

Louvain School of Management

**Mémoire en analyse
fondamentale des actions :
Cas d'application : Umicore
SA/NV**

Auteur : MIDOUN Yanis

Promotrice : Isabelle PLATTEN

Année académique : 2025-2026

DÉCLARATION RELATIVE À L'UTILISATION DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE GÉNÉRATIVE

Vérifiez les affirmations suivantes:

Déclarations sur l'utilisation responsable de l'IA générative	Vos réponses
Le contenu de mon mémoire de master est le fruit de mon travail personnel, même si j'ai eu recours à l'IA générative pour m'aider à le rédiger.	☒ Oui ☐ Non
Je maîtrise les théories, les outils et les méthodes que j'utilise pour ma thèse.	☒ Oui ☐ Non
J'ai vérifié que les résultats présentés dans la thèse sont exacts et valides, et qu'ils ne contiennent aucune erreur, aucune référence erronée, etc.	☒ Oui ☐ Non
Je reconnais que je maîtrise le résultat final et que je suis capable de l'expliquer et de répondre aux questions qui s'y rapportent.	☒ Oui ☐ Non
J'ai veillé à ne pas donner aux outils d'IA générative accès à des données ou informations confidentielles	☒ Oui ☐ Non

SIGNATURE

Signez votre déclaration :

Nom et prénom de l'auteur	Date	Signature
1 Midoun Yanis	28/05/2026	

NOTE

Dans le cadre de la préparation de ce mémoire, l'auteur a utilisé ChatGPT aux fins suivantes :

1. ChatGPT a été utilisé pour assister la reformulation, la synthèse et le raisonnement.
2. Après utilisation de cet outil, l'auteur a relu et édité avec soin le contenu produit. L'entière responsabilité du contenu final présenté dans ce mémoire est assumée par l'auteur.

En signant cette déclaration, l'auteur affirme que le contenu de ce mémoire reflète son travail original, enrichi par un usage responsable de l'intelligence artificielle.

Remerciements :

Je tiens à exprimer ma gratitude à Isabelle Platten, ma promotrice de mémoire, pour ses précieux conseils et son soutien lors de la rédaction de cette thèse. Je tiens également à remercier toutes les personnes qui, directement ou indirectement, ont contribué à la réalisation de ce travail.

Je souhaite adresser mes remerciements les plus sincères à mes parents et à l'ensemble de ma famille, dont le soutien indéfectible tout au long de mon parcours scolaire a été une source de force et d'encouragement précieuse.

Table des matières

Table des matières.....	4
1. Introduction.....	1
2. Revue de la littérature	3
2.1 L'analyse fondamentale	3
2.2 Les méthodes de valorisation.....	3
3. Analyse qualitative.....	4
3.1 Umicore SA/NV : profil de l'entreprise et mission stratégique.....	4
3.2 Modèle d'affaires et présentation des segments d'activité	4
3.2.1 Le recyclage des métaux précieux et spéciaux	5
3.2.2 La catalyse automobile et industrielle.....	5
3.2.3 Les matériaux pour batteries rechargeables	6
3.2.4 Les matériaux de performance.....	6
3.2.5 Répartition des revenus par segment	7
3.3 Dynamique des secteurs et position d'Umicore dans ceux-ci	7
3.3.1 Le secteur de la catalyse automobile	7
3.3.1.1 Vue d'ensemble et dynamiques de marché.....	7
3.3.1.2 L'environnement réglementaire comme moteur structurel.....	8
3.3.1.3 Risques et position concurrentielle	9
3.3.2 Le secteur du recyclage des matériaux précieux.....	9
3.3.2.1 Vue d'ensemble et dynamiques de marché.....	9
3.3.2.2 Analyse des flux entrants	10
3.3.2.3 Le cadre réglementaire européen : un accélérateur de demande.....	10
3.3.2.4 Risques et défis du secteur	11
3.3.3 Le secteur automobile (EV) — offre de matériaux de cathode	12
3.3.3.1 État du marché des véhicules électriques.....	12
3.3.3.2 La bataille des chimies : NMC contre LFP	12
3.3.3.3 Menaces concurrentielles et expansion des acteurs chinois	13
3.3.3.4 Réglementation européenne et contrats industriels.....	14
3.3.4 Le secteur des matériaux de spécialité (Specialty Materials)	14
3.3.4.1 Vue d'ensemble et dynamiques de marché.....	14
3.3.4.2 Positionnement concurrentiel et risques structurels.....	15
3.5 Vision et stratégie de l'équipe dirigeante.....	15

3.5.1 La stratégie CORE : refocalisation et discipline de capital	15
3.5.2 Le développement durable comme pilier stratégique	16
3.6 Gouvernance et relations avec les actionnaires	17
3.7 Macroéconomie.....	17
3.8 Analyse SWOT	18
3.8.1 Forces.....	18
3.8.2 Faiblesses	19
3.8.3 Opportunités.....	19
3.8.4 Menaces	19
4. Analyse financière	20
4.1 Analyse des comptes de résultats (2021–2025).....	20
4.1.1 Free Cash Flow	20
4.1.2 Revenus.....	21
4.1.3 Besoin en fond de roulement et gestion des métaux précieux	21
4.1.4 EBIT, résultat net et leurs marges.....	22
4.2 Dette nette et structure financière	23
4.3 Liquidité.....	24
5. Valorisation.....	25
5.1 Discounted Cash Flow (DCF).....	25
5.1.1 Définition	25
5.1.2 Développement des facteurs clés de succès et de risque	26
5.1.3 Scénarios de valorisation	26
5.1.4 Construction des projections financières	27
5.1.4.1 projections des revenus	27
5.1.4.2 Projections de l'EBIT ajusté et de sa marge	28
5.1.4.3 Projection du taux d'imposition effectif	29
5.1.4.4 Projection des dotations aux amortissements	29
5.1.4.5 Projection des dépenses d'investissement (CAPEX).....	30
5.1.4.6 Projection du besoin en fonds de roulement (BFR).....	30
5.1.5 Détermination du coût moyen pondéré du capital (WACC)	31
5.1.6 Calcul de la valeur terminale	33
5.1.6.1 la méthode de croissance à perpétuité (Gordon-Shapiro).....	33
5.1.6.2 Méthode du multiple de sortie EV/EBITDA	33
5.1.7 Résultats et interprétation des calculs	34
5.2 Valorisation relative (comparables boursiers)	36

5.2.1 Définition et construction du groupe de comparables	36
5.2.2 Justification des multiples sélectionnés	37
5.2.3 Calculs et Résultats	37
5.3 Football Field Valuation	38
.....	39
.....	39
6. Analyse de la réputation boursière.....	39
7. Conclusion	40
7. Bibliographie.....	41
8. Annexes.....	49

1. Introduction

L'accélération de la transition énergétique mondiale et la montée en puissance de l'électrification des mobilités ont placé les matériaux critiques au cœur des enjeux économiques, industriels et géopolitiques contemporains (IRENA, 2023). Réduire la dépendance aux énergies fossiles implique en effet une demande croissante en métaux précieux et spéciaux dont la sécurisation des approvisionnements constitue désormais un impératif stratégique pour les gouvernements comme pour les entreprises (BloombergNEF, 2023 ; Commission européenne, 2023). Dans ce contexte, les acteurs capables de concilier économie circulaire, innovation des matériaux et durabilité environnementale occupent une position centrale et différenciante (OCDE, 2019).

C'est précisément dans cette perspective qu'Umicore, groupe technologique belge coté sur Euronext Bruxelles sous le symbole boursier « UMI », s'impose comme un cas d'étude particulier. Fondée en 1989 à partir des activités de l'Union Minière, l'entreprise s'est progressivement transformée d'un opérateur minier traditionnel en un leader mondial des matériaux spécialisés pour la mobilité propre et le recyclage (Umicore, 2024a).

Cependant, Umicore traverse actuellement une période de transition particulièrement exigeante. Le ralentissement plus marqué que prévu de la demande en véhicules électriques (BloombergNEF, 2024 ; IEA, 2024), la concurrence croissante des acteurs asiatiques dans la chaîne de valeur des batteries (Benchmark Mineral Intelligence, 2024 ; OCDE, 2023) et des dépréciations d'actifs significatives ont pesé lourdement sur les résultats du groupe en 2024 (Umicore, 2024b). Ces événements soulèvent des interrogations légitimes quant à la trajectoire de croissance à moyen terme de l'entreprise et, par conséquent, quant à la valorisation boursière actuelle du titre. Dans un tel environnement, la question d'investissement se pose avec une acuité particulière : le marché a-t-il intégré de manière excessive ces éléments négatifs, ou reflète-t-il au contraire une évaluation rationnelle des fondamentaux de l'entreprise (Damodaran, 2012) ?

C'est dans ce contexte que s'inscrit le présent mémoire, dont l'objectif est de déterminer, par une approche d'analyse fondamentale, si l'action Umicore est sous-évaluée ou surévaluée par rapport à sa valeur intrinsèque, afin de formuler une recommandation d'investissement à long terme à l'achat ou à la vente.

Le mémoire s’articule en cinq grandes parties :

- Premièrement, l’analyse qualitative examinera le modèle d’affaires d’Umicore, ses principaux segments d’activité, sa stratégie de groupe, ses engagements ESG, et une analyse approfondie des secteurs dans lesquels elle opère, incluant les dynamiques de marché, la position concurrentielle, la gouvernance ainsi que le reporting non financier.
- Deuxièmement, l’analyse financière portera sur les comptes de résultats, les bilans et les flux de trésorerie sur les cinq dernières années, et permettra d’établir des estimations des bénéfices et cash-flows futurs ainsi que des scénarios alternatifs cohérents avec l’analyse stratégique.
- Troisièmement, une analyse SWOT synthétisera les principaux enseignements des parties précédentes afin d’identifier les facteurs internes et externes susceptibles d’influencer la performance future d’Umicore.
- Quatrièmement, la valorisation appliquera un modèle de Discounted Cash Flow (DCF) et une valorisation relative par les comparables boursiers afin de déterminer la valeur intrinsèque de l’action et de formuler une recommandation d’investissement claire.
- Cinquièmement, une analyse de la réputation boursière du titre, basée sur la méthodologie de LPE Research, viendra compléter la valorisation en évaluant si la perception de marché d’Umicore justifie une prime ou une décote dans la conclusion d’investissement.

La méthodologie s’appuie sur les rapports annuels et les publications financières d’Umicore ainsi que sur les données de Bloomberg. L’ensemble des données financières et des hypothèses de valorisation sont fondées sur les informations disponibles jusqu’au 30 avril 2026. Les cadres théoriques et les techniques de valorisation mobilisés s’appuient sur des ouvrages de référence tels qu’*Investment Valuation: « Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset »* (Damodaran), ainsi que sur d’autres sources académiques et sectorielles pertinentes.

2. Revue de la littérature

2.1 L'analyse fondamentale

L'analyse fondamentale est une méthode d'évaluation des entreprises reposant sur l'examen conjoint d'informations qualitatives et quantitatives. Elle regroupe l'étude de la stratégie d'entreprise, de la dynamique sectorielle, de la performance financière et du positionnement concurrentiel. Selon Pinto, Henry, Robinson & Stowe (2015), l'objectif central de cette démarche est de déterminer la valeur intrinsèque d'une action, définie comme sa valeur économique réelle, estimée indépendamment de son cours boursier, lequel peut être affecté par des facteurs irrationnels ou des mouvements spéculatifs à court terme.

La marge de sécurité, concept central de l'analyse fondamentale introduit par Graham (1949), désigne l'écart entre la valeur intrinsèque estimée d'un titre et son prix de marché courant. Lorsque la valeur intrinsèque excède le prix de marché, le titre peut être considéré comme sous-évalué ; dans le cas contraire, il est susceptible d'être surévalué.

2.2 Les méthodes de valorisation

La valorisation constitue le cœur de l'analyse fondamentale et vise à estimer la valeur d'une entreprise afin d'éclairer les décisions d'investissement. Deux grandes approches sont généralement mises à profit à savoir la valorisation absolue et la valorisation relative.

La méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF), qui relève de la valorisation absolue, consiste à projeter les flux de trésorerie disponibles futurs et à les actualiser au coût moyen pondéré du capital (WACC). Selon Koller; Goedhart & Wessels (2020), cette méthode est considérée comme le cadre théorique de référence en matière de valorisation car elle relie directement la valeur de l'entreprise à ses capacités fondamentales de génération de liquidités.

