

Antero Midstream

PORTEFEUILLE DAUBASSES 2

Bourse de New York - Ticker : AM / ISIN : **US03676B1026**



- Cap sur le gaz américain -

Date de l'analyse : 25.05.2023

Cours d'achat : 10,55 USD

Objectif de cours : 12,89 USD (potentiel de +22%)

Objectif de rendement annualisé : +11,5%/an d'ici à 2027

Présentation

Antero Midstream (AM) est une entreprise américaine du secteur de l'énergie. Elle détient et opère un réseau de pipelines qui sert principalement les activités de la société Antero Resources (AR). Implanté dans le Nord Est américain, AR est l'un des plus gros producteurs de GNL aux États-Unis (voir [présentation sur le forum](#)) avec des réserves estimées à plusieurs décennies. Antero Resources est par ailleurs le principal actionnaire d'Antero Midstream avec 29,1% du capital à fin 2022.

Les actifs d'AM sont constitués d'un réseau de collecte et de compression du gaz, ainsi que de systèmes de gestion et d'acheminement de l'eau pour la fracturation hydraulique sur les sites d'AR. À fin 2022, AM disposait d'un réseau de gaz de 620 miles (près de 1 000 km), dont 390 miles

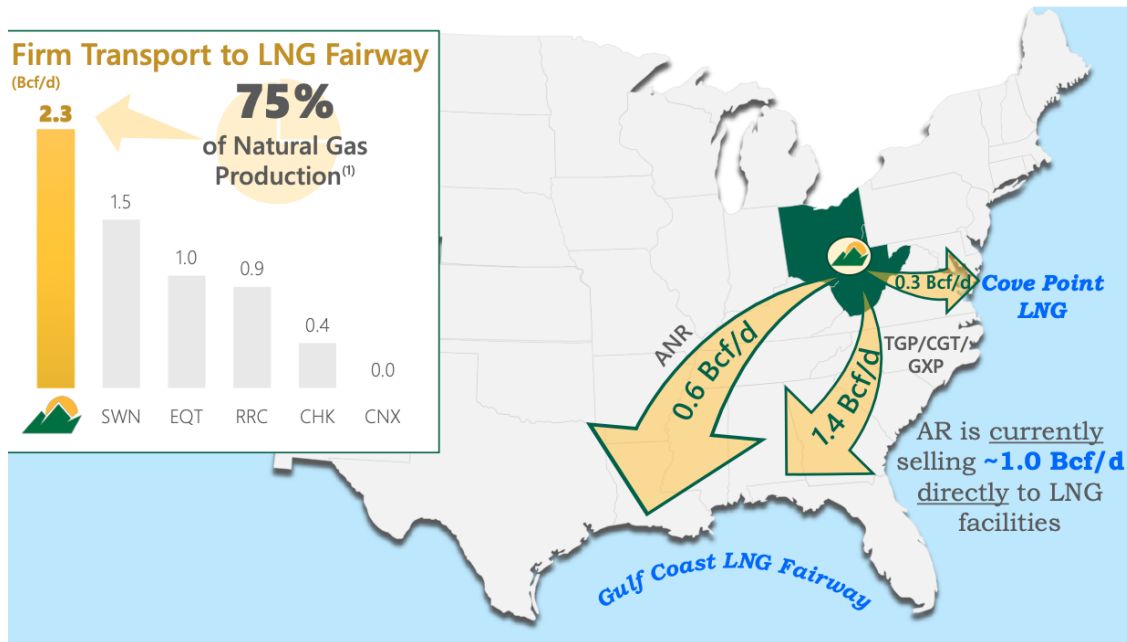
Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

en basse pression et 230 miles en haute pression, ainsi que d'un réseau d'eau de 363 miles (580 km).

75% de la production d'AR est expédiée vers des terminaux méthaniers et emprunte ces réseaux de pipelines.

75% of Antero's Natural Gas is Delivered to the LNG Fairways



Des destins liés

Antero Resources et Antero Midstream ont conclu un accord en 2019. Cet accord prévoit le paiement d'une redevance par AR à AM en fonction des volumes de collecte et de compression.

Le montant de la redevance est revu de manière annuelle en fonction de l'évolution de l'indice des prix à la consommation. L'accord est renouvelé tacitement chaque année avec la possibilité pour chaque partie d'y mettre fin au moins 180 jours avant l'échéance annuelle.

AR s'est par ailleurs engagé à recourir aux services d'AM pour tout nouveau projet d'extraction. L'accord prévoit une rémunération minimale en cas de construction d'une nouvelle installation basée soit 1/ sur un volume d'au moins 75% de la capacité maximale de collecte et 70% de la

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](https://forum.daubasses.com)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

capacité maximale de compression pendant 10 ans ou 2/ sur un retour sur investissement de 13%/an pendant 7 ans.

