long terme. Rappelons qu'en 2012, dans une conjoncture difficile (taux d'utilisation des capacités faibles), le groupe a réalisé une MOP 9.3%.
- **Poids Lourd :** Michelin anticipe à l'horizon 2015 une MOP normalisée de 7-9% pour ce segment, à comparer avec la performance historique de 5.4% en moyenne entre 2004 et 2012. Cette activité a été historiquement pénalisée par la baisse des volumes (poids des frais fixes comparativement plus élevés) et la hausse des matières premières (les pneus poids lourd et de spécialités comportent plus de caoutchouc naturel). Nous avons retenu une marge normalisée de 7%, soit le bas de la guidance du groupe. Rappelons qu'en 2012, dans une conjoncture difficile (taux d'utilisation des capacités faibles), le groupe a réalisé une MOP de 6.6%.
- **Spécialités :** Michelin anticipe à l'horizon 2015 une MOP normalisée de 20-24% pour ce segment, à comparer avec la performance historique de 15.1% en moyenne entre 2004 et 2012. Le niveau de MOP de cette activité s'explique par un environnement bien moins concurrentiel et par un cycle des « *commodities* » très porteur ces dernières années nécessitant donc de gros besoins d'équipements. Par prudence, nous avons retenu une MOP normative de 17.0%, soit légèrement plus que la moyenne historique. Rappelons qu'en 2012 le groupe a réalisé une MOP de 26.0%.

Michelin: Normalized EBIT

	Sales 2013E (CM-CICS)		EBIT 2013E (CM-CICS)		Normalized EBIT		Historic AVG (2004-2012)	
	EURm	%	EURm	Margin (%)	EURm	Margin (%)	EURm	Margin (%)
Light Vehicules	11 431	52.2	1 090	9.5	1 086	9.5	983	8.6
Heavy Vehicules	6 938	31.7	510	7.4	486	7.0	378	5.4
Specialized Activities	3 534	16.1	890	25.2	601	17.0	534	15.1
Total - Consolidated	21 903	100.0	2 490	11.4	2 172	9.9	1 894	8.6

Source: CM-CIC Securities, Michelin

Michelin: Normalized EPS

	2012A		2013E (CM-CICS)		Normalized		Michelin - Guidance	
	EURm	p.s.	EURm	p.s.	EURm	p.s.	EURm	p.s.
EBIT	2 423		2 490		2 172		2 900	
Non-recurring elements	46		-		-		-	
EBIT	2 469		2 490		2 172		2 900	
Net interest costs	- 177		- 140		- 140		- 140	
PBT	2 292		2 350		2 032		2 760	
Associates	15		-		-		-	
Corporate tax	- 736		- 705		- 610		- 828	
Net Profit	1 571		1 645		1 423		1 932	
Minority interests	- 1		- 1		- 1		- 1	
Net Profit - Group share	1 570	8.6	1 644	9.0	1 422	7.8	1 931	10.6

Source: CM-CIC Securities, Michelin

Michelin: Restated NFD & EPS assuming "clean" balance sheet

	NFD 2013 (EURm)		EPS 2013E (EUR)		Comments
	Estimated	Adjusted	Estimated	Adjusted	
Estimated	1 321		7.8		0.4x NFD/EBITDA
Pension liabilities		4 679		0.81	
Provisions		855		0.15	
Operating lease		616		-	
Other		412		0.07	
Adjusted	7 883		6.8		2.3x NFD/EBITDA

Source: Bloomberg, Michelin, CM-CIC Securities

Michelin: Sensitivity analysis of normalized EBIT to AVG volume growth rate in 2014 & 2015

1% vol. growth = EUR70m	Average Volume growth per annum (%)								
	- 3.0	- 2.0	- 1.0	-	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
2015E EBIT (EURm)	2 049	2 189	2 329	2 469	2 609	2 749	2 889	3 029	3 169