La valorisation relative, quant à elle, compare une entreprise à ses pairs boursiers à l'aide de multiples financiers tels que l'EV/EBIT, l'EV/EBITDA ou le P/E, afin d'apprécier si le titre est correctement valorisé par le marché (Damodaran, 2012).

Dans ce mémoire, ces deux méthodes sont combinées pour évaluer si l'action Umicore représente une opportunité d'investissement attractive à long terme.

3. Analyse qualitative

3.1 Umicore SA/NV : profil de l'entreprise et mission stratégique

Umicore est un groupe technologique belge spécialisé dans les matériaux avancés et le recyclage, notamment dans le domaine des matériaux destinés à la mobilité propre (Umicore, 2024a). Le groupe déploie ses activités dans plus de treize pays, avec une présence commerciale mondiale de quarante-quatre sites de production, quinze sites de recherche et développement, et plus de trente agences commerciales et marketing. Umicore s'impose ainsi comme l'un des acteurs mondiaux du secteur de l'économie circulaire et des matériaux pour l'énergie propre (Umicore, 2024a). Ses principaux sites industriels comprennent le complexe d'Hoboken en Belgique, l'un des centres de raffinage et de recyclage de métaux précieux les plus avancés du monde, dont les origines remontent à 1887 ; ainsi que le centre de R&D et de production de Cheonan en Corée du Sud, qui constitue le *hub* mondial pour les matériaux actifs de cathode (Umicore, 2024b). Fondée en 1989 à partir de la restructuration de l'Union Minière, Umicore possède son siège social à Bruxelles (Umicore, 2024b). Au 30 avril 2026, le cours de clôture s'établissait à environ 17,9 €, avec une capitalisation boursière du groupe d'environ 4,3 milliards d'euros (Umicore, 2026). En 2025, le groupe a généré des revenus hors métal de 3,6 milliards d'euros et un chiffre d'affaires total de 19,4 milliards d'euros (Umicore, 2026). La mission d'Umicore est résumée dans sa formule officielle « *Materials for a better life* » (Umicore, 2024b). À travers son plan stratégique « Umicore 2030 – RISE », lancé en juin 2022, le groupe ambitionne d'être un bénéficiaire net de la transition énergétique, en s'appuyant sur sa position de leader dans la catalyse, les matériaux de cathode, les matériaux de spécialités et le recyclage (Umicore, 2022). La crédibilité de cette stratégie repose sur un modèle d'affaires en boucle fermée unique, qui sécurise l'accès aux métaux critiques tout en réduisant l'exposition aux risques géopolitiques d'approvisionnement (Umicore, 2024a).

3.2 Modèle d'affaires et présentation des segments d'activité

Umicore structure l'ensemble de ses activités autour de quatre groupes d'activité complémentaires, à savoir la catalyse, les matériaux pour batteries rechargeables, le recyclage et les matériaux de performance (Umicore, 2024a). La singularité de ce modèle repose sur l'intégration verticale entre ces pôles : les métaux récupérés par le recyclage

alimentent directement la production de revêtements catalytiques et de CAM¹ formant ce que le groupe désigne comme un modèle en boucle fermée (Umicore, 2024a). Cette architecture constitue un avantage concurrentiel structurel, en sécurisant l'accès aux métaux critiques tout en réduisant la dépendance aux chaînes d'approvisionnement primaires (Umicore, 2022).

3.2.1 Le recyclage des métaux précieux et spéciaux

Le segment *Recycling* constitue le fondement opérationnel sur lequel repose l'intégration circulaire du groupe. Il assure la valorisation de plus de vingt métaux précieux et spéciaux issus de flux de déchets complexes : catalyseurs automobiles usés, déchets électroniques, résidus industriels et, de manière croissante, batteries lithium-ion en fin de vie (Umicore, 2024a ; IEA, 2024). Le cœur opérationnel de ce segment est le site industriel d'Hoboken en Belgique, qui traite plus de 350 000 tonnes de matériaux entrants par an (Umicore, 2024b). La combinaison de procédés pyrométallurgiques et hydrométallurgiques permet d'extraire un taux élevé de métaux à partir de matériaux extrêmement hétérogènes, conférant à ce site un caractère unique et difficilement répliquable (Umicore, 2024b ; Worrell & Reuter, 2014). Les métaux ainsi récupérés sont soit réinjectés dans la chaîne de production interne d'Umicore notamment pour la fabrication de revêtements catalytiques et de matériaux actifs de cathode, soit cédés sur les marchés mondiaux des métaux (Umicore, 2026).

3.2.2 La catalyse automobile et industrielle

Le segment *Catalysis* constitue la vache à lait d'Umicore : principal contributeur aux revenus du groupe, il représente son activité historique et affiche une rentabilité structurellement élevée (Umicore, 2025). Umicore conçoit et fabrique des convertisseurs catalytiques destinés au contrôle des émissions nocives des véhicules légers et des poids lourds. Un élément stratégique souvent sous-estimé est que les véhicules hybrides (HEV et PHEV) nécessitent des convertisseurs aussi complets que les véhicules thermiques purs, et souvent plus exigeants en métaux du groupe platine (WPIC, 2024), ce qui fait de la transition vers l'hybride un vecteur de soutien de la demande à moyen terme, atténuant significativement le risque lié à la diffusion du tout-électrique. En prévision des nouvelles

¹ Les CAM (Cathode Active Materials) sont les composés chimiques qui déterminent la chimie et les performances d'une cellule de batterie lithium-ion. Elles représentent le composant le plus onéreux d'une cellule et le domaine technologique central d'Umicore dans le segment batteries.

normes d'émissions Euro 7², applicables à partir de novembre 2026, cette dynamique devrait se consolider davantage (Conseil de l'Union européenne, 2024).

3.2.3 Les matériaux pour batteries rechargeables

Le segment *Battery Materials* est positionné comme le principal moteur de croissance à long terme d'Umicore, en lien direct avec l'électrification du parc automobile mondial (Umicore, 2025). Le groupe produit des CAM pour batteries lithium-ion, avec un *leadership* technologique reconnu en chimie NMC (Nickel-Manganèse-Cobalt), dont la principale plateforme de recherche et de production est le site de Cheonan en Corée du Sud. Le segment bénéficie de partenariats stratégiques structurants, notamment via la coentreprise IONWAY établie avec PowerCo, filiale du groupe Volkswagen, ainsi qu'avec SK On et ACC (Volkswagen Group, 2023). Toutefois, Umicore est absent de la chimie LFP (Lithium-Fer-Phosphate), qui gagne des parts de marché significatives en Chine et dans le segment entrée de gamme en raison de son coût inférieur et d'une densité énergétique en progression (IEA, 2024), ce qui constitue un risque de substitution technologique à surveiller dans la trajectoire de valorisation du segment.

3.2.4 Les matériaux de performance

Le *Specialty Materials* transforme le cobalt et le germanium qui sont des métaux critiques indispensable aux fibres optiques, aux détecteurs infrarouges (défense, imagerie, thermique) et aux cellules photovoltaïques haute efficacité ainsi que les métaux précieux en produits à très haute valeur ajoutée. Ces marchés de niche sont caractérisés par des barrières à l'entrée élevées, une demande stable et des marges résilientes face aux cycles. Ce pôle joue un rôle essentiel de stabilisateur des résultats du groupe, lorsque le segment batteries a fortement sous-performé en 2024, les matériaux de performance ont affiché une résilience notable, illustrant la valeur de la diversification sectorielle d'Umicore. (Umicore, Résultats annuels 2025).

² Euro 7 exige notamment, pour les véhicules diesel légers, l'ajout de filtres à particules SCR proches du moteur, d'éléments chauffants électriques jusqu'à 4 kW et de catalyseurs anti-glisement d'ammoniac, augmentant la complexité et le volume des systèmes de post-traitement.

3.2.5 Répartition des revenus par segment

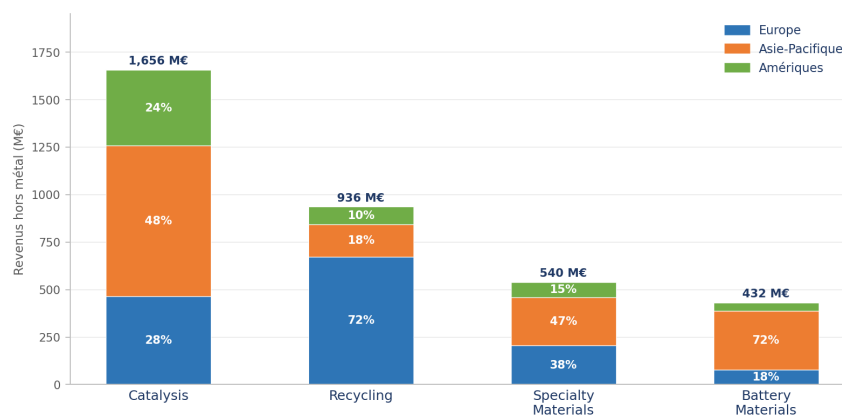


Figure 1 – Répartition des revenus (hors métal) par segment et ventilation géographique estimée — 2025 (M€)
Source : Umicore, Résultats annuels 2025 (données de segment)

En 2025, les revenus consolidés hors métal atteignent environ 3,6 milliards d'euros, portés principalement par *Catalysis* (46%), devant *Recycling* (26%), *Specialty Materials* (15%) et *Battery Materials* (12%). Cette structure met en évidence la dépendance structurelle du groupe à *Catalysis*.

Sur le plan géographique, chaque segment présente un ancrage distinct : *Catalysis* est majoritairement exposée à l'Asie-Pacifique (48%), premier marché mondial des catalyseurs. *Recycling* reste concentré en Europe (72 %), autour du site d'Hoboken tandis que *Battery Materials* est quasi-exclusivement orientés vers l'Asie-Pacifique (72%), en lien avec le site de Cheonan (Corée du Sud) et la proximité des grands fabricants de cellules. La *Figure 1* illustre ces deux dimensions pour l'exercice 2025. (Umicore, Résultats annuels 2025 ; Rapport Annuel 2024, Note F7).

3.3 Dynamique des secteurs et position d'Umicore dans ceux-ci

3.3.1 Le secteur de la catalyse automobile

3.3.1.1 Vue d'ensemble et dynamiques de marché

Umicore occupe une position de premier plan mondial sur le segment des catalyseurs essence pour véhicules légers, en coopération avec l'ensemble des grands constructeurs automobiles, y compris les marques chinoises domestiques (Umicore, 2026a). Cette position repose sur le fait que les MGP (Métaux du Groupe Platine) demeurent irremplaçables pour neutraliser les trois polluants primaires des moteurs à combustion (hydrocarbures imbrûlés, CO, NOx) : 65 % de la production mondiale annuelle de platine,

palladium et rhodium est absorbée par les convertisseurs catalytiques automobiles (Johnson Matthey, 2025).

La volatilité des cours des MGP en 2025 : le platine en hausse d'environ 40 % et le palladium de plus de 83 % après trois exercices consécutifs de baisse (Kitco News, 2025) constitue un risque indirect pour le segment *Catalysis*, en renchérissant le coût des catalyseurs pour les constructeurs automobiles et en pesant potentiellement sur la demande.

- Le modèle métal-neutre du segment *Catalysis* transfère le risque de fluctuation des MGP vers les constructeurs automobiles, préservant les marges d'Umicore des variations de prix spot.
- Par ailleurs, l'intégration verticale via le recyclage confère au groupe une couverture naturelle à l'échelle consolidée : les hausses de prix des MGP bénéficient directement au segment *Recycling*, partiellement atténuées par les couvertures financières mises en place (Umicore, 2026a).

Sur le plan du marché, deux dynamiques encadrent les perspectives du segment à moyen terme :

- Croissance soutenue du marché : le secteur mondial des catalyseurs automobiles progresse à un CAGR de 3,9 % jusqu'en 2031 (Mordor Intelligence, 2025).
- Transition électrique plus lente qu'anticipé, les ventes mondiales de véhicules électriques plafonnent à 28 % de part de marché en Europe et 10 % aux États-Unis en 2025, laissant les trois quarts de la production mondiale dépendante de motorisations thermiques ou hybrides (IEA, 2026 ; Umicore, 2025). L'essor de l'hybride prolonge structurellement la demande en catalyseurs au-delà de l'horizon 2030 (Mordor Intelligence, 2025).