Au 31 mars 2023, les revenus garantis par AR à AM s'élèvent à 1 738 millions \$ (1/3 de l'EBITDA prévisionnel attendu d'ici à fin 207) et s'échelonnent de la manière suivante :

Remainder of year ending December 31, 2023	\$	232,582
Year ending December 31, 2024		316,492
Year ending December 31, 2025		298,143
Year ending December 31, 2026		284,327
Year ending December 31, 2027		224,150
Thereafter		382,434
Total	\$	1,738,128

source : [10-Q 31.03.2023](#) (chiffres en milliers)

L'accord comprend également une mesure incitative de volumes (en basse pression) valable jusqu'en décembre 2023. Cette incitation financière peut atteindre 12 à 19 millions de dollars par trimestre en fonction des volumes traités. Au cours de l'exercice 2022, AR a bénéficié à ce titre d'une ristourne annuelle de 48 millions de dollars.

L'activité d'AM repose en quasi-totalité sur celle d'AR. Si les revenus d'AM (et son cours de bourse) sont beaucoup moins volatils et dépendants du prix du gaz que ceux d'AR, le destin de ces deux sociétés n'en est pas moins étroitement lié.

À long terme, notre opérateur de pipelines est indirectement exposé aux mêmes risques que son principal actionnaire :

- ralentissement du développement de nouveaux projets
- volatilité du prix du gaz naturel, du GNL et du pétrole
- capacité d'AR à financer ses nouveaux projets
- capacité d'AR à renouveler ses réserves de gaz et pétrole
- risques liés au forage et à l'exploitation
- risques réglementaires et environnementaux
- ...

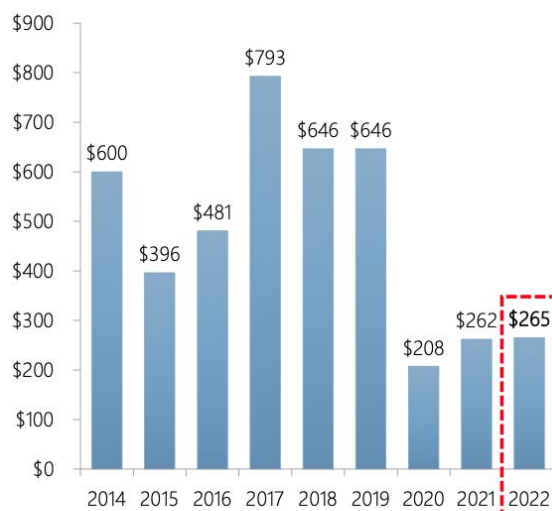
Une montée en cadence progressive

Au cours des exercices qui ont suivi son introduction en bourse (2014), AM a fait face à des dépenses d'investissement soutenues pour développer ses infrastructures. Sur la période 2014-2019, les dépenses d'investissement (CAPEX) se sont élevées en moyenne à 594 millions \$ / an.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

Capital Expenditures
(\$MM)



Outlook: Declining through 2027

source : [présentation de la société \(15.05.2023\)](#)

Depuis 2020, le niveau des investissements a fortement baissé (moyenne de 245 millions \$ / an sur 3 ans) et cette tendance à la baisse devrait se poursuivre jusqu'en 2027.

Ce recul des investissements a permis une forte croissance des flux de trésorerie disponibles (après paiement des charges financières). D'une moyenne de -110 millions \$ / an sur la période 2017-2019, l'excédent de trésorerie a atteint une moyenne de +455 millions \$ / an sur les 3 derniers exercices.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (prévisions*)
EBITDA ajusté	529	628	830	850	876	884	970
Charges financières	38	62	131	147	175	190	210
Dépenses d'investissement	793	646	646	208	262	265	190
Flux de trésorerie avant dividende	(302)	(81)	53	496	439	429	570
Dividende	317	464	608	586	430	431	430
Flux de trésorerie après dividende	(619)	(544)	(555)	(91)	10	(1)	140

*milieu de la fourchette annoncée dans [les dernières prévisions \(15.05.2023\)](#)

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Depuis 2015, et avant même d'être bénéficiaire, AM a versé un dividende généreux à ses actionnaires, mais ce n'est que depuis 2021 que le flux de trésorerie disponible permet de couvrir intégralement ce dividende.

En 2022, le coupon s'est élevé à 0,225\$ par action par trimestre, soit une rémunération annuelle totale de 0,90\$ par titre qui procure un rendement de 8,5% au cours actuel.