Source: CM-CIC Securities

Performance historique

Michelin: Divisional Key Performance Indicators (2004-2012)									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Light Vehicles									
Sales (EURm)	8 295	8 621	8 991	9 041	8 668	8 280	9 790	10 780	11 098
EBIT (EURm)	768	782	736	830	370	661	1 048	1 018	1 033
EBIT margin (%)	9.3	9.1	8.2	9.2	4.3	8.0	10.7	9.4	9.3
Cap. Employed (EURm)	6 215	7 070	7 083	6 860	6 517	5 906	6 634	7 418	7 689
ROCE (Pre-tax, %)	12.4	11.1	10.4	12.1	5.7	11.2	15.8	13.7	13.4
Heavy Vehicles									
Sales (EURm)	4 902	5 072	5 418	5 639	5 433	4 496	5 680	6 718	6 736
EBIT (EURm)	500	451	357	427	138	- 69	265	233	444
EBIT margin (%)	10.2	8.9	6.6	7.6	2.5	- 1.5	4.7	3.5	6.6
Cap. Employed (EURm)	3 515	4 093	4 164	4 283	4 210	4 033	4 323	4 795	4 859
ROCE (Pre-tax, %)	14.2	11.0	8.6	10.0	3.3	- 1.7	6.1	4.9	9.1
Specialized Activities									
Sales (EURm)	1 851	1 897	1 975	2 187	2 307	2 031	2 421	3 221	3 640
EBIT (EURm)	35	135	245	388	412	270	438	694	946
EBIT margin (%)	1.9	7.1	12.4	17.7	17.9	13.3	18.1	21.5	26.0
Cap. Employed (EURm)	1 319	1 464	1 699	1 829	1 953	1 872	2 178	2 427	2 476
ROCE (Pre-tax, %)	2.7	9.2	14.4	21.2	21.1	14.4	20.1	28.6	38.2
Group									
Sales (EURm)	15 048	15 590	16 384	16 867	16 408	14 807	17 891	20 719	21 474
o/w Europe (EURm)	7 975	7 664	8 017	8 503	8 158	6 752	5 743	6 725	6 451
o/w France (EURm)	-	-	-	-	-	-	1 939	2 107	2 048
o/w N & C Am. (EURm)	4 966	5 538	5 738	5 517	5 157	4 994	6 148	6 942	7 745
o/w Other (EURm)	2 107	2 388	2 629	2 847	3 093	3 061	4 061	4 945	5 230
o/w Light Vehi. (EURm)	7 223	8 621	8 991	9 041	8 668	8 280	9 790	10 780	11 098
o/w Heavy Vehi. (EURm)	4 063	5 072	5 418	5 639	5 433	4 496	5 680	6 718	6 736
o/w Spec. Acti. (EURm)	3 762	1 897	1 975	2 187	2 307	2 031	2 421	3 221	3 640
Adj. EBITDA (EURm)	2 030	2 171	2 209	2 468	1 848	1 802	2 660	2 878	3 445
Adj. EBITDA margin (%)	13.5	13.9	13.5	14.6	11.3	12.2	14.9	13.9	16.0
Adj. EBIT (EURm)	1 303	1 368	1 338	1 645	920	862	1 751	1 945	2 423
Adj. EBIT margin (%)	8.7	8.8	8.2	9.8	5.6	5.8	9.8	9.4	11.3
Corp. & Other (EURm)	- 64	206	- 220	- 326	- 77	- 412	- 56	-	46
EBIT (EURm)	1 239	1 574	1 118	1 319	843	450	1 695	1 945	2 469
EBIT mgin (%)	8.2	10.1	6.8	7.8	5.1	3.0	9.5	9.4	11.5
NP Group share (EURm)	654	889	573	772	357	104	1 049	1 462	1 571
Dividend (EURm)	133	179	193	208	230	145	147	314	378
Pay-out ratio (%)	20.3	20.1	33.7	26.9	64.4	139.4	14.0	21.5	24.1
Cap. Employed (EURm)	11 049	12 627	12 946	12 972	12 680	11 811	13 135	14 640	15 024
o/w Equity (EURm)	3 647	4 527	4 688	5 290	5 113	5 495	8 127	8 101	8 501
o/w NFD (EURm)	3 292	4 083	4 178	3 714	4 273	2 931	1 629	1 814	1 053
o/w Pensions (EURm)	3 170	3 049	2 730	2 567	2 448	3 182	3 030	3 825	4 679
o/w Other (EURm)	940	968	1 350	1 401	846	203	349	900	791
Raw mat. costs (EURm)	-	-	-	4 449	3 400	3 082	4 799	7 019	6 479
Personnel costs (EURm)	4 837	4 780	4 718	4 732	4 606	4 515	4 836	5 021	5 377
OPEX (EURm)	14 352	14 222	15 046	15 222	15 488	13 945	16 196	18 774	19 051
o/w COGS (EURm)	10 819	10 835	11 653	11 760	12 024	10 527	12 403	14 821	14 764
o/w Marketing (EURm)	1 897	1 775	1 799	1 738	1 730	1 650	1 847	1 942	2 068
o/w R&D (EURm)	576	565	591	561	499	506	545	592	622
o/w Admin. (EURm)	986	999	965	1 069	1 161	1 113	1 237	1 385	1 468
o/w Other (EURm)	74	48	38	94	74	149	164	34	129
CAPEX & Other (EURm)	1 414	1 336	1 107	1 340	1 271	672	1 100	1 711	1 996
Free Cash Flow (EURm)	266	- 124	- 39	433	- 359	1 507	426	- 19	1 075
Net Working Cap. (EURm)	4 179	4 706	4 803	4 704	4 629	4 059	4 727	5 653	5 228
o/w Inventories (EURm)	2 858	3 225	3 342	3 353	3 677	2 994	3 770	4 602	4 417
o/w Receivables (EURm)	2 920	3 273	3 237	2 993	2 456	2 314	2 770	3 075	2 802
o/w Payables (EURm)	1 599	1 792	1 776	1 642	1 504	1 249	1 813	2 024	1 991
AVG number of FTE	120 456	119 030	115 755	117 565	110 252	105 800	104 000	107 700	108 100

Source: CM-CIC Securities, Michelin

Performance historique

Michelin: Group Key Performance Indicators (2004-2012)									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sales growth (%)	2.1	3.6	5.1	3.0	- 2.7	- 9.8	20.9	15.8	3.6
o/w Volume (%)	2.7	- 1.8	0.7	3.2	- 2.9	- 14.8	13.4	6.7	- 6.4
o/w 1Q (%)	6.3	- 3.9	0.8	4.9	1.1	- 24.4	15.3	16.5	- 9.6
o/w 2Q (%)	5.9	- 3.3	1.0	2.3	3.0	- 22.2	15.4	9.2	- 7.0
o/w 3Q (%)	0.3	- 0.7	2.2	1.4	0.2	- 14.0	10.9	12.2	- 3.5
o/w 4Q (%)	- 1.5	0.8	- 1.2	4.2	- 15.8	1.9	12.2	- 0.2	- 5.7
o/w Price-Mix (%)	3.2	5.1	4.7	3.2	4.2	5.7	1.7	10.5	6.2
o/w FX (%)	- 3.3	0.9	- 0.1	- 3.3	- 3.8	0.2	4.8	- 1.8	4.2
o/w Perimeter (%)	- 0.4	- 0.5	- 0.2	-	-	-	-	-	-
Adj. EBITDA margin (%)	13.5	13.9	13.5	14.6	11.3	12.2	14.9	13.9	16.0
Adj. EBIT margin (%)	8.7	8.8	8.2	9.8	5.6	5.8	9.8	9.4	11.3
Rev. / Cap. Employed (x)	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
ROCE (Pre-tax, %)	11.8	10.8	10.3	12.7	7.3	7.3	13.3	13.3	16.1
ROE (%)	17.9	19.6	12.2	14.6	7.0	1.9	12.9	18.0	18.5
NFD/Equity (%)	90.3	90.2	89.1	70.2	83.6	53.3	20.0	22.4	12.4
NFD/EBITDA (x)	1.6	1.9	1.9	1.5	2.3	1.6	0.6	0.6	0.3
CAPEX/Sales (%)	9.4	8.6	6.8	7.9	7.7	4.5	6.1	8.3	9.3
NWC/Sales (%)	27.8	30.2	29.3	27.9	28.2	27.4	26.4	27.3	24.3
o/w Inventories (%)	19.0	20.7	20.4	19.9	22.4	20.2	21.1	22.2	20.6
o/w Receivables (%)	19.4	21.0	19.8	17.7	15.0	15.6	15.5	14.8	13.0
o/w Payables (%)	10.6	11.5	10.8	9.7	9.2	8.4	10.1	9.8	9.3
Basic nber of shares (m)	148.0	148.0	148.4	148.8	149.5	151.3	152.9	178.3	181.0
EPS (EUR per share)	4.4	6.0	3.9	5.2	2.4	0.7	6.9	8.2	8.7
DPS (EUR per share)	1.25	1.35	1.45	1.60	1.00	1.00	1.78	2.10	2.40
BVPS (EUR per share)	24.6	30.6	31.6	35.6	34.2	36.3	53.2	45.4	47.0
Sales / FTE (kEUR)	124.9	131.0	141.5	143.5	148.8	140.0	172.0	192.4	198.6
AVG cost / FTE (kEUR)	40.2	40.2	40.8	40.3	41.8	42.7	46.5	46.6	49.7
OPEX / Sales (%)	95.4	91.2	91.8	90.2	94.4	94.2	90.5	90.6	88.7
o/w COGS / Sales (%)	71.9	69.5	71.1	69.7	73.3	71.1	69.3	71.5	68.8
o/w Mktg / Sales (%)	12.6	11.4	11.0	10.3	10.5	11.1	10.3	9.4	9.6
o/w R&D / Sales (%)	3.8	3.6	3.6	3.3	3.0	3.4	3.0	2.9	2.9
o/w Admin. / Sales (%)	6.6	6.4	5.9	6.3	7.1	7.5	6.9	6.7	6.8
o/w Other / Sales (%)	0.5	0.3	0.2	0.6	0.5	1.0	0.9	0.2	0.6
Raw materials / Sales (%)	-	-	-	26.4	20.7	20.8	26.8	33.9	30.2
Raw mat. / COGS (%)	-	-	-	37.8	28.3	29.3	38.7	47.4	43.9
Person. costs / Sales (%)	32.1	30.7	28.8	28.1	28.1	30.5	27.0	24.2	25.0