3.3.1.2 L'environnement réglementaire comme moteur structurel

L'entrée en vigueur de la norme Euro 7 en Europe constitue un moteur structurel majeur pour la demande en catalyseurs. Plus sévère qu'Euro 6 : réduction de 35 % des émissions de NOx, seuil de particules à 10 nanomètres, durabilité portée à 160 000 km, elle contraint mécaniquement les constructeurs à déployer des architectures de post-traitement plus complexes et plus chargées en MGP, avec des volumes de catalyseurs pouvant atteindre

2,8 fois ceux des systèmes Euro 6 (IntelMarketResearch, 2026). En d'autres termes, chaque véhicule vendu en Europe nécessite davantage de platine, de palladium et de rhodium qu'auparavant, indépendamment du niveau de production global. Ce phénomène de densification réglementaire se reproduit à l'échelle mondiale avec China VI-b en Chine et US EPA Tier 3 aux États-Unis, assurant un soutien structurel de la demande sur l'ensemble des marchés pertinents pour Umicore. (European Parliament & Council, 2024a)

3.3.1.3 Risques et position concurrentielle

Le marché mondial des catalyseurs automobiles fonctionne comme un oligopole restreint, composé d'Umicore, Johnson Matthey (Royaume-Uni), BASF Environmental Catalyst and Metal Solutions (Allemagne) et Cataler (filiale de Toyota, Japon), qui concentrent collectivement plus de 70 % de la production mondiale (Mordor Intelligence, 2025). Ces acteurs partagent des barrières à l'entrée élevées, maîtrise des formulations chimiques propriétaires, accès aux MGP, infrastructure logistique globale et relations long-terme avec les OEM (Original Equipment Manufacturer) rendant toute entrée significative sur ce segment technologiquement intensif particulièrement difficile (Mordor Intelligence, 2025). À ce stade, les acteurs chinois n'ont pas acquis de position significative hors du marché domestique sur ce segment.

3.3.2 Le secteur du recyclage des matériaux précieux

3.3.2.1 Vue d'ensemble et dynamiques de marché

Le secteur du recyclage des métaux précieux s'inscrit dans une dynamique de croissance structurelle portée par la convergence de trois tendances de fond :

- La progression des réglementations environnementales (Parlement européen & Conseil de l'UE, 2023) ;
- La raréfaction et le renchérissement des ressources primaires : le marché du platine enregistre son troisième déficit annuel consécutif en 2025, estimé à 692 000 onces, tandis que le rhodium affiche également des déficits structurels (Johnson Matthey, 2025) ;
- La montée en puissance des volumes de déchets complexes : 62 millions de tonnes de déchets électroniques ont été générées en 2022, en hausse de 82 % depuis 2010, avec une projection à 82 millions de tonnes d'ici 2030 (UNITAR & ITU, 2024).

Le marché mondial du recyclage des métaux précieux était estimé à environ 80,9 milliards de dollars en 2025 et devrait croître à un CAGR de 6,1 % jusqu'en 2033 (Market Report Analytics, 2025). Cette croissance est soutenue par la compétitivité économique croissante du recyclage par rapport à l'extraction primaire : pour certains métaux comme l'or ou le palladium, les concentrations dans les déchets électroniques peuvent dépasser celles des gisements miniers primaires exploitables, rendant le recyclage économiquement rationnel indépendamment de toute contrainte réglementaire (UNITAR & ITU, 2024).

3.3.2.2 Analyse des flux entrants

Le site d'Hoboken est alimenté par trois catégories de flux entrants aux dynamiques de croissance distinctes :

Premièrement, les catalyseurs automobiles usagés constituent le flux historique et le plus mature. Riches en palladium, platine et rhodium récupérés depuis des convertisseurs en fin de vie, ils offrent une visibilité à moyen terme solide étant donné qu'ils sont directement corrélés au parc roulant mondial de véhicules thermiques. (Johnson Matthey, 2025).

Deuxièmement, les déchets électriques et électroniques (*e-waste*) représentent le deuxième flux en importance. Environ 62 millions de tonnes de déchets électroniques ont été générés en 2021, un volume progressant d'environ 2,6 millions de tonnes par an (UNITAR & ITU, 2024), faisant de ce flux une source d'approvisionnement en croissance structurelle.

Troisièmement, les batteries lithium-ion en fin de vie constituent le flux le plus stratégique à moyen terme. Le premier parc de véhicules électriques commercialisés massivement entre 2018 et 2022 atteindra progressivement sa fin de vie à partir de 2028–2030, générant un flux exponentiel de cobalt, nickel, lithium et manganèse à recycler. L'IEA projette que le volume mondial de batteries en fin de vie pourrait représenter plusieurs millions de tonnes métriques d'ici 2030 (IEA, 2023).

3.3.2.3 Le cadre réglementaire européen : un accélérateur de demande

La *Figure 2* ci-après synthétise les deux volets contraignants du Règlement (UE) 2023/1542 : d'une part, les seuils minimaux de teneur en matières recyclées applicables aux batteries industrielles et électriques à partir de 2031, progressivement relevés en 2036 ; d'autre part, les objectifs de récupération imposés aux opérateurs de recyclage sur les

batteries en fin de vie, avec des échéances en 2027 et 2031. La progressivité des seuils, de 16 % à 26 % pour le cobalt, de 6 % à 12 % pour le lithium, traduit une montée en charge réglementaire délibérée, conçue pour stimuler l'investissement dans les capacités de raffinage hydrométallurgique avancé sur le territoire européen. Pour Umicore, dont le site d'Hoboken maîtrise précisément ces procédés, ce cadre constitue un avantage non négligeable (Parlement européen & Conseil de l'UE, 2023).

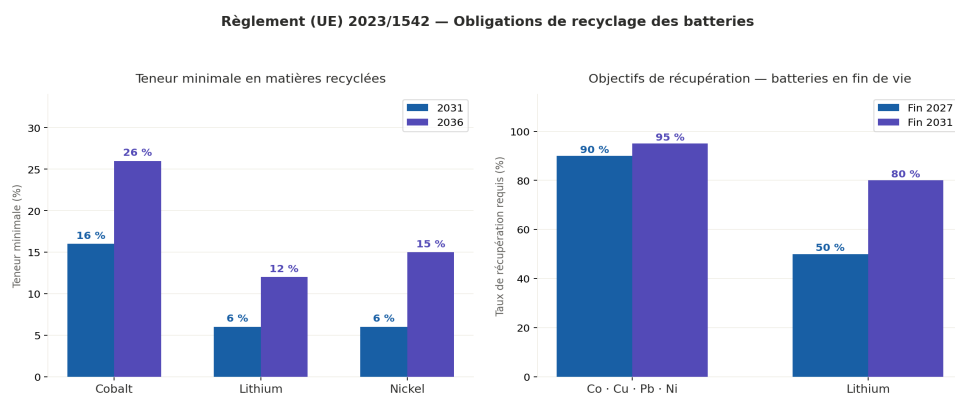


Figure 2 — Principales obligations du Règlement (UE) 2023/1542 relatif aux batteries

Source : Parlement européen & Conseil de l'UE, Règlement (UE) 2023/1542, EUR-Lex (2023)

3.3.2.4 Risques et défis du secteur

Malgré un environnement structurellement porteur, le secteur du recyclage présente quatre risques qu'il convient d'identifier.

- Volatilité des métaux précieux comme principale source d'incertitude sur les marges: les fluctuations des prix du platine, du palladium et du rhodium se répercutent directement sur la valeur des flux entrants, comprimant ou dilatant les marges opérationnelles de manière non linéaire. Si les acteurs intégrés comme Umicore bénéficient d'une couverture naturelle entre leurs activités de recyclage et de production, cette protection reste partielle (Johnson Matthey, 2025).
- Recyclage des batteries : bien que les batteries lithium-ion en fin de vie représentent un gisement stratégique considérable (flux 2028-2030), les infrastructures de collecte et de logistique nécessaires à leur recyclage à grande échelle demeurent insuffisamment développées dans la majorité des marchés cibles (AIE, 2023 ; ICCT, 2023).
- Risque de captation des flux par la Chine : les acteurs chinois investissent massivement dans des capacités de recyclage de batteries. Si des volumes significatifs venaient à être traités en Asie plutôt qu'en Europe, Umicore se

retrouverait privée d'une partie de son alimentation en matières secondaires, avec une pression directe sur les marges du segment Recyclage (Market Report Analytics, 2025 ; Visual Capitalist, 2025 ; CNBC, 2025).

- Dette environnementale du site d'Hoboken : Les émissions métalliques du site d'Hoboken exposent les riverains à des niveaux de plombémie supérieurs aux normes 2,70 µg/dl en moyenne chez les enfants en 2024, contre une cible de 2 µg/dl imposée pour 2026 (VRT NWS, 2024 ; Province d'Anvers / Umicore, 2022) ce qui contraint Umicore à des charges environnementales annuelles de 25 millions d'euros et à un investissement de 400 millions d'euros pour la modernisation hydrométallurgique de Hoboken d'ici 2030 (Umicore, 2025a, 2025b).

3.3.3 Le secteur automobile (EV) — offre de matériaux de cathode

3.3.3.1 État du marché des véhicules électriques

Le marché des CAM constitue le principal gisement de croissance structurel pour la chaîne de valeur des matériaux avancés, sa dynamique étant directement conditionnée par le rythme d'électrification du parc automobile mondial. L'IEA projette, dans son *scenario net-zero*, que les véhicules électriques représenteront 60% des ventes mondiales de voitures particulières d'ici 2030 (IEA, 2025). La période 2023-2024 a toutefois été marquée par un ralentissement prononcé de la demande, contraignant Umicore à réviser ses prévisions et à réduire ses engagements d'investissement dans ce segment (Umicore, 2025). Une reprise partielle s'est amorcée en 2025, portée principalement par la Chine où les ventes de véhicules électriques ont franchi le seuil de 50 % du marché total (IEA, 2025) et, dans une moindre mesure, par l'Europe qui enregistre une progression notable bien qu'encore éloignée de ce seuil (ACEA, 2025). Les marchés nord-américain et Asie-Pacifique affichent quant à eux une dynamique plus atténuée, pénalisés par des coûts d'acquisition élevés et une incertitude persistante sur les politiques d'incitation (BloombergNEF, 2024). Ce ralentissement conjoncturel, caractéristique des cycles d'adoption technologique, ne remet pas en cause la trajectoire de croissance structurelle à long terme du segment (Gartner, 2024).

3.3.3.2 La bataille des chimies : NMC contre LFP

La dynamique concurrentielle la plus structurante du marché des matériaux de cathode est le basculement progressif mais accéléré vers la chimie LFP au détriment du NMC. Pour la

première fois en 2025, le LFP a dépassé le seuil de 50 % des déploiements mondiaux de batteries pour véhicules électriques, une transition principalement impulsée par la Chine où plus de 80 % des véhicules électriques vendus entre janvier et novembre 2025 étaient équipés de cette chimie (InsideEVs, 2025). Cette adoption massive s'explique par des avantages structurels : un coût de production sensiblement inférieur et l'absence totale de cobalt, matière première dont la chaîne d'approvisionnement est géopolitiquement exposée.

La grande force du NMC, sa supériorité en densité énergétique, longtemps rédhibitoire pour les applications longue distance s'érode progressivement. La formulation M3P développée par CATL réduit significativement cet écart tout en éliminant le cobalt, empiétant sur le domaine naturel du NMC et rendant la frontière technologique entre les deux chimies de plus en plus poreuse. Le risque de substitution technologique pesant sur Umicore, positionné exclusivement sur les chimies NMC haute teneur en nickel, est dès lors réel et croissant.

Une réponse potentielle émerge néanmoins : Umicore a annoncé en février 2023 le développement de sa technologie HLM (*High Lithium Manganese*), une chimie sans cobalt et riche en manganèse offrant une densité énergétique supérieure au LFP et une recyclabilité économiquement plus attractive, dont la production serait compatible avec les lignes NMC existantes du groupe (Umicore, 2023). Toutefois, aucune communication officielle n'a été publiée depuis cette annonce, ce qui laisse planer une incertitude quant à l'état d'avancement réel du projet. Si cette technologie aboutissait à une mise sur le marché à l'horizon 2026-2027, elle constituerait une réponse crédible à la menace LFP et pourrait significativement rassurer les parties prenantes quant à la pertinence long terme du portefeuille technologique d'Umicore.