Pour 2023, la hausse prévisionnelle de l'EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) et la baisse attendue des dépenses d'investissement devraient conduire à un flux de trésorerie disponible en progression de +33% à 570 millions \$.

Après paiement du dividende (dont le montant devrait resté inchangé), la société devrait se retrouver avec un excédent de trésorerie de l'ordre de 140 millions \$ qui sera vraisemblablement affecté au remboursement de la dette. C'est le choix qui a été fait au 1^{er} trimestre 2023 avec un remboursement de 30 millions \$ de la ligne de crédit (solde de -751 millions \$ au 31.03.2023).

Une bonne visibilité

Sauf évènement majeur impactant le secteur de l'énergie ou spécifiquement AR, les actifs d'AM devraient générer des flux de trésorerie récurrents et stables au cours des prochaines années.

Dans sa dernière [présentation](#) (15.05.2023), le management a fait les prévisions suivantes pour la période 2023-2027 :

- croissance annualisée de l'EBITDA dans une fourchette de 2 à 4%
- flux de trésorerie disponibles cumulés compris dans une fourchette de 3,15 à 3,45 milliards \$
- flux de trésorerie disponibles cumulés après dividendes compris dans une fourchette de 1,0 à 1,3 milliards \$

Il est également prévu d'augmenter le retour aux actionnaires si l'endettement se réduit (ratio dette/EBITDA < 3).

À partir de ces prévisions, nous avons fait une projection des niveaux de flux et de la dette à l'horizon 2027 :

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

	2023	2024	2025	2026	2027	Cumul 5 ans
EBITDA ajusté	970	999	1 029	1 060	1 092	5 150
- Charges financières	210	210	210	210	210	1 050
- Dépenses d'investissement	190	169	149	150	142	800
= Flux de trésorerie avant dividende	570	620	670	700	740	3 300
- Dividende	430	431	431	479	527	2 297
<i>Dividende/action</i>	<i>0,90\$</i>	<i>0,90\$</i>	<i>0,90\$</i>	<i>1\$</i>	<i>1,10\$</i>	<i>4,80\$</i>
= Flux de trésorerie après dividende	140	189	239	221	213	1 003

Dette au 31.12	3 221	3 032	2 792	2 571	2 358
Ratio dette/EBITDA	3,3	3,0	2,7	2,4	2,2

Ces prévisions reposent sur les hypothèses suivantes :

- les charges financières seront stables (obligations à taux fixes/ pas d'échéance majeure avant 2026)
- la société fera rouler sa dette obligataire (2 600 millions \$), dont la première échéance est prévue pour 2026 à des conditions proches des conditions actuelles (taux compris entre 5,375% et 7,875%). Cette hypothèse paraît réaliste dans la mesure où la situation financière de la société devrait s'améliorer d'ici 2026.
- les dépenses d'investissement vont se stabiliser autour de 150 millions \$ / an
- le flux de trésorerie disponible après paiement du dividende sera intégralement consacré au remboursement de la dette
- le flux de trésorerie disponible avant et après dividende sera respectivement dans le milieu et dans le bas de la fourchette annoncée par le management
- le ratio dette/EBITDA sera inférieur à 3 d'ici fin 2025
- le dividende sera revu à la hausse à 1\$ en 2026 puis 1,10\$ en 2027

Thèse d'investissement

En investissant dans AM, notre idée est d'acquérir une valeur de rendement offrant une visibilité correcte (à condition bien sûr que le marché du gaz ne connaisse pas de bouleversements majeurs) et qui pourrait bénéficier d'une baisse des taux d'intérêt.

Nous voyons ce titre comme une alternative à un investissement en obligations, souvent compliqué et difficilement accessible aux investisseurs particuliers (voir [les discussions à ce sujet sur le forum](#)).

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

LES DAUBASSES

Les obligations d'état américaines à 5 ans offre à ce jour un rendement de 3,82%. Le titre AM procure de son côté un rendement de 8,53%. La prime de risque implicite de l'action par rapport à cette obligation est donc de $8,53 - 3,82 = 4,71\%$.

