

Buzzi Unicem

Bourse de Milan - **ELIGIBLE AU PEA !**

Ticker : BZU / ISIN : IT0001347308



Date de l'analyse : 14.05.2020

Cours de référence : 15,82 EUR

Objectif de cours : 22,48 EUR (potentiel de +42%)

Présentation

Buzzi Unicem (BZU) est une société italienne qui opère dans la fabrication de ciment, béton prêt à l'emploi et granulats. Présent principalement en Europe (Allemagne, Italie et Europe de l'Est), aux États-Unis (1^{er} marché avec 38% du chiffre d'affaires), au Brésil et en Russie, elle exploite 37 cimenteries, 5 centres de broyage, 404 centrales à béton, 18 carrières de granulats et produit 40 millions de tonnes de ciment par an. L'effectif à fin 2019 est de près de 10 000 salariés.

Le groupe, dont les origines remontent à la deuxième moitié du XIX^{ème} siècle, est contrôlé par la famille Buzzi. Celle-ci détient 58,94% des actions 'ordinaires'. Le capital est en effet réparti entre actions ordinaires et « savings shares », un type d'action préférentielle spécifique aux sociétés italiennes.

La société a retenu notre attention en raison de son historique de croissance, ses niveaux de marge élevés et sa structure financière solide.

Les calculs de la présente analyse sont réalisés à partir du rapport annuel 2019 et antérieurs et sur la base d'un nombre d'actions de 206 031 808 (auto contrôle de 29 290 titres déduit).

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Une industrie mondiale du ciment encore fragmentée

L'industrie du ciment a connu un mouvement de concentration depuis quelques dizaines d'années d'abord en Europe, puis aux États-Unis et enfin dans le reste du monde. Il existe quelques géants mondiaux (**Lafarge-Holcim**, le chinois **CNBM** ou encore l'allemand **HeidelbergCement**) - pas vraiment notre terrain de jeu 😊 - mais on trouve également des acteurs de taille plus modeste, avec un actionnariat familial, qui arrivent encore à tirer leur épingle du jeu.

C'est le cas du français **Vicat** qui a fait l'objet d'une [présentation](#) de Snowball sur le forum dans la catégorie [achats d'inities](#). Cette présentation a attisé notre curiosité, d'autant plus que le cours du titre a récemment atteint des niveaux historiquement bas. Nous nous sommes donc penchés sur le cas Vicat, avant de faire un tour d'horizon du marché européen et c'est là que nous sommes tombés sur **Buzzi** ! Nous avons découvert une belle société (également éligible au PEA !) qui affiche beaucoup de similitudes avec son rival français, mais dispose néanmoins de quelques atouts supplémentaires qui ont fini par nous séduire...

Buzzi Unicem, le Vicat Italien ?

Les deux groupes affichent des ressemblances assez flagrantes. En premier lieu, la structure actionnariale : le capital est détenu par les familles aux commandes dans des proportions très proches (environ 60%). On voit également qu'on a affaire à des groupes de taille assez similaire : qu'il s'agisse du chiffre d'affaires (3,2 Md EUR pour Buzzi et 2,7 Md EUR pour Vicat), de la capacité de production (40 M de tonnes pour Buzzi et 35 M de tonnes pour Vicat) ou du nombre de salariés (environ 10 000 pour les deux groupes), nous sommes dans les mêmes ordres de grandeur. Enfin, les deux groupes sont très présents à l'international, notamment aux États-Unis et dans certains pays émergents, dont le Brésil, nouvel eldorado (on l'espère !) de nos deux compères.

À la conquête du marché brésilien

Pour Buzzi Unicem, l'entrée sur le marché brésilien s'est faite au travers d'une joint-venture avec le groupe **Ricardo Brennand** en 2018. Buzzi a acquis 50% des parts de la société **BCPAR** pour un montant de 161 M EUR. BCPAR exploite deux cimenteries dans le pays. Vicat a de son côté fait l'acquisition de 66% du capital de la société **Ciplan** début 2019 pour un montant de 295 M EUR. Ciplan exploite une cimenterie et deux carrières à granulats. **Deux acquisitions sur le même marché, mais pas les mêmes impacts au niveau des bilans.** Allons voir cela en détails.

L'acquisition de Ciplan a dégradé le bilan de Vicat avec :

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

LES DAUBASSES

- une hausse de 206 M EUR du poste 'écart d'acquisition' (ce montant correspond à la différence entre la quote-part de la valeur nette comptable des actifs de Ciplan acquise par Vicat et le prix déboursé pour en faire l'acquisition, c'est un actif intangible sans réelle valeur comme on aime pas) ;
- une baisse de la VANT de 20,4% ;
- et un recul du ratio de solvabilité de 9 points à 50% (vs. 59% au 31.12.2018).