3.3.3.3 Menaces concurrentielles et expansion des acteurs chinois

Une autre menace significative pour Umicore dans ce segment est la montée en puissance d'acteurs chinois combinant une maîtrise technologique croissante, une structure de coûts compétitive adossée aux subventions étatiques, et une capacité d'expansion internationale accélérée. CATL dispose déjà d'une usine opérationnelle en Allemagne (Arnstadt) et d'une gigafactory en construction en Hongrie (Debrecen), représentant un investissement de 7,3 milliards d'euros (CATL, 2022). Les producteurs de matériaux de cathode chinois opèrent

à des coûts unitaires significativement inférieurs à ceux de leurs homologues occidentaux, soutenus par une intégration verticale couvrant l'extraction minière jusqu'à la cellule de batterie (BloombergNEF, 2024).

3.3.3.4 Réglementation européenne et contrats industriels

Le cadre réglementaire européen constitue un levier structurel favorable au segment *Battery Materials* d'Umicore. Le CRMA (*Critical Raw Materials Act*), entré en vigueur en mai 2024, fixe des objectifs de référence pour 2030 : 10 % d'extraction, 40 % de transformation et 25 % de *sourcing* depuis le recyclage au sein de l'Union européenne faisant de la maîtrise des métaux critiques un enjeu de souveraineté industrielle qui récompense directement les acteurs disposant de cette expertise sur sol européen (Parlement européen & Conseil de l'UE, 2024 ; Commission européenne, 2024). Ce positionnement est renforcé par le déploiement du passeport batterie européen à partir de 2027, qui imposera une traçabilité complète de la chaîne de valeur et des exigences de durabilité auxquelles les producteurs extra-européens peinent à répondre (Parlement européen & Conseil de l'UE, 2023).

À court terme, la protection du segment repose sur une architecture contractuelle solide. Les accords conclus avec Volkswagen/IONWAY intègrent des mécanismes *take-or-pay*, en vertu desquels les clients s'engagent à régler les volumes contractualisés indépendamment de leur consommation effective (Umicore, 2024 ; Umicore, 2025a). Ce dispositif a permis au groupe de préserver partiellement ses revenus malgré le ralentissement du marché des véhicules électriques.

3.3.4 Le secteur des matériaux de spécialité (Specialty Materials)

3.3.4.1 Vue d'ensemble et dynamiques de marché

La division *Specialty Materials* positionne Umicore parmi les principaux acteurs mondiaux du raffinage du cobalt, un métal critique dont la demande mondiale atteignait environ 200 000 à 220 000 tonnes en 2024, tirée à hauteur d'environ 70 % par le secteur des batteries lithium-ion (Cobalt Institute, 2025 ; USGS, 2025). La chaîne d'approvisionnement est structurellement concentrée : la République Démocratique du Congo assure environ 75 à 80 % de la production minière mondiale, exposant l'ensemble de la filière à des risques géopolitiques et de gouvernance significatifs, couverts partiellement par l'activité de recyclage (USGS, 2025). Les applications de la division couvrent les composés

inorganiques et carboxylates de cobalt, les matériaux pour outils carbures au tungstène, ainsi que les solutions en matériaux électro-optiques à base de germanium (Umicore, 2025a). La division *Metal Deposition Solutions* propose quant à elle des solutions de dépôt métallique (or, palladium, cuivre et nickel) destinées aux industries de l'électronique, de l'automobile et de la joaillerie, dans un marché plus mature caractérisé par des relations contractuelles de long terme et des marges plus stables (Umicore, 2025a).

3.3.4.2 Positionnement concurrentiel et risques structurels

La menace concurrentielle la plus significative pesant sur le segment est structurelle et géopolitique : la montée en puissance d'acteurs chinois intégrés verticalement, notamment Huayou Cobalt et CNGR Advanced Material, qui contrôlent la chaîne d'approvisionnement depuis les mines de la RDC jusqu'aux précurseurs de cathode, la Chine concentrant plus de 90 % de la production mondiale de CAM (Benchmark Mineral Intelligence, 2025 ; IEA, 2025). Cette intégration confère un avantage de coût structurel qu'Umicore, dont le modèle repose davantage sur le raffinage secondaire et la chimie de spécialité, ne peut pleinement contrebalancer sur les marchés de volumes (Cobalt Institute, 2025).

3.5 Vision et stratégie de l'équipe dirigeante

3.5.1 La stratégie CORE : refocalisation et discipline de capital

En mai 2024, Umicore nomme Bart Sap au poste de *Chief Executive Officer*, marquant une rupture nette avec la période d'expansion agressive qui avait précédé (Umicore, 2024a). Face à la détérioration des perspectives du marché des véhicules électriques et à une position bilancielle sous pression, la nouvelle direction présente en mars 2025 la stratégie *CORE*, un cadre directeur articulé autour de quatre piliers : *Capital*, *Performance*, *People & Culture* et *Partnerships* (Umicore, 2025a).

- Le pilier *Capital* se traduit par le redimensionnement des projets de *gigafactory* de matériaux cathodiques en Europe et Amérique du Nord, réduisant les dépenses liées aux batteries de 1,4 milliard d'euros sur la période 2025–2028 (Umicore, 2025b).
- Le pilier *Performance* se décline en programmes d'efficacité opérationnelle ciblant 100 millions d'euros d'économies d'EBITDA en 2025, avec un objectif récurrent de 50 à 75 millions d'euros par an de 2026 à 2028 (Umicore, 2025a). Cette logique se

concrétise notamment par la consolidation du centre de test *d'Automotive Catalysts* au Japon vers le site de Songdo (Corée du Sud) d'ici mi-2027 (Umicore, 2025b).

- Le pilier *People & Culture* vise à ancrer une culture de performance et d'efficacité au sein du groupe, en alignant les équipes autour des priorités stratégiques redéfinies (Umicore, 2025a).
- Le pilier *Partnerships* illustre la volonté d'Umicore de réduire son exposition au risque en partageant investissements et risques technologiques avec des acteurs industriels complémentaires, notamment dans le domaine du recyclage et des matériaux de cathode (Umicore, 2025a).

Sur le plan financier, la stratégie *CORE* fixe des objectifs à l'horizon 2028 : un EBITDA ajusté compris entre 1,0 et 1,2 milliard d'euros, une marge EBITDA supérieure à 23 %, un *ROCE (Return On Capital Employed)* supérieur à 15 % et un *free cash-flow* cumulé compris entre 1,0 et 1,2 milliard d'euros sur la période 2025–2028 (Umicore, 2025a). Ces objectifs s'accompagnent d'un engagement de maintien du dividende ordinaire à hauteur de 0,50 euro par action, témoignant d'une volonté de restaurer la confiance des actionnaires à court terme tout en préservant la capacité d'investissement (Umicore, 2025b).

3.5.2 Le développement durable comme pilier stratégique

Au-delà de la performance financière, Umicore intègre le développement durable comme dimension structurante de son modèle économique. Le groupe s'est engagé à atteindre la neutralité carbone sur ses émissions directes et indirectes (*scopes 1 et 2*) d'ici 2035, avec un objectif intermédiaire de réduction de 50 % d'ici 2030 par rapport à 2019, validé par la *Science Based Targets initiative* (SBTi) dans le cadre d'une trajectoire 1,5° C (Umicore, 2022 ; SBTi, 2023). Sur le plan de la circularité, plus de la moitié des intrants métalliques proviennent déjà de matières secondaires, réduisant structurellement l'exposition aux marchés primaires et aux risques géopolitiques d'approvisionnement (Umicore, 2025c). Cette performance ESG génère une valeur stratégique à plusieurs niveaux : elle renforce l'attractivité auprès des investisseurs institutionnels intégrant des critères ESG, facilite l'accès à des financements obligataires *ESG-linked* (Umicore, 2022d) et positionne favorablement le groupe face aux exigences croissantes du règlement européen sur les batteries en matière de contenu recyclé et de traçabilité, applicables dès 2027–2028 (Parlement européen & Conseil de l'UE, 2023).

3.6 Gouvernance et relations avec les actionnaires

Umicore adopte un modèle de gouvernance dualiste, distinguant un conseil de surveillance (présidé par Thomas Leysen, mandat jusqu'en 2027) et un conseil de direction. Quatre comités spécialisés structurent le travail du conseil : Audit, Nomination & Rémunération, Investissement et Durabilité (Umicore, 2025d). L'exécutif est conduit par Bart Sap (CEO) et Wannes Peferoen (CFO), assistés d'une équipe de direction sectorielle (Umicore, 2025d). L'actionnariat est très dispersé et majoritairement institutionnel ; les principaux déclarants identifiés sont BlackRock (3,53 %, déclaration d'août 2024), la Norges Bank et la SFPIM (environ 5 %, franchissement de seuil en mai 2024) (Umicore, 2024d ; Umicore, 2024c).

3.7 Macroéconomie

La BCE a mené un cycle d'assouplissement monétaire soutenu depuis mi-2024, une nouvelle baisse était anticipée en 2026 jusqu'à 1,75 % avant la guerre en Iran mais les taux devraient rester à 2% à cause de la hausse de l'inflation causée par celle-ci (BCE, 2025 ; Van der Bruggen, 2025 — voir Annexe 1). Pour Umicore, cette détente des taux aurait réduit le coût du capital et soutenu la viabilité des investissements de la stratégie *CORE*.

La compétitivité européenne sur les matériaux de batteries est sous pression avec des acteurs chinois tels que CATL bénéficiant de subventions étatiques massives (IEA, 2024). Les barrières tarifaires européennes actuelles demeurent insuffisantes pour neutraliser cet avantage, et un renforcement des réglementations aux importations apparaît nécessaire pour protéger les compagnies européennes.

Le ralentissement du marché EV (Electric Vehicles) en 2023–2024 reflète avant tout des frictions conjoncturelles plutôt qu'un réel rejet structurel de l'électromobilité. Trois facteurs rendent sa reprise inévitable, les États-Unis ne disposent que de douze à treize ans de réserves pétrolières, la Chine a massivement investi dans la filière, et l'Union Européenne maintient l'interdiction des véhicules thermiques neufs d'ici 2035 (IEA, 2024 ; Commission européenne, 2023).

Enfin, à moyen terme, les métaux du groupe du platine s'inscrivent dans un contexte de forte volatilité et d'incertitude, influencés principalement par les dynamiques d'offre minière qui sont fortement concentrée en Afrique du Sud et en Russie ainsi que par les politiques monétaires mondiales et les tensions géopolitiques. Le consensus des analystes anticipe une stabilisation relative des prix à court terme, sans tendance haussière marquée.

3.8 Analyse SWOT

L'analyse SWOT ci-après synthétise les enseignements des sections précédentes en articulant les facteurs internes qui déterminent la compétitivité d'Umicore et les facteurs externes susceptibles d'influencer sa trajectoire à moyen terme, afin de structurer les hypothèses de valorisation de la section suivante.

FORCES	FAIBLESSES
• Usine d'Hoboken unique au monde • Modèle en boucle fermée • Acteur historique dans la catalyse • Réduction des <i>CAPEX</i> 2025–2028 et contrats <i>take-or-pay</i> • Engagement ESG formalisé (SBTi, GRI)	• Mauvais retour sur investissement dans le segment <i>BM</i> • Réactivité stratégique insuffisante • Dépendance structurelle au marché de la catalyse • Dépendance à la volatilité des métaux
OPPORTUNITÉS	MENACES
• Recyclage des batteries en fin de vie et règlement EU (seuils de contenu recyclé dès 2027–2031) • Technologie HML • Résistance du NMC dans les segments premium et longue autonomie • Fenêtre plus longue pour le segment <i>Catalysis</i> (véhicule hybride)	• Concurrents chinois subventionnés • Substitution progressive du NMC par le LFP sur le marché de masse • La reprise du marché EV plus lente que prévu • Risques géopolitiques (RDC, tensions UE-Chine)

Figure 3 – Analyse SWOT d'Umicore

Source : Analyse de l'auteur

3.8.1 Forces

Umicore demeure une entreprise aux fondamentaux structurellement solides, adossée à des actifs industriels rares et à des positions concurrentielles défensives difficilement répliquables. La force structurelle du groupe repose avant tout sur le site d'Hoboken, l'une des plus grandes fonderies de recyclage de métaux précieux au monde, dont les barrières à l'entrée sont quasiment infranchissables, complétée par un modèle en boucle fermée et une position historique en catalyse conférant des avantages concurrentiels défensifs difficilement répliquables (Umicore, 2024). La stratégie *CORE* crée les conditions d'une stabilisation opérationnelle via la réduction du capex de 800 millions d'euros sur 2025–2028 dans le *segment Battery Materials*, des économies d'EBITDA de 100 millions d'euros en 2025 et le redimensionnement des investissements dans les gigafactory (Umicore, 2025a). Les mécanismes *take-or-pay* conclus avec SK On, ACC et PowerCo sécurisent néanmoins une base de revenus plancher. Enfin, l'engagement ESG formalisé (SBTi, GRI) facilite l'accès aux financements obligataires *ESG-linked* et renforce la légitimité institutionnelle du groupe (Umicore, 2022).