À prime de risque constante et en retenant l'hypothèse d'un dividende de 1,10\$ à l'horizon 2027, nous avons estimé une valeur cible et un objectif de rendement global pour l'action en fonction de l'évolution des taux obligataires :

	taux actuel								
Rendement obligations américaines à 5 ans	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	3,82%	4,00%	4,50%	4,75%	5,00%
Rendement cible*	6,71%	7,21%	7,71%	8,21%	8,53%	8,71%	9,21%	9,46%	9,71%
Cours cible	16,39	15,25	14,27	13,40	12,89	12,63	11,94	11,63	11,33
Potentiel cible	55%	45%	35%	27%	22%	20%	13%	10%	7%
Gain total par titre (plus-value + dividende)	10,19	9,05	8,07	7,20	6,69	6,43	5,74	5,43	5,13
Rendement global	97%	86%	76%	68%	63%	61%	54%	51%	49%
Rendement global annualisé	16,2%	14,8%	13,5%	12,3%	11,5%	11,2%	10,1%	9,7%	9,2%

*taux obligation 5 ans + prime de risque de 4,71%

Une baisse des rendements obligataires fera mécaniquement augmenter la valeur cible de l'entreprise, toutes choses égales par ailleurs. Par exemple, si le taux de l'obligation recule à 3,0%, la valeur cible progressera de +11% à 14,27 EUR ($1,10\$ / \text{rendement cible de } 7,71\% (= \text{taux sans risque de } 3,0\% + \text{prime de risque de } 4,71\%)$). Le rendement global prévisionnel sera ainsi de +76%, soit un rendement annualisé de +13,5%.

À l'inverse, si les taux à 5 ans augmentent, l'impact sur la valeur cible d'AM sera négatif. Dans le cas d'un scénario défavorable (hausse du rendement obligataire à 5%), le rendement global annualisé serait malgré tout de +9,2% à horizon 2027.

Évidemment, la réalisation de ces différents scénarios est avant tout conditionnée à l'atteinte des objectifs fixés par le management. **Tout évènement de nature à remettre en cause la hausse progressive du dividende jusqu'à 1,10\$ (ralentissement de la demande de gaz au niveau mondial, forte baisse des prix de l'énergie, difficultés opérationnelles ou financières d'AR, changement de réglementation, nouvelles contraintes environnementales, ...) remettrait en question notre thèse d'investissement, ou a minima nous conduirait à revoir notre objectif sur le valeur.**

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

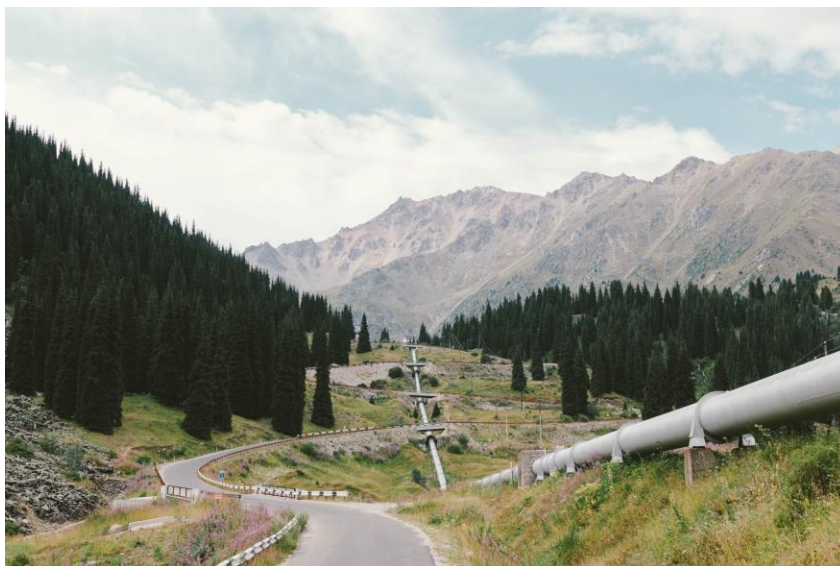
Conclusion

Le titre AM nous semble offrir un couple rendement/risque favorable dans la mesure où nous pensons que la demande de gaz va rester à un niveau soutenu ces prochaines années et que les taux obligataires finiront tôt ou tard par retrouver un niveau proche de leur moyenne à long terme (depuis 2000, le taux moyen des obligations américaines à 5 ans est de 2,6% - source [Yahoo finance](#)).

Antero Resources et Antero Midstream présentent deux options singulières pour s'exposer au marché mondial du gaz via l'export par bateaux de GNL américain.

La 1^{ère} bénéficie d'une exposition directe au prix de l'énergie avec un fort effet de levier. Elle ne verse pas de dividendes, mais rachète ses actions et rembourse sa dette.

La 2nd permet au contraire de limiter l'effet de levier (moins de potentiel explosif à la hausse). Ses revenus ne sont pas directement dépendants des prix du gaz. Elle offre ainsi une meilleure visibilité, procure un rendement attractif, et présente un profil qui se rapproche un peu de celui d'une obligation.



Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

daubasses.com

© Tous droits réservés