Il est sans doute trop tôt pour juger de la pertinence de cette acquisition, mais ces chiffres ont quand même un peu tempéré notre enthousiasme.

À l'inverse, Buzzi a pu pénétrer le marché brésilien sans que sa structure financière ne soit impactée. Son ratio de solvabilité a même progressé sur les deux derniers exercices à respectivement 57%, 60% et 66% à fin 2017, 2018 et 2019.

On notera que les cibles de Buzzi et Vicat présentent des niveaux de résultats très proches :

- BCPAR (Buzzi) : 134 M EUR de chiffre d'affaires et un EBITDA de 23,4 M EUR (chiffres à 100% en année pleine)
- Ciplan (Vicat) : 135 M EUR de CA et un EBITDA de 17,2 M EUR (chiffres à 100%, finalisation de l'acquisition le 21 janvier 2019)

Et comme Vicat et Buzzi détiennent respectivement 66% et 50% de ces entités, on voit que les contributions en terme d'EBITDA sont quasiment identiques pour les deux groupes : 11,7 M EUR pour Buzzi et 11,4 M EUR pour Vicat. Décidemment ! En revanche, si l'on regarde le prix déboursé, Buzzi semble pour l'instant avoir fait une meilleure affaire (ROI de 7,2% contre 3,9% pour l'acquisition de Vicat).

L'acquisition de Ciplan a dégradé la situation bilancielle de Vicat. Néanmoins, cette opération n'explique pas à elle seule la différence de profil des deux groupes en matière d'endettement.

Une politique de versement de dividendes bien différente

Un autre élément qui a permis à Buzzi de présenter à ce jour une structure financière plus solide est sa politique en matière de distribution de dividende.

Vicat affiche un dividende constant depuis 2008 de 1,50 EUR. Au cours actuel (23,60 EUR), cela représente un beau rendement de plus de 6% et un *payout ratio* (montant du dividende / résultat net) de 45%. À l'inverse, Buzzi a fait le choix de limiter les sommes allouées aux versements de dividende même si la tendance est haussière sur 8 ans (x3). Le *payout ratio* n'est que de 7% pour 2019, le groupe ayant fait le choix de rembourser de la dette pour préserver un bilan plus sain.

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Avec 0,15 EUR par action, le rendement pour les actions Buzzi ordinaires est ainsi d'à peine 1%. Il est possible d'obtenir un rendement supérieur en se tournant vers les actions préférentielles (« savings shares ») qui affichent un rendement de près de 2% et dont le cours présente une décote importante par rapport au cours de l'action ordinaire. Est-ce pour autant une bonne idée de se tourner vers ces actions un peu particulières ?

Actions ordinaires ou « savings shares » ?

Nous vous le disions en introduction, Buzzi propose deux types d'actions : des actions ordinaires et des actions préférentielles. Les actions ordinaires (ticker BZU) représentent 80,2% du capital (dont 58,9% sont détenus par la famille Buzzi) et les actions préférentielles ou « savings shares » (ticker BZUR) les 19,8% restant.

Les actions préférentielles confèrent des droits différents de ceux des actions ordinaires. Elles ne donnent pas de droit de vote mais procurent en revanche des avantages en matière de dividende.

En observant, la courbe de prix des deux actions au cours des 5 dernières années, on constate logiquement une corrélation assez forte bien que l'écart de valorisation se soit un peu creusé depuis le krach en défaveur de l'action préférentielle. On peut y voir une défiance des investisseurs pour les titres moins liquides (pas d'inquiétude néanmoins pour les petits porteurs, le volume d'échange journalier moyen de l'action préférentielle est quand même supérieur à 1 M EUR ! Celui de l'action ordinaire est plus de 10x supérieur).



Cours de l'action ordinaire (BZU) et de l'action préférentielle (BZUR) sur 5 ans

source : Yahoo finance

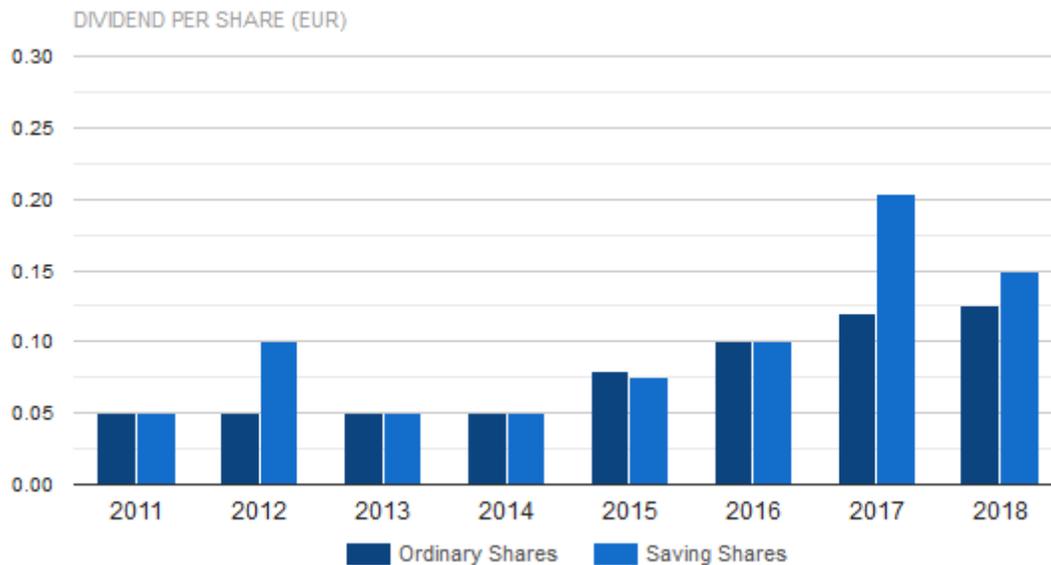
Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