3.8.2 Faiblesses

La principale faiblesse réside dans le mauvais retour sur investissement du segment *Battery Materials*, dont les dépréciations massives et le résultat opérationnel négatif en 2024 reflètent des erreurs d'allocation de capital du cycle 2019-2023 qui ont causé l'effondrement de la valeur de l'action. La chimie NMC cathode d'Umicore s'avère structurellement moins compétitive que les solutions LFP proposées par les acteurs chinois, fragilisant le positionnement tarifaire du groupe. La dépendance structurelle du segment *Catalysis*, dont le déclin progressif est inéluctable sous l'effet des réglementations d'émissions européennes, constitue un risque de substitution à moyen terme pesant sur les revenus du groupe. Enfin, l'exposition des revenus du segment *Recycling* à la volatilité des prix des métaux précieux crée une instabilité récurrente des marges qui complique la planification financière et la communication avec les investisseurs.

3.8.3 Opportunités

La croissance structurelle du recyclage de batteries en fin de vie, portée par le règlement européen sur les batteries, constitue l'opportunité la plus tangible pour le site de Hoboken. La technologie HLM, compatible avec les lignes NMC existantes, offre une réponse potentielle à la pression concurrentielle du LFP. Par ailleurs, le NMC conserve une pertinence stratégique réelle dans les segments premium longue autonomie, les poids lourds électriques et le stockage stationnaire, niches à haute valeur ajoutée où la densité énergétique prime sur le coût. Enfin, l'essor des motorisations hybrides prolonge la fenêtre d'exploitation du segment *Catalysis* au-delà des anticipations initiales.

3.8.4 Menaces

La montée en puissance des fabricants chinois intégrés verticalement, qui contrôlent la chaîne depuis les mines de la RDC jusqu'aux précurseurs de cathode, constitue la menace concurrentielle la plus structurelle (Cobalt Institute, 2025 ; OCDE, 2019b). La substitution du NMC par le LFP sur le marché de masse réduit mécaniquement le potentiel de volumes du segment BM, d'autant plus si la technologie HLM ne parvient pas à s'imposer commercialement dans les délais anticipés. Une reprise du marché EV plus lente que prévu prolongerait la sous-utilisation des capacités *BM* et comprimerait durablement les marges. Enfin, les risques géopolitiques liés à la concentration de la production de cobalt en RDC

et aux tensions commerciales Union Européenne – Chine constituent des facteurs exogènes susceptibles d'affecter l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement du groupe.

4. Analyse financière

4.1 Analyse des comptes de résultats (2021–2025)

4.1.1 Free Cash Flow

	2021	2022	2023	2024	2025
Cash from Operations (M€)	1 259	634	1 042	870	710
Cash from Investing (M€)	-471	-481	-949	-775	-565
Free Cash Flow (M€)	787	153	93	95	145

Figure 4 – Tableau des flux de trésorerie (2021–2025)

Source : analyse de l'auteur basée sur les résultats annuels d'Umicore

Le FCF (Free Cash Flow) est défini comme la somme du *CFO* (*cash-flow* opérationnel) et du *CFI* (*cash-flow* d'investissement). Il mesure la trésorerie générée par les activités courantes après déduction des dépenses d'investissement, et constitue à ce titre l'indicateur central de la capacité de création de valeur d'une entreprise sur le long terme (Damodaran, 2012 ; Koller et al., 2020). La *Figure 4* ci-dessus présente l'évolution de ces trois agrégats sur la période 2021–2025 ; une décomposition analytique complète est fournie en *Annexe 2*.

Le CFO a suivi une trajectoire contrastée sur la période : après un pic de 1 259 M€ en 2021, il s'est contracté à 634 M€ en 2022 sous l'effet d'une dégradation du BFR et d'un recul de la demande dans le segment *Battery Materials*. Il s'est redressé à 1 042 M€ en 2023, avant de reculer à 870 M€ en 2024 la perte nette comptable de –1 471 M€ ayant été en grande partie neutralisée par des dépréciations non monétaires -959 M€. En 2025, il s'établit à 710 M€, signalant une normalisation progressive.

Le CFI est demeuré structurellement négatif sur la période, les sorties s'intensifiant jusqu'à –949 M€ en 2023 sous l'impulsion du plan d'expansion *RISE* dans le segment *Battery Materials*. La réduction progressive des dépenses d'investissement a ensuite ramené ces sorties à –775 M€ en 2024 et –565 M€ en 2025.

Le FCF, résultante des deux flux, a fortement reculé après un pic de 787 M€ en 2021 tombant sous les 100 M€ sur 2023–2024 sous l'effet de l'intensification des dépenses en capital avant d'amorcer un redressement à 145 M€ en 2025, traduisant un début de normalisation du cycle d'investissement. (Umicore, 2022, 2023, 2024, 2025b)

4.1.2 Revenus

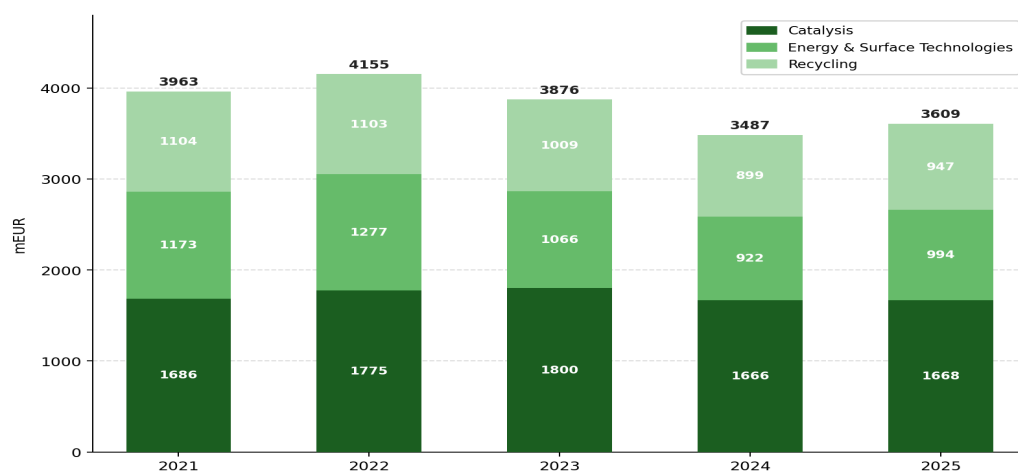


Figure 5 – Revenus totaux et par segment d'Umicore (2021–2025)

Toutes les valeurs sont exprimées en millions d'euros (mEUR) Source : Rapports annuels Umicore, analyse de l'auteur

Entre 2021 et 2025, les revenus consolidés d'Umicore ont suivi une trajectoire en cloche c'est-à-dire qu'après un pic de 4 155 M€ en 2022, ils se sont contractés à 3 487 M€ en 2024 (–16 %), avant d'amorcer un rebond à 3 609 M€ en 2025.

Tel que représenté à la Figure 5, cette évolution reflète des dynamiques de segment contrastées. *Catalysis* a maintenu une contribution stable (1 666–1 800 M€), portée par la demande réglementaire sur les véhicules à combustion. Le segment *Energy & Surface Technologies* scindé en *Battery Materials* et *Specialty Materials* à partir de 2024 a subi la contraction la plus marquée, de 1 277 M€ en 2022 à 922 M€ en 2024, sous l'effet du ralentissement de l'électromobilité et de la montée en puissance de la chimie LFP. *Recycling* a quant à lui reculé de 1 104 M€ en 2021 à 899 M€ en 2024, pénalisé par la baisse des prix des métaux du groupe platine et du cobalt. En 2025, les trois segments amorcent une stabilisation.

4.1.3 Besoin en fond de roulement et gestion des métaux précieux

Indicateur	2021	2022	2023	2024	2025
NWC (mEUR)	1 893	2 114	1 616	639	836
NWC / Revenus	47,8%	50,9%	41,7%	18,3%	23,2%
Délai de stocks (j)	264	298	268	235	259
Délai créances (j)	31	29	31	36	35
Délai dettes (j)	259	273	244	298	335

Figure 6 – Indicateurs de BFR d'Umicore (2021–2025)

Source : Rapports annuels Umicore, analyse de l'auteur

La gestion du besoin en fonds de roulement constitue une spécificité structurelle du modèle d'Umicore : en tant que raffineur de métaux précieux, le groupe détient d'importants stocks physiques générant des DIO (délai de rotation des stocks) sans commune mesure avec l'industrie manufacturière classique. Le BFR atteignait ainsi 51 % des revenus ajustés en 2022, avant de se contracter à 18,3 % en 2024 puis de se stabiliser à 23,2 % en 2025 (*Annexe 3*). (Petersen & Plenborg, 2012)

Cette compression résulte de deux dynamiques convergentes. D'une part, les stocks ont reculé de 3 394 M€ en 2022 à 2 252 M€ en 2024 (−34 %), sous l'effet de la correction des prix des métaux et de la rationalisation du portefeuille *Battery Materials*. D'autre part, les dettes commerciales ont progressé de 2 591 M€ en 2023 à 3 312 M€ en 2025 (+28 %), le DPO (délai de paiement des fournisseurs) passant de 244 à 335 jours, stratégie délibérée de financement du BFR par la dette d'exploitation. La résultante de ces deux forces a produit une contraction du BFR de 1 616 M€ à 639 M€ en un seul exercice (2023→2024).

En octobre 2025, une opération de cession-bail portant sur les stocks d'or physiques immobilisés du segment *Recycling* a généré des produits nets de 416 M€, convertissant un actif circulant figé en charge d'exploitation variable. Cette opération non récurrente a neutralisé la pression à la hausse qu'aurait exercée la reprise des prix des métaux sur le BFR 2025.

4.1.4 EBIT, résultat net et leurs marges

mEUR	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	487,9	574,0
Marge EBIT ajustée	24,5%	20,8%	17,4%	14,0%	15,9%
EBIT reporté	940,55	832,2	591,0	−1304,5	944,9
Marge EBIT reportée	23.7 %	20 %	15.3 %	-37.3 %	26.2 %
Résultat net	626,9	572,6	376,4	−1 531,1	388,9
Marge nette	15,8%	13,8%	9,7%	−43,9%	10,8%
Résultat net ajusté	667,5	592,5	446,6	250	292,3
Marge nette	16.8 %	14.3 %	11.5 %	7.15 %	8.1 %

Figure 7 – Évolution de l'EBIT, du résultat net et de leurs marges pour Umicore (2021–2025)

Toutes les valeurs sont exprimées en millions d'euros (mEUR) et en pourcentage pour les marges Source : Rapports annuels Umicore, analyse de l'auteur

L'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) mesure la rentabilité opérationnelle d'une entreprise en excluant l'impact de la structure financière et de la fiscalité. Dans cette

analyse, la distinction entre EBIT ajusté qui exclut les éléments non récurrents et EBIT reporté est essentielle pour Umicore, en raison des dépréciations d'actifs massives enregistrées en 2024 et de la plus-value exceptionnelle liée au *sale and leaseback* des stocks d'or en 2025. (Penman, 2013)

- Contraction de l'EBIT ajusté : L'EBIT ajusté recule de 971,4 M€ en 2021 à 487,9 M€ en 2024, soit une contraction de près de 50 % en trois ans, portée par l'effondrement des marges du segment *E&ST* et l'érosion des prix dans le *Recycling*. La marge EBIT ajustée suit la même trajectoire, passant de 24,5 % à 14,0 %.
- Dépréciation d'actifs exceptionnelle en 2024 : L'EBIT et le résultat net reportés sont entièrement dominés par une dépréciation d'actifs de 1 430 M€ liée à la révision à la baisse des perspectives du segment *Battery Materials*, faisant plonger le résultat net reporté à -1 531,1 M€. Sur base ajustée, le résultat net reste positif à 250 M€, soulignant le caractère non récurrent de cet impact.
- Rebond technique en 2025 : L'EBIT reporté rebondit à 944,9 M€ et le résultat net reporté à 388,9 M€, portés en grande partie par la plus-value du *sale and leaseback* des stocks d'or (+367 M€ en EBIT). Sur base ajustée, le résultat net s'établit à 292,2 M€ en légère progression et l'EBIT ajusté remonte à 574,0 M€ (marge de 15,9 %), porté par la stabilisation de *Catalysis* et les premiers effets de la stratégie *CORE*.
- La normalisation des marges comme enjeu central. Malgré ce redressement, la marge nette ajustée reste contenue à 8,1 % en 2025, loin des 16,8 % atteints en 2021, confirmant que la restauration complète de la rentabilité sous-jacente demeure l'un des défis structurels des années à venir.