Source: CM-CIC Securities, Michelin

Structure financière et cash-flows

Structure de la dette : Au 31/12/12, l'endettement financier brut s'élevait à 3 297 M€ et était constitué à 53% de quatre souches obligataires, dont une convertible (OCEANE) et le reliquat d'une souche de titres subordonnés de dernier rang (TSDR). Ces 2 dernières souches sont logées au niveau de la Compagnie Générale des Etablissements Michelin (CGEM, la maison mère) alors que les 2 autres ont été émises au niveau de Michelin Luxembourg SCS (ML), structure d'émission, elle-même filiale de la Compagnie Financière Michelin (CFM) qui assure le rôle de pôle de financement du groupe. Les 2 souches émises au niveau de ML bénéficient de la garantie de CFM. La dette bancaire, principalement à taux variables, représentait 31% du total et les tirages de billets de trésorerie 11%. Le reste de la dette financière était principalement constitué de contrats de location-financement. A noter que compte tenu de la saisonnalité de l'activité, la DFN moyenne est ~20% plus élevée que celle à fin décembre.

Leverage: Au 31/12/12, le ratio DFN/EBITDA s'élevait à 0.4x témoignant de la solidité de la structure financière du groupe, elle-même résultant d'une politique financière prudente. Ainsi, alors que la dégradation de l'environnement économique avait conduit à un alourdissement de ce ratio à 2.5x en 2008, la société a rapidement infléchi sa politique d'investissement et de dividende pour accélérer le remboursement de sa dette. Cette politique a été complétée par une augmentation de capital de 1.2 MM€ en 2010, qui a permis à la société de rapidement retrouver un profil financier compatible avec sa notation.

Notation : Les 23 mars et 24 avril 2012, S&P et Moody's ont relevé leur notation long terme du groupe à respectivement BBB+ et Baa1, en lien avec l'amélioration continue des ratios de crédit du groupe, et leur anticipation que la société parviendrait à contenir leur détérioration en cas de nouvelle dégradation de ses marchés. Fin mars 2013, Fitch a, à son tour, relevé la notation (non sollicitée) de Michelin à BBB+ pour des motifs globalement équivalents. Au 14/5/13, CGEM et CFM bénéficiaient des mêmes notations soit Baa1 / Stable chez Moody's, BBB+ / Stable chez S&P et BBB+ / Stable chez Fitch. Etant donné les caractéristiques du secteur et l'important plan d'investissement de la société, les 3 agences considèrent les perspectives d'amélioration des notations du groupe à court et moyen terme comme relativement faibles, Fitch qualifiant même la notation actuelle du groupe de plafond naturel (*natural ceiling*) pour le secteur.

Cash flows : Nous anticipons des *cash flows* positifs et ce malgré le niveau élevé d'investissements. Ils devraient s'élever à ~2 000 M€ pour les trois prochaines années avec le développement de trois nouveaux sites de production en Inde, Chine et Etats-Unis. Sur la période 2004-2012, l'intensité capitalistique de Michelin (CAPEX/CA) s'est élevée en moyenne à 7.6% contre 9.0-9.5% pour les trois prochaines années. Sur la base du périmètre actuel, les CAPEX de maintenance qui permettraient de renouveler à l'identique l'outil industriel, s'élèvent à ~750 M€ (~3.5% du CA). Compte tenu d'un *Operating Cash Flow* de ~2 500 M€, le *Free cash flow to Equity* « normalisé » de Michelin, s'élèverait donc à ~1750 M€ par an, soit un rendement de ~15% (vs. capitalisation boursière actuelle). Compte tenu des investissements programmés, nous anticipons quand même un niveau de *Free Cash Flow to Equity* annuel de ~500 M€ (~2500 M€ d'*Operating Cash Flow* vs. CAPEX de ~2 000 M€). Le BFR de Michelin (~24% du CA), souvent jugé élevé (~9% du CA chez Pirelli) s'explique par deux spécificités : 1/ Les stocks nécessaires au bon fonctionnement des activités de Spécialités ; 2/ La part importante de l'export. Le BFR s'est néanmoins tendanciellement amélioré sur la période 2004-2012 (24% du CA contre ~28% en moyenne), grâce à un gros travail sur le poste clients. Il devrait continuer de s'améliorer, grâce au travail sur les stocks (réduction du nombre de centres de stockage et nouvelles usines dans les émergents). Michelin souhaite se doter de nouveaux systèmes d'information standards et transverses visant à améliorer la supply chain. Avec un coût annuel de ~100 M€ sur les cinq prochaines années, ce programme devrait permettre d'ici 2017, une baisse des stocks de ~250 M€ et une réduction des coûts de ~200 M€ p.a.

Liquidité et covenants : Outre sa génération de *cash flows*, Michelin disposait à fin décembre 2012 de 1 858 M€ de trésorerie et d'une facilité de crédit syndiqué confirmée non tirée de 1 500 M€ d'échéance à juillet 2016, pour faire face à ses 1 274 M€ d'échéance à moins d'un an. Le groupe disposait en outre d'actifs financiers à LT de ~298 M€. Afin de disposer d'un échéancier équilibré, Michelin pratique une gestion active de sa dette. Au cours de l'exercice 2012 la société a remboursé par anticipation 272 M€ sur ses souches 2014, 2017 et 2033 et émis 400 M€ à échéance 2019. Les conditions de marché, actuellement très favorables pour les émetteurs, rendent très probable un prochain refinancement des 750 M€ d'encours de sa souche avril 2014. De façon générale, la dette de Michelin et ses facilités de crédit ne sont pas soumises au respect de covenants financiers et ne font pas l'objet de *rating trigger*.

