

Aperam

PÉPITES PEA

Bourse d'Amsterdam - Ticker : APAM / ISIN : LU0569974404



- Une famille au caractère bien trempé -

Date de l'analyse : 22.04.2024

Cours d'achat : 27,52 EUR

Objectif de cours : 42,93 EUR (potentiel de +56%)

Présentation

Aperam est un acteur mondial de l'acier présent dans plus de 40 pays. Le groupe dispose d'une capacité de production d'aciers plats inoxydables et électriques de 2,5 millions de tonnes. La production est répartie sur six sites industriels au Brésil, en Belgique et en France.

Aperam est par ailleurs un leader des aciers spéciaux à haute valeur ajoutée. Le groupe assure également la collecte et le recyclage de déchets d'acier inoxydable et d'alliages haute performance.

Ses produits sont destinés aux secteurs de l'aéronautique, de l'automobile, de la restauration, de l'électroménager, de l'ingénierie électrique, du médical, ou encore de l'énergie.

L'entreprise compte 11 500 employés. En 2023, le chiffre d'affaires s'est établi à 6,6 milliards d'euros pour 2,2 millions de tonnes d'acier expédiées.

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

Historique et organisation du groupe

Aperam est un spin-off (scission) de la branche aciers inoxydables et aciers spéciaux d'Arcelor Mittal. L'opération a été validée lors d'une Assemblée Générale Extraordinaire le 25 janvier 2011. La famille Mittal est restée l'actionnaire de référence avec plus de 40% des droits de vote.

Le 27 décembre 2021, Aperam a annoncé la finalisation de l'acquisition de la société ELG, un leader de la collecte et du recyclage d'aciers inoxydables et d'alliages haute performance.

Désormais, le groupe s'organise autour de 4 divisions :

- Aciers inoxydables et électriques (production),
- Services et solutions (distribution, négoce, produits personnalisés),
- Alliages et aciers spéciaux,
- Recyclages et énergies renouvelables.

Des résultats volatils

Au même titre que notre distributeur d'aciers spéciaux [Jacquet Metals](#), les résultats d'Aperam sont volatils. Ils dépendent des prix et de la demande d'acier, de la disponibilité des matières premières, des prix de l'énergie, de l'évolution des taux de change (15% du chiffre d'affaires 2023 réalisé au Brésil, 12% aux États-Unis et 9% en Asie/Afrique), ...

Au cours des 8 derniers exercices, le chiffre d'affaires a progressé à un rythme annualisé de +6,5%. L'EBITDA ajusté (= hors éléments non récurrents) s'est établi dans une fourchette de 293 millions EUR (2020 = crise covid) à 1 042 millions EUR (2021 = reprise post crise sanitaire et envolée des prix de l'acier).

En moyenne sur 8 ans, le taux de marge d'EBITDA est de 10,9% et le taux de marge opérationnelle de 8,4%.

Les deux exercices qui ont suivi le spin-off de 2011 ont été déficitaires. Depuis, les résultats ont toujours été dans le vert. Sur les 8 derniers exercices, le bénéfice par action ressort en moyenne à **4,81 EUR** (plus bas de 1,85 EUR en 2019 et record absolu de 12,43 EUR en 2021).

LES DAUBASSES

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chiffre d'affaires	4265	5 051	4 677	4 240	3 624	5 102	8 156	6 592
EBITDA ajusté	469	516	504	340	293	1 060	1 129	304
Taux de marge	11,0%	10,2%	10,8%	8,0%	8,1%	20,8%	13,8%	4,6%
Résultat opérationnel	317	447	361	207	199	1 042	890	89
Taux de marge	7,4%	8,8%	7,7%	4,9%	5,5%	20,4%	10,9%	1,4%
Résultat net part du groupe	214	361	286	148	175	968	625	203
Bénéfice par action	2,51	4,64	3,42	1,85	2,19	12,43	8,66	2,81
Retour sur fonds propres	9,1%	13,1%	10,3%	6,0%	7,6%	37,6%	19,7%	5,9%

Aperam cherche à réduire la volatilité de ses résultats. C'est dans cette optique (et sans doute pour verdir son image) que le groupe a créé la division **Recyclage et Énergies renouvelables** en 2022. Celle-ci a contribué à plus de la moitié de l'EBITDA 2023 (156 M EUR) dans un contexte difficile pour les 2 principales divisions.

Cette division s'organise autour de 3 activités :

- **Aperam Recyclage** (anciennement ELG) est spécialisée dans le recyclage des métaux. Elle dispose d'une cinquantaine de sites en Amérique du Nord, Europe, Asie, Australie et Afrique du Sud.
- **Recyco** est une installation de recyclage à four à arc électrique qui traite les déchets métallurgiques. Le site est situé à Isbergues dans le Pas-de-Calais.
- **Aperam BioEnergia** produit du biochar, un charbon obtenu par pyrolyse de biomasse issue de forêts détenues par l'entreprise. Ce charbon est utilisé dans le processus de fabrication de l'acier et constitue une alternative au charbon fossile.