4.2 Dette nette et structure financière

La structure financière d'Umicore porte les traces d'une phase d'investissement intensif engagée dès 2019, puis formalisée dans la stratégie *RISE* en 2022, avec le lancement de la *gigafactory* de Nysa (Pologne) et l'expansion progressive du *footprint Battery Materials* à l'échelle mondiale. Cette dynamique culmine en 2023 sur le plan des dépenses en capital, avant que les effets bilantaires n'atteignent leur pic en 2024. Le désendettement amorcé en 2025 marque la première étape de normalisation sous l'impulsion de la stratégie *CORE*.

(€ millions)	2021	2022	2023	2024	2025
(+) Dette à court terme	430,8	717,3	728,7	1 120,0	597,2
(+) Dette à long terme	1 724,0	1 626,2	2 019,4	2 317,0	2 244,4
Total de la dette	2 154,8	2 343,5	2 748,1	3 437,0	2 841,6
(-) Trésorerie et équivalents	1 194,4	1 239,9	1 515,5	2 012,0	1 558,8
Dette nette	960,4	1 103,6	1 232,6	1 425,0	1 357,0

Figure 8 – Structure de la dette d'Umicore (2021–2025)

Source : rapports annuels Umicore.

Ratio	2021	2022	2023	2024	2025
Total Debt / Equity (%)	68,0%	65,7%	74,3%	178,9%	128,4%
Dette nette / EBITDA- (x)	0,77x	0,96x	1,27x	1,87x	1,6x

Figure 9 – Ratios de solvabilité d'Umicore (2021–2025)

Source : rapports annuels Umicore.

Le ratio dette totale / capitaux propres rapporte l'ensemble de la dette financière (court et long terme) aux capitaux propres de l'entreprise, il constitue une mesure du levier financier et de la dépendance au financement externe, un niveau élevé témoignant d'une exposition accrue au risque de solvabilité. Le ratio dette nette / EBITDA mesure quant à lui la capacité de remboursement en exprimant le nombre d'années théoriques nécessaires pour éteindre la dette nette à partir du résultat opérationnel avant dotations aux amortissements, un niveau inférieur à 3x est généralement considéré comme soutenable dans l'industrie (voir *Annexe 5*). (Petersen & Plenborg, 2012 ; Brealey et al., 2020)

La dette nette a progressivement augmenté de 960,4 M€ en 2021 à 1 425,0 M€ en 2024, avant de se détendre à 1 357 M€ en 2025 sous l'effet du désenflément des investissements. Le ratio dette nette / EBITDA a culminé à 1,87x en 2024 avant de reculer à 1,6x en 2025, demeurant bien en deçà du seuil critique de 3x. Le ratio dette / capitaux propres a fortement progressé en 2024 (178,9 %) en raison des dépréciations massives réduisant les fonds propres, avant de diminuer à 128,4 % en 2025.

4.3 Liquidité

Ratio	2021	2022	2023	2024	2025
Ratio de liquidité courante	1,71	1,58	1,62	1,29	1,35
Ratio de liquidité réduite	0,88	0,76	0,82	0,77	0,75
Ratio de trésorerie immédiate	0,34	0,30	0,42	0,46	0,37

Figure 10 – Ratios de liquidité d'Umicore (2021–2025)

Source : rapports annuels Umicore.

Sur le plan de la liquidité, le ratio courant se maintient au-dessus de 1 sur l'ensemble de la période (1,35 en 2025), ce qui traduit une capacité structurelle à couvrir les passifs à court terme. Le ratio de liquidité réduite (0,75 en 2025), bien qu'inférieur à 1, doit être interprété à la lumière de la nature des stocks d'Umicore, principalement constitués de métaux précieux à haute liquidité de marché ; ils ne présentent pas le risque d'obsolescence des stocks industriels classiques. En synthèse, malgré un endettement accru, la structure financière d'Umicore demeure maîtrisée, le désendettement amorcé en 2025 et la génération croissante de *cash-flows* des activités fondamentales constituent des signaux positifs à l'horizon de la valorisation. (voir **Annexe 6**). (Petersen & Plenborg, 2012)

5. Valorisation

5.1 Discounted Cash Flow (DCF)

Après avoir analysé les performances financières historiques d'Umicore et procédé à une évaluation qualitative approfondie de l'entreprise, cette section vise à estimer sa valeur intrinsèque. L'objectif est de déterminer si l'action est actuellement sous-évaluée ou surévaluée par le marché sur la base d'indicateurs fondamentaux.

La valorisation repose sur une analyse par actualisation des flux de trésorerie (DCF) articulée autour de trois scénarios aux hypothèses distinctes une pessimiste, une centrale et une optimiste afin de refléter l'éventail des trajectoires possibles pour Umicore dans un contexte stratégique en mutation. Elle est complétée par une valorisation relative par multiples de comparables boursiers, et s'achève par une analyse de sensibilité destinée à tester l'impact des principaux facteurs de risque et de succès sur le prix de l'action.

5.1.1 Définition

La méthode des flux de trésorerie actualisés (*Discounted Cash Flow*, DCF) est une approche de valorisation fondamentale qui estime la valeur intrinsèque d'une entreprise en actualisant ses flux de trésorerie futurs. Elle repose sur le principe que la valeur d'une entreprise correspond à la somme des flux de trésorerie disponibles futurs, ajustés à leur valeur présente en tenant compte du risque et du coût du capital. (Koller et al., 2020 ; Damodaran, 2012)

5.1.2 Développement des facteurs clés de succès et de risque

Afin d'améliorer la pertinence de la valorisation, trois scénarios aux hypothèses distinctes seront développés, construits sur l'identification des principaux facteurs susceptibles d'influencer le cours du titre. Les facteurs de création de valeur retenus sont la reprise du segment *Battery Materials* portée par la demande croissante en matériaux de cathode et l'émergence potentielle de la technologie HLM, l'afflux de batteries en fin de vie à recycler à l'horizon 2028–2030, les exigences de contenu recyclé imposées par le règlement européen sur les batteries dès 2027–2031 (Parlement européen & Conseil de l'UE, 2023), ainsi que la discipline de capital et le *leadership* ESG découlant du plan stratégique *CORE* (Umicore, 2025a). Les principaux facteurs de risque identifiés sont la montée en puissance des fabricants chinois de matériaux de cathode, la bascule technologique vers la chimie LFP défavorable au positionnement d'Umicore (IEA, 2024), le déclin structurel de la catalyse automobile et la volatilité des prix des métaux précieux.

5.1.3 Scénarios de valorisation

Scénario Pessimiste	Macroéconomie : La croissance européenne stagne et les taux restent élevés, pesant sur la capacité d'Umicore à financer sa reprise. Matériaux pour batteries : La reprise EV tarde, laissant les matériaux pour batteries dans une situation de sous-utilisation prolongée. Catalyse automobile : Le déclin structurel du marché des véhicules thermiques s'amorce plus vite que prévu, comprimant la demande en catalyseurs avant que des relais de croissance ne soient disponibles. Recyclage : Les flux entrants de matières recyclables sont plus faibles que prévu, réduisant les volumes disponibles pour le site de Hoboken. Concurrence chinoise & chimie LFP : La chimie LFP marginalise le NMC et les acteurs chinois subventionnés, accélèrent leur implantation en Europe. Réglementation européenne : Le règlement sur les batteries et le CRMA sont assouplis ou retardés, réduisant les barrières à l'entrée pour les concurrents asiatiques. Rentabilité : Les marges stagnent sous la pression concurrentielle et le déclin de <i>Catalysis</i>, sans atteindre les cibles <i>CORE 2028</i>.
Scénario Central	Macroéconomie : La BCE poursuit son cycle d'assouplissement, soutenant un environnement de financement plus favorable à la reprise d'Umicore. Matériaux pour batteries : La demande NMC se redresse progressivement, permettant aux matériaux pour batteries d'entamer une amélioration de leurs marges. Catalyse automobile : Légère reprise grâce à la fenêtre étendue par le secteur hybride et au maintien des normes d'émissions européennes. Recyclage : Les premiers flux significatifs de batteries en fin de vie arrivent à partir de 2028, valorisant progressivement le site de Hoboken. Concurrence chinoise & chimie LFP : Le NMC conserve une position défendable sur les véhicules premium, l'expansion chinoise en Europe restant freinée par les certifications OEM. Réglementation européenne : Le CRMA et le règlement sur les batteries sont appliqués selon le calendrier prévu, favorisant les acteurs à intégration circulaire. Rentabilité : Les marges se redressent grâce à la discipline <i>CORE</i>, permettant d'atteindre les cibles EBITDA du management à l'horizon 2028.
Scénario Optimiste	Macroéconomie : La désinflation se confirme et les taux reculent significativement, accélérant les investissements dans la transition énergétique en Europe. Matériaux pour batteries : La reprise EV dépasse les attentes et la technologie HML positionne Umicore comme une alternative compétitive face à la chimie LFP. Catalyse automobile : Euro 7 et l'essor des marchés émergents (Inde, Moyen-Orient) génèrent une demande supérieure aux attentes, prolongeant le cycle de profitabilité du segment. Recyclage : Les flux de batteries en fin de vie arrivent plus tôt que prévu et la hausse des prix des métaux précieux amplifie les marges du recyclage. Concurrence chinoise & chimie LFP : Les restrictions tarifaires renforcées et les difficultés de certification OEM premium limitent l'expansion des acteurs chinois en Europe.

Réglementation européenne : L'application stricte du passeport batterie et du CRMA crée des barrières à l'entrée, valorisant pleinement le modèle circulaire d'Umicore.

Rentabilité : Les marges dépassent les cibles CORE 2028 et le désendettement s'accélère, offrant un potentiel de réévaluation du titre.

Figure 11 – Scénarios de valorisation d'Umicore

Source : Analyse propre de l'auteur, sur la base des résultats annuels 2025 d'Umicore

5.1.4 Construction des projections financières

Maintenant que nous avons défini nos trois scénarios, on peut les utiliser pour bâtir les projections financières qui nous permettront de calculer les FCF (*free cash flows*), qui sont essentiels pour le DCF (*Discounted Cash Flow*). Le calcul du FCF est basé sur la formule suivante qui est fréquemment utilisée en finance d'entreprise :

$$FCF = EBIT \times (1 - \text{Taux d'imposition}) + D\&A - CAPEX - \Delta BFR$$

5.1.4.1 projections des revenus

Segment	Scénario	2026	2027	2028	2029	2030
Catalysis	Pessimiste	1 635	1 602	1 578	1 562	1 547
	Central	1 676	1 685	1 685	1 685	1 685
	Optimiste	1 693	1 718	1 753	1 762	1 770
Recyclage	Pessimiste	947	956	976	1 005	1 030
	Central	966	995	1 055	1 128	1 185
	Optimiste	994	1 054	1 159	1 299	1 402
Battery Materials	Pessimiste	458	481	505	530	557
	Central	523	654	883	1 015	1 117
	Optimiste	545	736	1 030	1 236	1 422
Specialty Materials	Pessimiste	558	558	564	569	575
	Central	575	598	628	659	692
	Optimiste	592	639	696	759	820
Total (CA excl. PM)	Pessimiste	3 597	3 597	3 622	3 666	3 708
	Central	3 740	3 931	4 250	4 487	4 678
	Optimiste	3 824	4 147	4 639	5 055	5 414

Figure 12 – Projections des revenus par scénarios

Source : Analyse propre de l'auteur, sur la base des résultats annuels d'Umicore

Les projections de revenus reposent sur une approche par CAGR différenciée par segment, combinant le CAGR historique 2021–2025 et les hypothèses qualitatives définies au point 5.1.3. Les revenus sont exprimés en CA excl. *Precious Metals*, indicateur de performance

opérationnelle retenu par la direction, le CA incl. PM étant estimé par application d'un ratio de *pass-through*³ historique segment par segment (Koller et al., 2020).