Michelin: Debt structure and redemption schedule

EURm	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	>2017	Comments
Commercial papers		391						CGEM, Michelin Lux. SCS
Bond - 8.625% 04/14			527					Michelin Lux. SCS
Convertible - 0.0% 01/01/17						722		Redemption: EUR870m
Bond - 2.75% 06/19							413	Michelin Lux. SCS
Bond - 6.375% 12/03/33							82	CGEM
Loans		840	17	65	4	4	106	CGEM & Michelin Lux.
Leasing		11	28	11	7	3	12	
Derivatives		32	16	- 7	- 4	- 1	17	
Other							1	
Total		1 274	588	69	7	728	631	
Gross financial debt	3 297	2 023	1 435	1 366				
Gross cash & equivalents	1 858	702	296	475				Ex- ST & LT fin. assets
Net financial debt	1 439	1 321	1 139	891				
Undrawn credit lines					1 500			
Leverage (NFD / EBITDA)		0.4	0.3					

Source: Bloomberg, CM-CIC Securities

Michelin: Cash-flow projections

EURm	2012	2013E	2014E	2015E	Comments
Operating Cash-Flow (A)	2 926	2 416	2 488	2 563	
Investing Cash-Flow (B)	- 1 789	- 2 000	- 2 000	- 2 000	
CAPEX	- 1 771	- 2 000	- 2 000	- 2 000	EUR1.8bn-2.2bn for the next 3 years. Recurrent ~EUR1.6bn
Acquisitions	- 18	-	-	-	
Financing Cash-Flow (C)	- 261	- 1 572	- 895	- 385	
Dividends	- 289	- 298	- 307	- 316	Pay-out ratio c. 30%
Share Buy-Backs	-	-	-	-	
Capital Increase	28	-	-	-	
Debt redemption	-	- 1 274	- 588	- 69	See "Debt structure and redemption schedule" table above
Change in Gross Cash	876	- 1 156	- 406	178	
Change in Gross Debt		- 1 274	- 588	- 69	
Change in Net Debt		- 118	- 182	- 247	
Gross cash - End of period	1 858	702	296	475	
Gross debt - End of period	3 297	2 023	1 435	1 366	
Net debt - End of period	1 439	1 321	1 139	891	