Un plan stratégique à long terme

Depuis son spin-off en 2011, le groupe a mis en œuvre un plan stratégique, renouvelé tous les 3 ou 4 ans, afin d'améliorer ses performances financières.

La phase 4 (2021-2023) vient de s'achever. Elle a permis de réaliser un gain de 186 millions EUR, au-delà de l'objectif de 150 millions EUR. Ce gain de performance résulte de la croissance, d'une amélioration du mix produit et d'une réduction des coûts d'approvisionnement.

Le groupe entre désormais dans la phase 5 (2024-2026) avec pour objectif de réaliser un gain de 200 millions EUR sur la période, dont 50 millions EUR de réduction de coûts en Europe en réponse au contexte inflationniste. Les autres leviers sont une optimisation des approvisionnements, une amélioration du mix produit de la divisions S&E (Aciers inoxydables et électriques), une croissance dans les énergies renouvelables et les alliages.

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

LES DAUBASSES

Jusqu'à présent, les objectifs du groupe ont été atteints à chaque phase (277 millions EUR pour un objectif de 250 millions EUR pour la phase 1, ...). Le management semble réaliste dans ses prévisions.

PHASE 1 2011-13 Restructuring Target: €250M / €277m	PHASE 2 2014-17 (\$225M) Asset upgrade Target: €200M / €232m	PHASE 3 2018-20 (€200M) Transformation Target: €200M / €223m	PHASE 4 2021-23 (€150M) Footprint & Growth Target: €150M / €185m	PHASE 5 2024-26 (€200M) Efficiency Target: €200M /
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Footprint change ▶ SG&A reduction ▶ Asset upgrade ▶ Energy mix Brazil ▶ EU product portfolio 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Asset upgrades* ▶ Automation ▶ Quality & Yield ▶ De-bottlenecking ▶ Brazil product portfolio 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ New technology Automation / sensors ▶ Raw material purchasing ▶ Digital transformation ▶ Procurement ▶ Distribution growth & top line 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Footprint change ▶ Sourcing & Procurement ▶ Brazil product portfolio ▶ Specialty products ▶ Alloys growth 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ SG&A reduction ▶ Sourcing & Procurement ▶ S&E mix improvement ▶ BioEnergia growth & new business models ▶ Alloys growth
▶ Headcount related upgrade	▶ Other cost measure	▶ Growth measure		
*e.g. A&S wire rod mill, Brazil downstream, Genk & Gueugnon downstream upgrade, Isbergues LC2I upgrade				

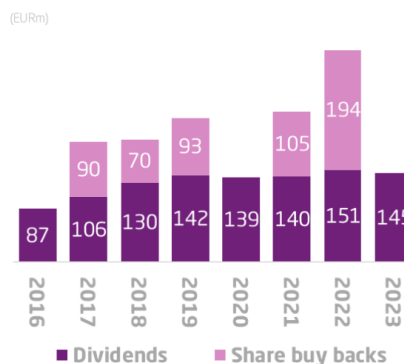
source : [value strategy](#), p.7

Une allocation du capital équilibrée

Les actionnaires d'Aperam, pour rappel, en tête desquels la famille Mittal, ne sont pas malheureux.

Sur la période 2016-2023, le montant cumulé des dividendes et des rachats d'actions s'est monté à 1 592 millions EUR, soit environ 80% de la capitalisation actuelle.

APERAM CASH RETURN TO SHAREHOLDERS



source : [value strategy](#), p.3

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

Lorsque les résultats sont bons comme en 2021 et 2022, le groupe n'hésite pas à racheter massivement des titres sur le marché afin de les annuler. Le nombre d'actions en circulation a baissé de 15,3% entre fin 2016 et fin 2023.

Le dividende est de son côté en croissance régulière depuis 2016 (+115% sur 8 ans). Au titre de l'exercice 2023, il s'établit à **2,00 EUR** par titre (0,50 EUR par trimestre). Au cours actuel, le rendement est de 7,3%.

Un rendement confortable que le groupe semble vouloir maintenir car même lors des années difficiles (2019, 2020 et 2023), le coupon n'a pas été revu à la baisse.

Cette politique de distribution généreuse ne s'est faite ni au détriment des opportunités de croissance externe (acquisition d'ELG en 2021 sur la base d'une valeur d'entreprise de 357 millions EUR), ni de la solidité financière du groupe. Au 31 décembre 2023, [notre ratio de solvabilité maison](#) ressortait à 60% contre 57% à fin 2016.