Le scénario central est ancré sur une réussite partielle et prudente du plan *Roadmap to 2028* présenté lors du *Capital Markets Day* du 27 mars 2025 (Umicore, 2025b), conduisant à un CA excl. PM de 4 678 M€ en 2030. *Battery Materials* en constitue le principal vecteur de croissance, passant de 523 M€ en 2026 à 1 117 M€ en 2030, la perspective officielle ciblant ~1,1 Md€ en 2028, le scénario central retient 883 M€ à cette même date, soit un écart d'environ 20 % reflétant le risque d'exécution lié aux certifications OEM (*Original Equipment Manufacturer*) et à la pression concurrentielle LFP. *Catalysis* se stabilise autour de 1 685 M€, à l'équilibre entre déclin structurel ICE (*Internal Combustion Engine*) et maintien de la demande hybride. *Recycling* progresse de 966 M€ à 1 185 M€, porté par les premiers flux significatifs de batteries lithium-ion en fin de vie dès 2027-2030. *Specialty Materials* affiche une croissance modérée et régulière, de 575 M€ à 692 M€.

Les scénarios pessimiste et optimiste encadrent cette trajectoire : le premier plafonne le CA total à 3 708 M€ en 2030, reflétant une stagnation de *Catalysis* et un redémarrage limité de *Battery Materials* ; le second atteint 5 414 M€, porté par une accélération simultanée des quatre segments. L'ensemble des projections chiffrées est présenté en *Figure 12*.

5.1.4.2 Projections de l'EBIT ajusté et de sa marge

L'EBIT ajusté est estimé en appliquant un taux de marge cible aux revenus excluant les métaux précieux de la section 5.1.4.1, ancré sur les marges historiques 2021–2025 par segment.

Catalysis affiche le profil le plus stable, avec des marges comprises entre 19,0 % et 24,0 % sur la période, la demande hybride limitant la compression même dans le scénario adverse. *Recycling* progresse de ~28–32 % en 2026 vers 27–37 % en 2030 selon les scénarios, portée par l'amélioration du mix de traitement à Hoboken et, dans le scénario optimiste, par un environnement de prix des métaux précieux favorable, les flux significatifs de batteries en fin de vie n'étant attendus qu'à partir du milieu des années 2030 (Umicore, 2025b). *Battery*

³ Le ratio de *pass-through* désigne la proportion du coût des métaux précieux refacturée intégralement au client ; la marge d'Umicore sur cette fraction du chiffre d'affaires est structurellement nulle, les revenus correspondants ne reflétant pas une création de valeur opérationnelle propre.

Materials constitue le segment le plus incertain : les trois scénarios débutent en territoire négatif en 2026 (de -17,0 % à -6,0 %), reflet de la sous-utilisation structurelle des capacités confirmée par les résultats 2025 ; le retour à la profitabilité intervient en 2027 dans le scénario optimiste et en 2028 dans le scénario central, conditionné aux certifications OEM et au déploiement de la technologie HLM, tandis que les marges restent négatives tout au long de la période pour le scénario pessimiste. *Specialty Materials* reste défensif dans l'intervalle 12,0–17,5 %. Les charges *corporate* sont fixées à - 90 M€ par an. À l'horizon 2030, l'EBIT groupe converge vers une fourchette de 523 M€ à 1 196 M€, le scénario central projetant 887 M€ pour une marge de 19,0 %. Les projections détaillées sont présentées en *Annexe 8*.

5.1.4.3 Projection du taux d'imposition effectif

Le taux d'imposition effectif (ETR) d'Umicore a fluctué entre 20,4 % et 29,2 % sur la période 2021–2025. Afin d'obtenir une base de projection stable, les années atypiques ont été exclues de la moyenne : 2022 (20,4 %) constitue un point bas aberrant, et 2024 (29,2 %) est biaisé à la hausse par la compression du bénéfice ajusté liée aux pertes de *Battery Materials*. La moyenne normalisée des années restantes (2021, 2023 et 2025) s'établit à 25,2 %, arrondie à 25 % pour des raisons de prudence et de simplicité. Ce taux coïncide également avec le taux nominal de l'impôt des sociétés belge en vigueur depuis l'exercice d'imposition 2021, tel qu'introduit par la loi du 25 décembre 2017 portant réforme de l'impôt des sociétés (Chambre des représentants de Belgique, 2017), ce qui renforce sa robustesse. Un taux uniforme de 25 % est retenu pour l'ensemble des scénarios et des années de projection (voir *Annexe 9*).

5.1.4.4 Projection des dotations aux amortissements

Les dotations aux amortissements et dépréciations (D&A) sont projetées selon une méthode de *roll-forward* appliquée à la base d'actifs nets corporels et incorporels. Sur la période 2021–2025, le taux de dépréciation implicite, calculé comme le ratio D&A sur les actifs nets d'ouverture, s'établit en moyenne à 9,8 % ; ce taux est arrondi à 10 % afin d'intégrer une marge de prudence. Chaque année de projection, la D&A est calculée comme le produit du taux retenu par les actifs nets d'ouverture, eux-mêmes déterminés en ajoutant les CAPEX aux actifs nets de l'exercice précédent et en déduisant la D&A de l'exercice. Cette

logique de *roll-forward* implique que la base amortissable évolue dynamiquement d'une année sur l'autre c'est-à-dire qu'un niveau de CAPEX élevé l'accroît, tandis que la D&A la réduit, de sorte que les dotations futures dépendent directement des choix d'investissement retenus par scénario. Cette approche garantit la cohérence interne entre les projections de CAPEX et l'évolution de la base amortissable. Les D&A projetées s'échelonnent entre 275 et 336 M€ selon le scénario et l'année considérée (voir **Annexe 10**). (Koller et al., 2020)

5.1.4.5 Projection des dépenses d'investissement (CAPEX)

Les CAPEX historiques d'Umicore ont suivi une trajectoire contrastée, passant de 389 M€ en 2021 à un sommet de 857 M€ en 2023 sous l'effet du plan *RISE*, avant de refluer à 309 M€ en 2025 dans le cadre de la rationalisation engagée par la stratégie *CORE* (Umicore, 2025a). Le scénario central prévoit des CAPEX de 395–413 M€ sur 2026–2028, extrapolés à 420 M€ en 2029–2030 ; le scénario pessimiste retient un profil de maintenance (340–355 M€) ; le scénario optimiste anticipe une réaccélération dans *Battery Materials* (430–470 M€). Le ratio CAPEX/D&A projeté, compris entre 1,1x et 1,4x selon les scénarios, constitue un indicateur de la nature de l'investissement : un niveau supérieur à 1x traduit une expansion nette de la base d'actifs, tandis qu'un ratio proche de 1x signale un investissement de maintien (Koller et al., 2020) (voir **Annexe 11**).

5.1.4.6 Projection du besoin en fonds de roulement (BFR)

Le BFR est projeté à partir de trois ratios appliqués à des bases de revenus ou de coûts, le DSO (créances clients en % du chiffre d'affaires total), le DIO (stocks en % du coût des ventes) et le DPO (dettes fournisseurs en % du chiffre d'affaires total). Le coût des ventes est estimé à 79 % du chiffre d'affaires total, taux cohérent avec la moyenne 2021–2025.

Compte tenu du poids structurel des matériaux précieux (~83 % du chiffre d'affaires total) et de leur nature de *pass-through* quasi intégral, ces flux sont maintenus à leur niveau 2025 (17 378 M€) sur l'ensemble de la période. Cette convention permet d'isoler la dynamique de BFR des fluctuations des cours des métaux et d'ancrer son calcul exclusivement sur le CA excl. PM, qui reflète la véritable activité opérationnelle d'Umicore et varie significativement d'un scénario à l'autre.

Les trois ratios sont calibrés sur la moyenne historique 2021–2025 et appliqués uniformément, DIO à 16 % du COGS, DSO à 7,5 % du chiffre d'affaires, DPO à 15 % du chiffre d'affaires. Dans le scénario central, le BFR s'établit à 1 085 M€ en 2026 et progresse modestement vers 1 133 M€ en 2030. La variation du BFR 2026 s'inscrit à +249 M€ (central), +242 M€ (pessimiste) et +254 M€ (optimiste), reflétant la normalisation du BFR depuis son niveau 2025 comprimé par les DPO élevés du plan *CORE*. Au-delà de 2026, les variations annuelles demeurent structurellement limitées (0–25 M€/an). Les détails de calcul sont présentés à l'**Annexe 12**. (Petersen & Plenborg, 2012 ; Koller et al., 2020)

5.1.5 Détermination du coût moyen pondéré du capital (WACC)

Le WACC (cout moyen pondéré du capital) sert à actualiser les flux de trésorerie futurs dans le modèle DCF. Il correspond au rendement exigé par l'ensemble des investisseurs, en fonction de la structure de financement et du profil de risque global de l'entreprise. Le WACC est calculé à partir de trois éléments : le cout des fonds propres, le cout de la dette après impôts et la structure du capital, pondérés en fonction de la valeur de marché de chaque source de financement.

$$WACC = \left(\frac{E}{E+D}\right) \cdot r_e + \left(\frac{D}{E+D}\right) \cdot r_d \cdot (1 - T)$$

Le cout moyen pondéré du capital a été calculé le 30 avril.

Le coût de la dette est estimé par la méthode du *spread* de crédit synthétique, en l'absence d'obligations cotées utilisables comme référence de marché à l'horizon 2030 (Umicore, 2025b). Le taux sans risque retenu est le rendement du *Bund* allemand 10 ans (actif souverain le plus liquide et le moins risqué de la zone euro) relevé sur Bloomberg en avril 2026 à 3,033 % (Bloomberg, 2026 ; Koller et al., 2020). Ajouté au *spread* de crédit synthétique de 1,50 % (Damodaran, 2025), le coût de la dette brute s'établit à 4,533 %, soit 3,40 % après impôt ($t = 25\%$), validé par recoupement avec le taux historique de 3,21 % observé en 2024 (Umicore, 2025b, Note F25). Le détail des calculs est présenté en **Annexe 13**.

La structure du capital est établie en combinant la valeur de marché des fonds propres et la valeur comptable de la dette, retenue comme *proxy* de sa valeur de marché, conformément à la méthodologie de référence (Koller et al., 2020). La capitalisation boursière d'Umicore s'élève à 4 306,06 M€ selon Bloomberg en avril 2026. La dette financière brute est estimée

à 2 847 M€ ; en l'absence d'obligations en circulation dont les prix de marché seraient observables sur l'ensemble de la période de projection, la valeur comptable est donc retenue comme substitut, conformément à l'approche de Damodaran (2012). Ces valeurs aboutissent à des pondérations de 60,2 % pour les fonds propres et 39,8 % pour la dette (voir *Annexe 14*).

Le bêta retenu pour l'estimation du coût des capitaux propres est un bêta construit à partir des bêtas sectoriels publiés par Damodaran (janvier 2026). Cette approche est préférée au bêta de marché disponible sur Yahoo Finance ($\beta = 0,80$; Yahoo Finance, 2026), dans la mesure où ce dernier reflète le risque historique d'Umicore dans sa configuration passée, c'est-à-dire avant la restructuration engagée en 2024. Un bêta sectoriel permet au contraire d'ancrer le risque systématique sur le profil opérationnel actuel de chaque segment d'activité, indépendamment du bruit introduit par les annonces de cession, les dépréciations exceptionnelles et la contraction du cours boursier observés sur la période récente.

Deux secteurs Damodaran ont été retenus en fonction de la nature des activités : *Chemical (Specialty)* pour *Catalysis*, *Battery Materials* et *Specialty Materials*, le profil de risque de ces trois segments étant déterminé par l'intensité en R&D, la complexité de formulation et la dépendance aux métaux du groupe platine plutôt que l'exposition au client final ; *Metals & Mining* pour le segment *Recycling*, dont l'activité de fusion-affinage à Hoboken suit les dynamiques propres aux opérateurs de métaux. Après pondération par les revenus 2025 et application de la formule de Hamada⁴ (1972), dont le détail est présenté en *annexe 15*, on obtient un bêta endetté de $\beta = 1,59$. Ce résultat est cohérent avec le niveau de levier financier actuel d'Umicore (Umicore, 2025b).