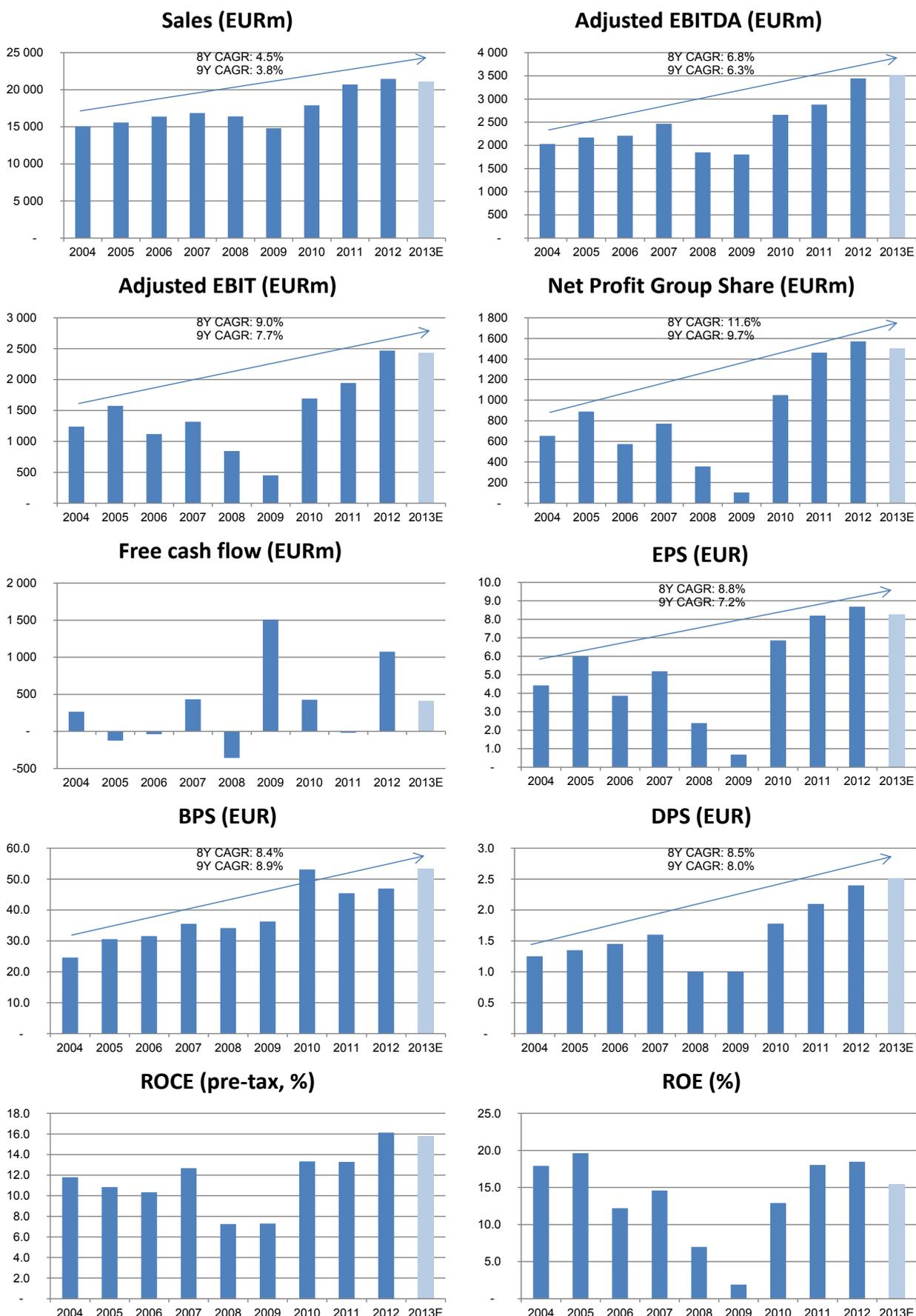
Source: CM-CIC Securities

Check-list d'investissement

Michelin: Investment due diligence check list				
	Low	Average	High	Comments
Market Structure & Dynamics				
Secular growth trends		x		Emerging Markets: Nber of car per 1000 people, etc...
Barriers to entry			x	Technological content, CAPEX intensity
Bargaining power of suppliers		x		70% of global rubber reserves are in 3 countries (Thailand, Indonesia, Malaysia)
Bargaining power of buyers	x			Largest OEM customer represents xx% of sales
Threat of substitute products	x			
Industry rivalry			x	High in Light Vehicule and Trucks, Low in Specialized Activities
Industry consolidation	x			
Industry fragmentation		x		Top 3 players ~41% of mkt: Bridgestone (~15%), Michelin (~15), Goodyear (~11)
Technological content			x	
Regulatory framework			x	New regulation being implemented in mature markets
Revenue Profile				
Cyclicality			x	Replacement (78% of sales) historically less volatile than OEM (22% of sales)
Seasonality			x	All quarters c. 25% of annual sales. Weather conditions is an important factor
Recurrence		x		Replacement represents c. 78% of sales vs. 22% for OEM
Predictability	x			
Business understandability			x	
Operating history consistency		x		
End-customer diversification			x	Largest OEM customer represents xx% of sales
End-market diversification		x		Light vehicles: 52%; Heavy vehicles: 31%; Specialized activities: 17%
Geographic diversification		x		France: 10%; Europe: 30%; North America: 36%; Rest of the World: 24%
Organic growth		x		GDP
Acquisitive growth	x			Hardly any acquisition over the last ten years
Pricing power			x	Leadership position thanks to Michelin brand (c. 80% of sales)
Profitability and Cash Flow Generation				
Fixed-costs structure			x	
Raw material dependency		x		RM ~30% of sales (Natural rubber; synthetic rubber, Butadiene, Styrene, Oil)
CAPEX intensity			x	CAPEX represents ~9% of sales
Return on capital		x		High in Specialized Activities; AVG in Light Vehicles; Low in Heavy Vehicles
Free-cash flow generation				See sector information 2004-2012
Margin resilience		x		See sector information 2004-2012
Balance Sheet and Liquidity				
Leverage	x			0.4 NFD/EBITDA
Liquidity			x	Undrawn credit lines of EUR1.6bn maturing in 2016 + EUR1.8bn in net cash
Debt structure quality		x		See Debt structure table. Bonds ~1/3 of gross financial debt
Hidden assets	x			Deferred tax assets mainly
Hidden liabilities		x		Pension provisions mainly
Working capital intensity		x		c. 25% of sales (Receivables ~20%; Inventories ~13%; Payables ~9%)
Working capital seasonality			x	The highest at June-end
Off balance sheet items	x			Leasing
Investment Considerations				
Franchise sustainability			x	Asian competitors targeting mainly entry-level segment of the market
Valuation attractiveness		x		Historically low multiples. Currently ~ in line with peers
Earnings increase potential		x		Normalized earnings c. 10% higher than 2012A. See "Normalized EBIT" table
Dividend policy consistency			x	Dividend pay-out c. 30% Dividend in cash or shares
Speculative interest	x			Partnership limited by shares (Société en Commandite par Actions - SCA)
Accounting complexity	x			
Management incentives	x			4.3m outstanding stock options and 0.7m performance shares
Management track record			x	
Stock liquidity			x	EUR50m traded per day on AVG
Stock volatility		x		360-day annualized volatility c. 32%

Source: CM-CIC Securities

Track record de croissance



Information sectorielle

Global Light Vehicle fleet evolution per geography (1994-2010, m units)																		
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
North America	227	222	228	231	235	243	251	256	267	267	270	278	288	295	299	290	291	1.6
o/w USA	198	193	198	201	204	212	218	221	230	230	231	237	245	249	250	239	240	1.2
o/w Canada	17	17	17	17	17	17	17	17	18	18	18	19	20	20	21	21	21	1.2
o/w Mexico	12	12	13	13	14	14	15	17	18	19	20	21	24	26	28	30	30	6.3
LATAM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44	46	49	52	56	5.0
Europe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	311	320	330	334	340	1.8
o/w West. Eur.	184	188	192	196	201	206	205	210	214	217	220	224	232	236	239	240	243	1.7
o/w France	30	30	31	31	32	33	34	35	35	36	36	36	36	37	37	37	38	1.4
o/w Germany	43	43	44	45	45	46	47	48	48	49	49	51	51	52	46	46	46	0.5
o/w UK	27	27	28	29	30	30	31	31	32	33	33	35	35	35	36	35	35	1.7
o/w Italy	32	33	34	34	35	35	36	37	38	38	38	39	40	40	41	41	42	1.6
o/w Spain	17	17	18	19	20	21	22	23	24	24	25	25	26	27	28	28	28	3.2
o/w Other	36	37	37	39	40	40	36	37	37	38	39	39	44	45	52	53	54	2.6
o/w East. Eur.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	79	83	91	94	97	4.2
Middle-East	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27	20	30	30	32	3.2
Africa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23	24	25	26	27	2.9
Asia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	184	195	206	225	246	6.0
BRICs	105	112	118	123	126	-	-	-	-	-	-	157	168	176	188	206	227	4.9
o/w Brasil	14	15	17	19	19	-	-	-	-	-	-	23	24	26	27	30	32	5.2
o/w Russia	16	19	21	23	23	-	-	-	-	-	-	31	33	34	38	40	41	6.0
o/w India	65	67	69	70	71	72	73	73	74	74	75	76	76	76	76	75	75	0.9
o/w China	9	10	11	12	13	-	-	-	-	-	-	27	35	40	47	61	78	14

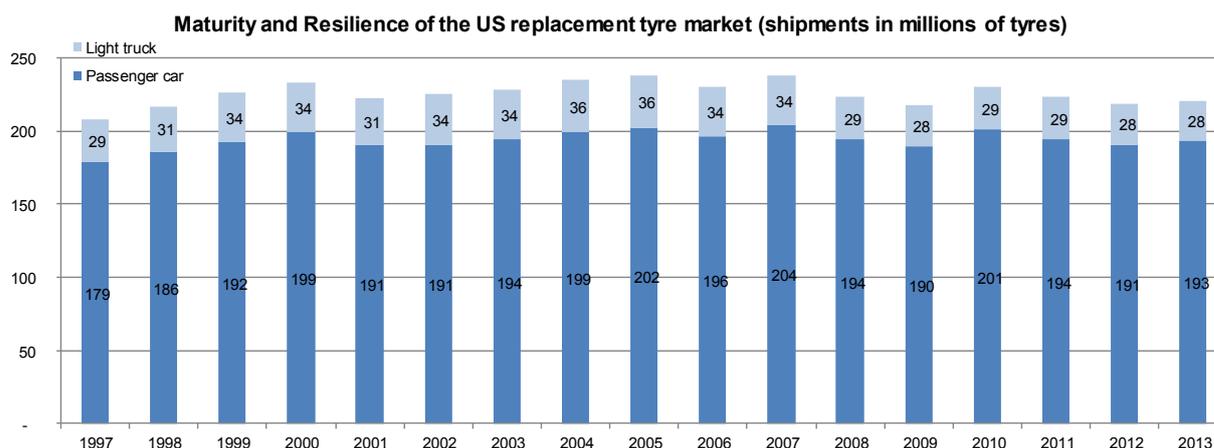
Source: Freyssenet, CCFA, Ward, CM-CIC Securities

