

LE POINT DE VUE DU GERANT

JUIN 2024

Chers investisseurs,

A l'occasion de cette nouvelle lettre, les premiers rayons de soleil nous ont donné envie de vous emmener sur les routes de campagne d'Emilie-Romagne au volant d'une « automobile » de caractère. Vous l'aurez compris, ce billet traitera de l'entreprise Ferrari, du nom de son auguste fondateur Enzo Ferrari, devenue au fil des années la plus grande capitalisation boursière italienne avec près de 70 milliards.

Enzo Ferrari fonde en 1929 la Scuderia Ferrari, une écurie de course pour le compte d'Alfa Romeo. En 1940, l'écurie commence à développer ses propres voitures de compétition. Mais comme de nombreux pairs, Ferrari a failli connaître la banqueroute, plombée par la vision du fondateur, qui souhaitait réserver l'usage de ses bolides aux sportifs chevronnés, plutôt qu'aux amateurs fortunés. Cette politique aura précipité l'entrée au capital du groupe Fiat, qui acquit 50% du constructeur en 1969 puis porta sa participation à 90% à la suite du décès d'Enzo Ferrari en 1988. Son fils, Piero Ferrari, conserve une participation de 10%. En 2014, Fiat Chrysler annonce un *spin-off* afin de distinguer Ferrari de sa maison mère, principalement dans le but de récupérer des liquidités. Depuis cette séparation, la famille Agnelli, par le biais de sa holding Exor, détient 24,44% de Ferrari, tandis que Piero Ferrari en possède 10,39%. Ferrari bénéficie d'une double cotation à NY et Milan.

Les activités du groupe se décomposent en quatre segments : la vente de voitures et de pièces détachées (85,7% des revenus), les sponsors et les accords commerciaux liés à la Formule 1 qui contribuent quant à eux à hauteur de 9,6%, et enfin, les ventes de moteurs et les autres revenus, qui sont plus minimes, avec respectivement 2,6% et 2,1% du CA. Nous nous concentrerons dans ce billet sur les deux premiers segments.

Très rapidement, l'entreprise a compris la nécessité de se positionner à la limite des secteurs de l'automobile et du luxe afin de conjuguer son savoir-faire et son expertise face aux demandes toujours plus exigeantes de sa clientèle. Toutefois, conscient de l'impact colossal de l'entreprise dans l'imaginaire de nombre de passionnés, Ferrari a su développer une gamme de modèles « abordables ». Au sein de la division de vente de voiture, elles représentent 96% des ventes en volume mais avec une contribution moindre aux marges qui sont principalement réalisées par les catégories « voitures spéciales », Icona et *supercars*. Un point très important est la contribution (18% des revenus) issue de la personnalisation des véhicules : différentes options et services de couture pour la sellerie. Ferrari bascule ici vers une approche sur mesure du client, augmentant ainsi ses marges tout en renforçant son image de marque. Depuis plusieurs années, Ferrari conçoit des éditions spéciales réservées aux clients les plus fidèles, avec des modèles dépassant les 1.5M€ l'unité.

Un point rapide mérite d'être fait sur la partie sponsors et accords commerciaux liés à la F1. Depuis quelques années, les droits TV du championnat ont fortement augmenté tandis que la FIA a instauré une limitation des dépenses (*spending cap*), destinée à favoriser la concurrence, ce qui a eu pour effet d'améliorer sensiblement la rentabilité du segment.

Grâce à ce positionnement habile, le CA de l'entreprise connaît un CAGR sur les 5 dernières années de plus de 14% mais surtout de 40% au niveau des BPA grâce à un effet de levier opérationnel très efficace. En effet, la marge EBITDA du constructeur est passée de 33% en 2019 à 39% anticipé pour 2024. La rentabilité sur capitaux propre du groupe est aujourd'hui de 43% ! A titre de comparaison, la moyenne du secteur automobile se situe à 18.2% tandis que celle du secteur du luxe se situe à 29.5%. Cela donne une idée de la qualité de l'outil productif de Ferrari et de sa capacité à augmenter les prix.

La performance boursière de l'entreprise depuis sa première cotation en bourse (2015) est extrême solide et constante avec plus de 33% de taux de rendement annuel et n'est que le reflet de ce que nous cherchons dans nos sociétés : savoir-faire permettant d'être incontournable et de constituer autant de barrières à l'entrée, qualité du management, visibilité et clarté de la stratégie de développement.

Comme dans tout dossier de ce type, l'important reste d'être constant dans vos investissements. Ne pas céder à la panique comme en 2020 et ne pas écouter ceux qui considèrent depuis près de 10 ans que le titre est surévalué. Ferrari constitue ainsi un autre bel exemple de création de valeur à long terme qui l'a conduit à devenir la 5^e position de votre fonds Prévoir Gestion Actions et de se situer à la porte du top 10 de votre fonds international Prévoir Pangea.

Gérant
Louis PUGA