On constate par ailleurs que l'action préférentielle (cours de 8,98 EUR à la date de l'analyse) décote assez fortement par rapport à l'action ordinaire. Cette décote s'explique bien sûr par l'absence de droit de vote et par une liquidité moindre. Actuellement cette décote est de 43%. On pourrait penser qu'il s'agit d'une bonne affaire, mais cet écart de valorisation est en réalité historique (en moyenne sur les 8 dernières années elle est très exactement de 43% !).

Reste donc le dividende. Mais là aussi, l'intérêt de se porter sur l'action préférentielle plutôt que sur l'action ordinaire reste selon nous assez limité. Le rendement moyen sur 8 ans de l'action préférentielle est de 1,3% contre 0,6% pour l'action ordinaire. Pas de quoi nous convaincre, d'autant plus que, comme vous le savez, nous ne sommes pas des coureurs de coupons !



Dividende par action de 2011 à 2018 par type d'action

source : <https://www.buzziunicem.com/shares-and-shareholders>

Les actions préférentielles ont d'autres caractéristiques qui leur sont propres : par exemple, en l'absence de versement de dividende, le droit au dividende préférentiel est reportable les deux années suivantes ou en cas de liquidation de la société, les détenteurs d'actions préférentielles sont généralement privilégiés.

Ces avantages justifient-ils d'acquérir les actions préférentielles plutôt que les actions ordinaires ? Nous n'en sommes pas persuadés.

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

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

Valorisations

1. Valeur d'entreprise/EBITDA

Sur les 8 dernières années, le ratio moyen VE / EBITDA de Buzzi était de 7,5. Il est actuellement de 4,3. Le potentiel par rapport à ce ratio historique ressort à +48%,

→ soit un objectif de cours de **23,47 EUR**.

2. Actifs tangibles : ratios historiques

Le ratio VANT historique de Buzzi sur les 8 dernières années est de 1,48. Ce ratio VANT est actuellement de 1,09.

Le potentiel sur ce ratio moyen est donc de +36%,

→ soit un objectif de cours de **21,48 EUR**.

Cet objectif ne tient pas compte de la croissance de la VANT sur les 8 dernières années de +63%, soit une croissance annualisée de 7,2%.

→ **Notre objectif de cours est la moyenne des ces deux valorisations, soit 22,48 EUR (potentiel de +42%).**

3. Comparaison Buzzi et Vicat

En matière de valorisation aussi, les deux groupes sont au coude à coude !

	Buzzi	Vicat	Différence
Ratio VANT*	1,09	1,14	-4%
VE / EBITDA*	4,3	4,6	-7%

**Ratios calculés sur la base des comptes au 31.12.2019 et du cours à la date de l'analyse*

Sur la base de ces deux ratios, aucun de nos deux protagonistes ne se détache vraiment...

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Conclusion

L'industrie mondiale du ciment va devoir relever deux défis majeurs dans les années à venir. Elle va devoir faire face à des contraintes environnementales toujours plus fortes et à une détermination des principaux acteurs en présence à poursuivre leur conquête de parts de marché. Aussi, la crise que nous traversons va impacter le secteur de la construction dans les mois et années à venir ce qui pèsera sans doute sur les comptes des entreprises du secteur.

Nous pensons néanmoins que le bilan conservateur de Buzzi et ses niveaux de marges historiquement élevés (Buzzi affiche une marge d'EBITDA de 18,5% en moyenne sur les 8 dernières années et joue plutôt dans la cour des grands à ce niveau - on est proche des niveaux de marge de Lafarge ou d'HeidelbergCement -) pourrait lui permettre de traverser plus sereinement la période incertaine que nous vivons.

Enfin, Buzzi dispose d'une exposition plus forte à l'international (son marché local, l'Italie, ne représente que 16% alors que Vicat réalise 38% de son chiffre d'affaires en France), peut-être un atout supplémentaire ?

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