Production and demand trends per geography					
	Vehicle production (m)	Type of tyre (%)	Vehicles per 1000 inhabitants	Breakdown of tyre sales (m)	Demand trends 2010-2015
Asia-Pacific	Passenger: 25.4 Commercial: 5.1	Radial: 52 Bias: 48	54	Passenger: 305 Commercial: 67	++++
North America	Passenger: 4.0 Commercial: 4.6	Radial: 96 Bias: 4	750	Passenger: 325 Commercial: 23	+
Latin America	Passenger: 2.9 Commercial: 0.6	Radial: 65 Bias: 35	120	Passenger: 70 Commercial: 15	+++
Europe	Passenger: 15.1 Commercial: 0.4	Radial: 79 Bias: 21	Western Europe: 550 Eastern Europe: 180	Passenger: 368 Commercial: 16	++
Africa & Middle East	Passenger: 12.0 Commercial: 0.3	Radial: 72 Bias: 28	45	Passenger: 80 Commercial: 16	++

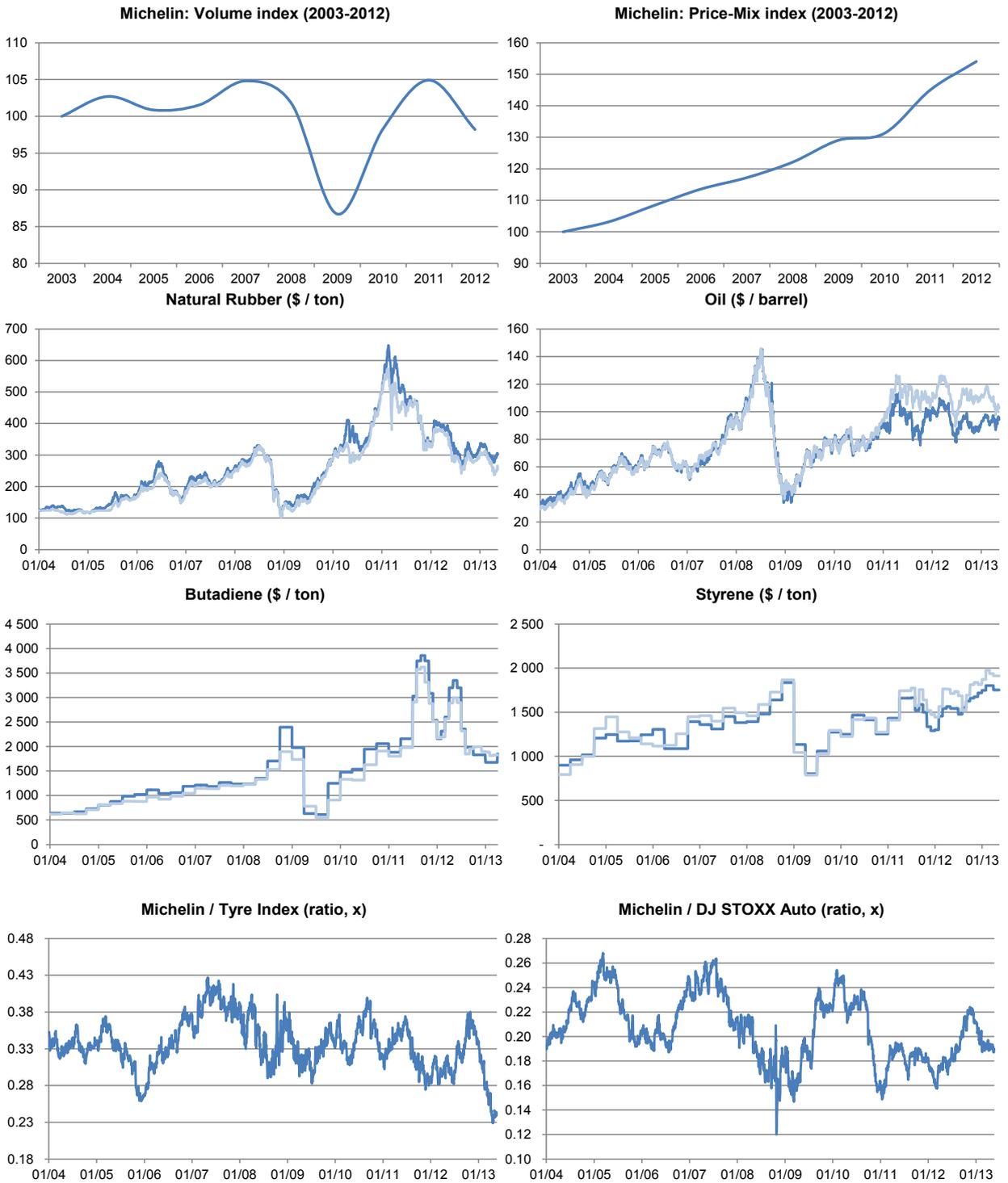
Source: Xerfi

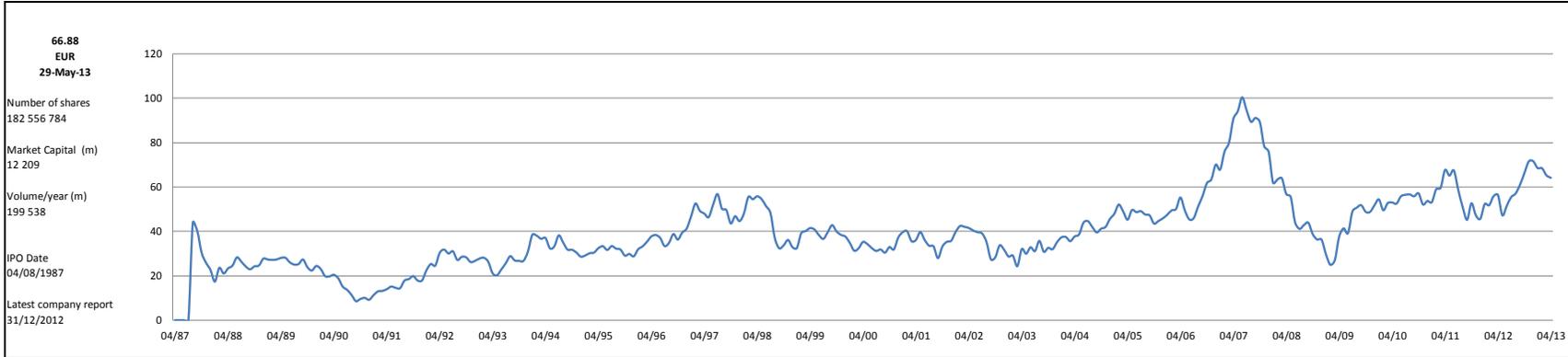
US light vehicle replacement tyres shipments (millions of tyres)																	
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Passenger car	179	186	192	199	191	191	194	199	202	196	204	194	190	201	194	191	193
Light truck	29	31	34	34	31	34	34	36	36	34	34	29	28	29	29	28	28