Fin 2023, Aperam présentait des capitaux propres de 3 450 millions EUR, une dette nette de 491 millions EUR et un goodwill de 452 millions EUR. La situation financière est saine et n'appelle pas d'inquiétude de notre part. Le principal point d'attention est le stock. Sa valeur nette est de 2 281 millions EUR à fin 2023.

Notons enfin que **la création de valeur cumulée** (hausse des fonds propres / action + dividendes) ressort à +109% sur 8 ans, soit une croissance annualisée de **+11,1%**.

Valorisation

Comme pour Jacquet Metals, une partie de la décote actuelle du titre (ratio cours / fonds propres de 0,58) s'explique sans doute par les craintes du marché quant à la valeur du stock.

Le groupe valorise son stock au plus bas du coût de revient ou de la valeur nette de réalisation. La valeur nette de réalisation correspond au prix de vente estimé dans le cours normal de l'activité diminué des coûts nécessaires à la réalisation de la vente. Si la demande d'acier ralentit, les prix s'ajusteront à la baisse avec un impact direct sur la valeur du stock d'Aperam. Ce phénomène explique en partie le recul de l'EBITDA en 2023.

C'est un risque à prendre en compte, mais comme pour Jacquet Metals, nous n'allons pas nous hasarder à faire des pronostics sur les prix ou la demande d'acier.

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

LES DAUBASSES

Nous allons valoriser le titre sur la base de ses ratios de valorisation historiques sur fonds propres d'une part et sur bénéfices de l'autre.

1. Prix / fonds propres (*price-to-book*)

Sur les 8 dernières années, le titre s'est échangé en moyenne à 0,99x ses fonds propres. Pour tenir compte de la dégradation de l'environnement économique et de la hausse des taux d'intérêt, nous retenons un multiple de 0,90x. Avec des fonds propres par action de **47,30 EUR** au 31 décembre 2023, notre 1ère valorisation ressort à :

$$0,9 \times 47,30 = \mathbf{42,57 \text{ EUR}}$$

2. Prix / bénéfices (PER = *Price-earnings ratio*)

Sur les 8 dernières années, le titre s'est échangé en moyenne à 9,9x son résultat net.

Les résultats étant volatils, nous retenons la moyenne des 8 dernières années pour le bénéfice par action. Celle-ci s'élève à **4,81 EUR** (plus bas à 1,85 EUR en 2019 et plus haut à 12,843 EUR en 2022). Par ailleurs, pour tenir compte de la dégradation de l'environnement économique et de la hausse des taux d'intérêt, nous retenons un multiple de bénéfice plus conservateur à 9x.

Notre 2ème valorisation ressort à :

$$9 \times 4,81 = \mathbf{43,29 \text{ EUR}}$$

Notre objectif de cours est la moyenne de ces 2 valorisations = **42,93 EUR**

Au cours actuel, le potentiel est de +56%.

Conclusion

Nous pourrions rédiger une conclusion assez similaire à celle de l'analyse de Jacquet Metals. En synthèse, après des exercices 2021 et 2022 records, l'exercice 2023 a marqué un retour sur terre dans un contexte de baisse des volumes et des prix. Aperam est une valeur cyclique et bien malin celui qui peut prévoir l'évolution de la demande et des prix de l'acier dans un futur proche.

Face à cette incertitude, nous apprécions :

- le côté « *skin in the game* ». La famille Mittal détient 37,8% du capital (au 31.03.2024) et tient les rênes de l'entreprise. Lakshmi Mittal est président du conseil de surveillance. Ses enfants, Aditya (48 ans) et Vanisha (43 ans), occupent pour l'un une place au conseil de surveillance et

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

LES DAUBASSES

pour l'autre un poste opérationnel de directrice générale de la stratégie. La relève est assurée et il nous semble que l'entreprise est entre de bonnes mains.

- la relation privilégiée avec ArcelorMittal. Elle permet par exemple à Aperam de s'approvisionner en gaz naturel et électricité auprès de la filiale énergie d'ArcelorMittal ; et donc à des conditions privilégiées.

- la diversification du groupe dans le recyclage et les énergies renouvelables. Cette diversification devrait permettre de réduire dans une certaine mesure la volatilité des résultats.

- l'allocation du capital. Le groupe rémunère bien ses actionnaires, mais cela ne se fait pas au dépens de la solidité financière ni des opportunités de développement.

- le plan stratégique qui vise à améliorer en permanence la performance opérationnelle de l'entreprise.

- à moyen/long terme, la transition énergétique, les nouvelles mobilités, ... qui devraient soutenir la demande d'acier.

Au regard de ces points et de la décote actuelle de 42% sur les fonds propres, nous pensons que le titre à sa place dans le *Portefeuille Pépites PEA*.



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.

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

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.