Source: Cooper Tires



Information sectorielle





FUNDAMENTALS																												
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
Price (High)	45.59	28.92	31.14	26.04	20.28	32.42	31.08	40.21	34.13	41.26	58.82	60.23	47.35	40.20	41.89	43.48	36.37	45.85	53.72	70.25	102.54	75.85	55.99	63.59	67.79	72.26		
Price (Low)	21.67	17.41	22.40	8.47	9.24	17.79	19.69	27.77	27.28	28.61	40.70	27.85	29.47	29.68	24.08	24.09	24.35	34.08	42.39	41.92	66.43	30.37	22.35	48.64	40.73	45.67		
EPS	--	4.01	3.51	-6.62	-0.96	0.11	-5.09	1.77	3.57	3.55	4.76	3.76	1.11	2.86	2.13	4.14	2.15	3.47	5.92	3.82	5.14	2.38	0.69	6.85	8.20	8.67		
PER (High)	--	7.22	8.88	-3.93	-21.06	294.73	-6.10	22.68	9.55	11.63	12.35	16.03	42.61	14.06	19.71	10.51	16.88	13.22	9.07	18.41	19.95	31.91	81.62	9.28	8.27	8.33		
PER (Low)	--	4.35	6.39	-1.28	-9.60	161.73	-3.86	15.67	7.63	8.06	8.55	7.41	26.52	10.38	11.33	5.83	11.30	9.82	7.16	10.98	12.92	12.78	32.58	7.10	4.97	5.27		
Nb shares (m)	86.11	90.06	105.67	109.76	109.77	109.79	109.81	111.01	118.32	124.21	141.56	141.41	136.73	135.43	135.14	145.44	148.24	148.4	148.67	149.03	150.06	152.59	176.61	180.02	182.56			
P/BV (High)	2.17	1.19	1.26	1.70	1.31	2.11	3.08	3.36	2.24	2.10	2.27	2.18	1.63	1.47	1.47	1.47	1.25	1.48	1.77	2.23	2.89	2.23	1.56	1.38	1.51	1.55		
P/BV (Low)	1.03	0.72	0.91	0.55	0.60	1.16	1.95	2.32	1.79	1.45	1.57	1.01	1.01	1.09	0.85	0.82	0.84	1.10	1.39	1.33	1.87	0.89	0.62	1.06	0.91	0.98		
BVPS	21.05	24.22	24.74	15.31	15.46	15.40	11.90	11.95	15.24	19.66	25.89	27.60	29.07	27.28	28.44	29.48	29.16	31.01	30.40	31.46	35.44	34.04	35.99	46.00	44.99	46.55		
GW	--	--	--	--	--	257	259	220	223	228	263	248	283	319	307	304	272	444	438	401	403	461	401	403	415	414		
EV/Sales (High)	0.95	0.71	0.79	0.83	0.71	0.87	0.91	0.85	0.79	0.79	0.89	0.90	0.74	0.68	0.68	0.65	0.66	0.73	0.87	0.97	1.18	1.00	0.84	0.76	0.74	0.74		
EV/Sales (Low)	0.66	0.58	0.68	0.63	0.59	0.71	0.78	0.72	0.71	0.65	0.68	0.53	0.57	0.59	0.53	0.47	0.54	0.62	0.76	0.71	0.86	0.59	0.50	0.61	0.50	0.51		
EV/EBITDA (High)	6.75	5.66	7.10	13.52	7.17	7.04	8.73	6.33	5.45	5.51	7.72	8.26	6.23	6.10	7.20	6.13	7.28	7.24	6.26	7.28	7.76	9.08	6.55	4.90	5.34	4.57		
EV/EBITDA (Low)	4.70	4.62	6.11	10.23	5.99	5.76	7.48	5.33	4.90	4.50	5.90	4.89	4.75	5.27	5.58	4.43	6.00	6.14	5.49	5.36	5.66	5.32	3.86	3.95	3.64	3.17		
EV/EBIT (High)	12.29	12.35	19.16	-54.05	33.01	24.22	193.18	17.71	12.74	12.35	15.40	18.34	14.10	14.46	20.79	13.79	44.12	15.25	9.95	12.10	11.83	18.57	12.88	7.49	7.97	6.43		
EV/EBIT (Low)	8.56	10.07	16.51	-40.91	27.55	19.82	165.57	14.91	11.44	10.09	11.76	10.87	10.74	12.50	16.11	9.97	36.33	12.93	8.72	8.90	8.62	10.88	7.59	6.03	5.43	4.46		
Sales	7155	7900	8424	9564	10313	10191	9650	10248	10078	10861	12149	12486	13763	15396	15775	15645	15370	15689	15590	16384	16867	16408	14807	17891	20719	21474		
EBITDA	1003	995	939	587	1020	1256	1002	1381	1453	1558	1408	1362	1644	1725	1486	1661	1385	1586	2167	2187	2553	1814	1909	2763	2862	3468		
Margin	14.0%	12.6%	11.1%	6.1%	9.9%	12.3%	10.4%	13.5%	14.4%	14.3%	11.6%	10.9%	11.9%	11.2%	9.4%	10.6%	9.0%	10.1%	13.9%	13.3%	15.1%	11.1%	12.9%	15.4%	13.8%	16.1%		
EBIT	551	456	348	-147	222	365	45	494	622	695	706	613	727	515	738	229	753	1364	1391	133%	151%	111%	129%	1887	970	1808	1918	2462
Margin	7.7%	5.8%	4.1%	-1.5%	2.2%	3.6%	0.5%	4.8%	6.2%	6.4%	5.8%	4.9%	5.3%	4.7%	3.3%	4.7%	1.5%	4.8%	8.7%	8.0%	9.9%	5.4%	6.6%	10.1%	9.3%	11.5%		
Net Profit	371	361	373	-733	-107	102	-559	197	426	441	592	536	154	399	296	581	318	515	878	572	774	360	106	1048	1462	1570		
Dividend	44	61	28	38	0	0	24	0	54	48	60	124	130	93	105	113	131	133	179	193	208	230	65	65	138	289		
Nb employees	117 276	119 827	124 408	140 826	138 876	130 686	124 575	117 776	114 397	119 780	123 254	127 241	130 434	128 122	127 467	126 285	127 210	126 474	127 319	115 755	113 529	110 252	102 692	105 057	108 300	107 300		
ROCE	8.80%	6.40%	4.36%	-1.76%	2.76%	4.54%	0.61%	6.95%	8.28%	9.82%	8.28%	7.18%	7.68%	8.25%	5.23%	7.05%	2.12%	7.05%	12.56%	12.43%	14.29%	7.29%	7.52%	11.19%	12.75%	16.41%		
ROCI	9.11	7.70	7.07	-12.85	-1.86	1.81	-10.35	3.87	8.33	8.63	10.84	8.97	2.45	6.24	4.53	8.17	4.26	6.85	11.65	7.62	9.91	4.30	1.21	10.31	13.39	14.9296		
Net debt	2848	3024	3372	5071	5094	5283	5338	4281	3885	3461	2541	2727	3775	5075	5035	3859	3445	3223	3899	4134	3705	4223	2898	1610	1834	1047		
Pension Funded Status	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-1251	-1458	-1699	-1347	-836	-867	-1056	-708	-1243	-1595			
Net assets	1812	2181	2614	1680	1697	1690	1327	1803	2442	3665	3902	3974	3695	3843	4287	4322	4602	4511	4677	5282	5108	5492	8124	8099	8499			
CE	4381	4987	5576	5837	5616	5623	5188	4975	5260	4958	5968	5976	6625	6173	6882	7337	7563	7476	7603	7413	8207	8520	9026	11310	10531	10501		

	2013				2014				2013				2014						
	ESN All Estimates		ESN All Estimates		ESN All Estimates		ESN All Estimates		ESN All Estimates		ESN All Estimates		ESN All Estimates						
Target Price	80	75.21							21259	21013			22110	22183					
EV/Sales	0.62	0.62		0.59	0.58					3564	3500			3732	3782				
EV/EBITDA	3.71	3.73		3.52	3.43					2464	2406			2532	2603				
EV/EBIT	5.36	5.42		5.19	4.98					1613	1510			1661	1654				
Est up (1mth)	2	0	0	0						8.2	7.5	6.8	5.9			21013	22183	23458	25426
Est down (1mth)	15	14	11	0						8.91	9.78	11.10	11.40			3500	3782	4107	4624
Last 20 days Mean Est	8.20	8.98	9.89	11.40						8.15	8.89	9.80	11.40			2406	2603	2842	3184
Nb of Estimates (Last 20 days)	19	19	14	0						6.99	7.14	7.31	11.40			11.4%	11.7%	12.1%	12.5%
EPS Mean Est. 3 Months ago	18	17	3	0						19	18	16	1			836	752	500	179

COMPANY DESCRIPTION

Activity <http://www.michelin.com>

Compagnie Générale des Établissements Michelin SCA manufactures, distributes, and sells tires. It operates through the following business segments: Passenger car and Light truck tires and related distribution, Truck tires and related distribution, and Specialty businesses. The Passenger car and Light truck tires and related distribution segment produces tires for cars and light trucks. The Truck tires and related distribution segment manufactures tires for big trucks. The Specialty businesses segment includes specialty tires for earthmover, agriculture, aircraft, and two-wheel vehicles. The company was founded by Aristide Barbier and Édouard Daubrée on July 15, 1863 and is headquartered in Clermont-Ferrand, France

Equipe Intrinsic Value France

Marc Gouget

+33 1 45 96 87 59
marc.gouget@cmcics.com

Jean-Pascal Brivady

+33 4 78 92 02 25
jeanpascal.brivady@cmcics.com

Christian Auzanneau

+33 4 78 92 01 85
christian.auzanneau@cmcics.com

Alexandre Gérard

+33 1 45 96 79 61
alexandre.gerard@cmcics.com

Equipe Intrinsic Value Allemagne

Tim Schuldt

+49 69 58997 433
tim.schuldt@equinet-ag.de

Jochen Rothenbacher

+49 69 58997 415
jochen.rothenbacher@equinet-ag.de



FRANCE



ROYAUME-UNI



ETATS-UNIS

CM-CIC Securities

6, avenue de Provence
75441 Paris Cedex 09

Tél : +33 (0)1 45 96 77 00
Fax : +33 (0)1 45 96 77 22

CM-CIC Securities

Veritas House
125 Finsbury Pavement
London EC2A 1HX

Tél : +44 (0)20 7382 1280
Fax : +44 (0)20 7556 9639

GSN North America
Member FINRA / SIPC
520 Madison Ave.
New York, NY 10022

Tél : +1 (212) 659 6250
Fax : +1 (212) 715 4472

Succursales de Lyon

CM-CIC Securities Corporate

2 rue Carnot
69002 Lyon

Tél : +33 (0)4 72 56 78 59
Tél : +33 (0)4 72 56 91 15
Tél : +33 (0)4 78 38 64 92

CM-CIC Securities Brokerage

10, rue du Bât d'Argent
69001 Lyon

Tél : +33 (0)4 78 65 24 41
Fax : +33 (0)4 78 92 01 68

Disclaimer

CM-CIC Securities, Groupe Crédit Mutuel-CIC, entreprise d'investissement agréée par le CECEI. CM-CIC Securities est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la tutelle de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers française).

CM-CIC Securities a mis en place une organisation et des procédures (ou Muraille de Chine) destinées à garantir l'indépendance des analystes financiers et la primauté des intérêts des clients. Il est notamment interdit aux analystes financiers de négocier des instruments financiers pour leur propre compte en relation avec les émetteurs et les secteurs qu'ils suivent.

Le présent document a été préparé et publié par CM-CIC Securities.

Ni CM-CIC Securities, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables de la transmission correcte et intégrale de ce document, ni de tout retard dans sa distribution. Toute utilisation, communication, reproduction ou distribution non autorisée du présent document est interdite. Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Il est strictement interdit de reproduire le présent document intégralement ou en partie ou de le transmettre à des tiers sans autorisation. Le présent document a été préparé et publié par CM-CIC Securities. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources. Ni CM-CIC Securities, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de ceux-ci) ne garantissent leur exactitude ni leur intégralité, et ni CM-CIC Securities, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit. CM-CIC Securities, ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) peuvent rendre des services d'investissement ou des services connexes, ou solliciter des mandats pour des services d'investissement ou des services connexes aux sociétés ou personnes ou autres entités mentionnées dans le présent document.

Le présent document a été préparé à l'intention des seuls clients du groupe CM-CIC Securities et ses filiales. Ils ne répondent pas aux objectifs d'investissement, à la situation financière ou aux besoins particuliers de tout individu susceptible de les recevoir. Il est déconseillé de prendre une décision sur la seule foi de ce document. Les investisseurs devraient solliciter des conseils financiers pour s'assurer de l'opportunité d'acheter les titres ou les stratégies d'investissement examinés ou recommandés dans le présent document, et devraient comprendre que des opinions relatives aux perspectives futures peuvent ne pas se réaliser. Les investisseurs devraient noter que tout revenu provenant de ces titres peut fluctuer et que le cours des titres peut augmenter ou baisser. Ainsi, les investisseurs peuvent récupérer moins que leur investissement initial. Les performances passées ne présument en rien des performances futures.

Les taux de change des devises peuvent avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou les revenus des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. En outre, les investisseurs qui détiennent des titres comme les American Depositary Receipts (ADR), dont la valeur varie en fonction de la devise du titre sous-jacent, assument effectivement un risque devises.

Cette recherche est destinée au seul usage interne du destinataire, sauf notre accord préalable.

Ce document est destiné aux clients classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la directive MIF. Si un particulier « non professionnel » venait à être en possession du présent document, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CM-CIC Securities : www.cmcics.com