Pour cette analyse, nous retenons l'estimation de la prime de risque actions (ERP) implicite de Damodaran, dérivée par une méthode *forward-looking* fondée sur les flux de trésorerie attendus aux actionnaires (dividendes et rachats d'actions) plutôt que sur des moyennes historiques. Cette approche est plus adaptée au contexte d'un DCF, actualiser des flux prospectifs avec un taux d'actualisation construit sur des données passées crée une

⁴ La formule de Hamada (1972) permet de ré-endetter un bêta non-endetté en intégrant l'effet fiscal de la dette : $\beta_L = \beta_u \times [1 + (1 - t) \times D/E]$, où β_L désigne le bêta endetté, β_u le bêta non-endetté pondéré des secteurs, t le taux d'imposition effectif, D la valeur de la dette financière et E la valeur des capitaux propres.

incohérence temporelle ; l'ERP implicite, dérivé des prix de marché actuels, reflète les exigences de rendement présentes des investisseurs et non ce qu'ils ont historiquement obtenu. La prime de risque actions retenue s'élève à 5,01 % (Damodaran, 2026). Cette valeur, publiée le 5 janvier 2026, est construite à partir d'une prime de marché mature de 4,23 %, à laquelle s'ajoute une prime de risque pays de 0,78 %, déterminée sur la base de la notation souveraine Aa3⁵ attribuée à la Belgique par Moody's (2026).

En prenant en compte l'ensemble de ces éléments, le WACC d'Umicore est estimé à 7,97%. Ce taux sera utilisé comme taux d'actualisation pour la valorisation des flux de trésorerie futurs dans le modèle DCF. (Voir *Annexe 16*)

5.1.6 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale correspond à la valeur estimée de l'entreprise au-delà de la période de prévision, en supposant qu'elle poursuive ses activités indéfiniment. Elle représente généralement une part importante de la valeur totale dans un modèle DCF. Deux approches sont utilisées :

5.1.6.1 la méthode de croissance à perpétuité (Gordon-Shapiro)

Cette méthode part du principe que les flux de trésorerie disponibles progressent à un rythme constant au-delà de l'horizon prévisionnel. La formule est la suivante :

$$TV = FCF_n \times \frac{(1+g)}{(r-g)}$$

Le taux de 2 % pour g retenu correspond à la cible d'inflation à long terme de la BCE (2025) et reste inférieur au taux de croissance nominale du PIB de la zone euro estimé entre 2,5 % et 3 % à horizon séculaire (FMI, 2025).

5.1.6.2 Méthode du multiple de sortie EV/EBITDA

Cette méthode consiste à appliquer un multiple de valorisation à l'EBITDA de la dernière année de prévision :

$$TV = EBITDA_n \times \text{Exit Multiple}$$

Sur la base de l'analyse du groupe de pairs (voir *Annexe 37*), les multiples EV/EBITDA observés s'échelonnent de 5,8x à 10,1x. Le sous-groupe retenu, composé de sociétés

⁵ La note souveraine Aa3 (Moody's) retenue pour le calcul de la prime de risque pays correspond à la table Damodaran du 5 janvier 2026. Moody's a dégradé la Belgique à A1 le 17 avril 2026 ; par souci de cohérence méthodologique, les paramètres du WACC ont été maintenus sur la base des données Damodaran de janvier 2026.

comparables à maturité opérationnelle plus proche d'Umicore, affiche une médiane de 7,0x, valeur retenue pour le scénario central. Le scénario pessimiste applique un multiple de 5,0x, le scénario optimiste retient 9,0x, reflétant un redressement de la rentabilité et une réaccélération de la transition énergétique.

5.1.7 Résultats et interprétation des calculs

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*	Σ PV FCF
CA excl. métaux précieux	3 963,3	4 155,2	3 875,7	3 496,0	3 609,0	3 740,2	3 931,3	4 249,8	4 487,5	4 678,5	
% Croissance	—	4,8%	-6,7%	-9,8%	3,2%	3,6%	5,1%	8,1%	5,6%	4,3%	
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	605,1	655,0	735,6	817,3	887,1	
Marge EBIT (%)	24,5%	20,8%	17,4%	13,7%	16,0%	16,2%	16,7%	17,3%	18,2%	19,0%	
Taux d'imposition (ETR)	24,4%	20,4%	25,2%	29,2%	26,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
NOPAT	734,4	688,3	503,7	338,8	427,9	453,8	491,3	551,7	613,0	665,3	
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	287,1	297,6	309,1	320,2	
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	880,2	942,1	1 033,2	1 126,4	1 207,3	
(-) (CAPEX)	388,6	469,6	857,0	554,7	308,9	395,0	392,0	413,0	420,0	420,0	
(-) ΔBFR	-127,6	221,0	-497,9	-977,2	196,5	250,0	9,8	16,4	12,2	9,8	
FCF	752,9	283,6	443,3	1 046,6	190,2	83,9	376,5	419,9	489,9	555,7	
						t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5	
Facteur d'actualisation						0,9261	0,8577	0,7944	0,7357	0,6814	
FCF actualisé (M€)						77,7	322,9	333,6	360,4	378,7	
Σ Valeur actuelle des FCF sur l'horizon explicite (2026–2030)											1 473,3

Figure 13 : Free Cash Flows prospectifs – scénario central (approche multiple EV/EBITDA)

(Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg)

La Figure 13 montre les FCF prospectifs pour la période 2026-2030. Ces cash flows sont calculés à partir du NOPAT (EBIT après impôts) en ajoutant les dépréciations et amortissements, et en y soustrayant les CAPEX et les variations du BFR. Le chiffre d'affaire, les marges, le taux d'imposition et les hypothèses d'investissements sont toutes reprises des prévisions discutées précédemment. Les FCF sont actualisés années par années par le taux d'actualisation obtenu via le WACC de 7,97%, ce qui correspond aux valeurs dans la ligne FCF actualisés.

La Figure 14 présente les étapes finales de la valorisation DCF selon l'approche par multiple de sortie EV/EBITDA, retenue comme méthode principale dans le cadre du scénario central. Cette approche est jugée plus appropriée qu'une hypothèse de croissance perpétuelle pour une entreprise en phase de transformation telle qu'Umicore. La valeur terminale est calculée en appliquant un multiple de 7x à l'EBITDA ajusté projeté en 2030 (1 207,3 M€), donnant une valeur terminale brute de 8 451,1 M€, actualisée à 5758,6 M€ à l'aide du facteur d'actualisation de 0,6814. En additionnant la somme des FCF actualisés

sur l'horizon explicite (1473,3 M€), on obtient une *Enterprise Value* de 7 231,9 M€. Après déduction de la dette (1 850,7 M€), la valeur des capitaux propres s'élève à 5 381,2 M€, soit un cours cible de 22,37 € par action pour 240,54 millions de titres en circulation.

EBITDA ajusté (2030)	1 207,3	Enterprise Value [M€]	7 231,9
Multiple EV/EBITDA	7x	dette nette	-1 850,7
Valeur terminale brute	8 451,3	valeur des CP	5 381,2
facteur d'actualisation	0,6814	nombres d'action	240,54
Valeur actuelle de la valeur terminale	5 758,6	prix par action	22,37 €
Σ Valeur actuelle des FCF	1 473,3		

Figure 14 : Résultats du DCF – scénario central (approche multiple EV/EBITDA)

(Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg)

Ensuite, une étude de sensibilité qui permet de voir dans quelle mesure les hypothèses utilisées affectent le prix par action finale. L'étude fait varier les valeurs du WACC entre 6,97% et 8,97% tandis que le multiple d'EBITDA varie entre 6x et 8x.

WACC / multiple	6.0x	6.5x	7.0x	7.5x	8.0x
6.97%	20,13€	21,93€	23,72€	25,51€	27,30€
7.47%	19,54€	21,29€	23,04€	24,79€	26,54€
7.97%	18,96€	20,67€	22,37€	24,09€	25,80€
8.47%	18,39€	20,06€	21,73€	23,41€	25,08€
8.97%	17,84€	19,47€	21,11€	22,74€	24,37€

Figure 15 : Analyse de sensibilité – scénario central (approche multiple EV/EBITDA)

(Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg)

La *Figure 16* présente les prix cibles issus des six variantes du modèle DCF, combinant trois scénarios (pessimiste, central, optimiste) et deux méthodes de valeur terminale. La méthode par multiple EV/EBITDA produit des fourchettes de valorisation plus resserrées : le scénario central aboutit à un prix cible de 22,37 €, le scénario pessimiste à 8,43 € tandis que le scénario optimiste pointe à 39€. Sa moindre sensibilité aux hypothèses de long terme la rend particulièrement adaptée au profil de risque d'Umicore, dont les perspectives à l'horizon 2030 demeurent incertaines. La méthode de Gordon-Shapiro génère quant à elle des fourchettes nettement plus larges atteignant 57,54 € dans le scénario optimiste, ce qui reflète la sensibilité structurelle de cette approche aux hypothèses de croissance perpétuelle retenues.

	prix final du DCF	fourchette de prix	annexes
DCF scénario pessimiste (multiple EBITDA)	8,52€	5,55€ - 11,57€	24-27
DCF scénario pessimiste (g)	12,91€	8,13€ - 22,71€	28-30
DCF scénario central (multiple EBITDA)	22,37 €	17,84€ - 27,3€	17-20
DCF scénario central (g)	25,31 €	17,30€ - 41,43€	21-23
DCF scénario optimiste (multiple EBITDA)	39,00€	32,86€ - 45,67€	31-34
DCF scénario optimiste (g)	35,95€	25,23€ - 57,54€	35-37

Figure 16 : Résultats des DCF

(Source : analyse de l'auteur)

5.2 Valorisation relative (comparables boursiers)

5.2.1 Définition et construction du groupe de comparables

La valorisation relative compare Umicore à un groupe de sociétés cotées actives dans la chimie de spécialité et les matériaux avancés en utilisant des multiples de marché. Le groupe de pairs a été sélectionné sur la base de quatre critères : appartenance au secteur de la chimie de spécialité et/ou des matériaux fonctionnels, présence sur les marchés européens, similarité des modèles économiques (chimie de haute technicité, R&D appliquée, matériaux pour l'énergie et la mobilité) et taille comparable en termes de revenus et de capitalisation boursière. Les pairs retenus sont Johnson Matthey plc (Royaume-Uni, 4,74 Md€), BASF SE (Allemagne, 56,87 Md€), Arkema S.A. (France, 5,53 Md€), Lanxess AG (Allemagne, 1,84 Md€) et Solvay S.A. (Belgique, 3,46 Md€) (voir *Annexe 37* pour les profils détaillés des sociétés).

Le groupe de pairs retenu constitue le *benchmark* le plus pertinent disponible parmi les sociétés cotées européennes de chimie de spécialité et de matériaux avancés, en l'absence de *pure-plays* strictement comparables à Umicore. Johnson Matthey représente le comparable le plus direct, son positionnement en catalyse et en chimie des métaux du groupe platine étant le miroir des segments *Catalysis* et *Specialty Materials* d'Umicore. BASF et Solvay, bien que plus diversifiés, présentent une exposition significative aux matériaux de batterie et aux solutions pour la mobilité électrique. Arkema et Lanxess, de taille plus comparable, illustrent le profil d'une chimie de niche à forte valeur ajoutée sur des marchés industriels cycliques, cohérent avec le positionnement opérationnel d'Umicore.

Plusieurs limites inhérentes à ce groupe de pairs doivent néanmoins être reconnues. Premièrement, la taille et le degré de diversification de BASF sont sensiblement supérieurs à ceux d'Umicore, ce qui peut introduire un biais dans les multiples observés, les grandes capitalisations bénéficiant généralement d'une prime de liquidité que ne justifie pas le profil d'Umicore. Deuxièmement, une hétérogénéité structurelle existe au sein du groupe lui-même : si Umicore et Johnson Matthey intègrent tous deux une composante significative de métaux précieux, les trois autres comparables n'y sont pas exposés. Troisièmement, aucun pair ne réplique exactement la combinaison propre à Umicore entre catalyse industrielle, matériaux de batterie, recyclage de métaux précieux et matériaux de performance. En dépit de ces contraintes, le groupe retenu constitue la référence la plus proche disponible pour ancrer la valorisation dans les conditions effectives de marché ; la médiane est retenue comme statistique centrale afin de limiter l'impact des valeurs extrêmes (Rosenbaum & Pearl, 2013).

5.2.2 Justification des multiples sélectionnés

Deux multiples ont été retenus pour la valorisation relative d'Umicore : l'EV/EBITDA et le P/E. L'EV/EBITDA offre une vision de la valeur d'une entreprise rapportée à sa performance opérationnelle, indépendamment de la structure du capital, de la fiscalité et des politiques d'amortissement, ce qui facilite les comparaisons au sein d'un groupe de pairs hétérogène. Le P/E apporte une perspective complémentaire en reflétant le sentiment de marché à l'égard des bénéfices nets attendus. Les données utilisées sont les consensus Bloomberg FY1 au 30 avril 2026, préférés aux données historiques afin de mieux refléter les anticipations actuelles du marché.

5.2.3 Calculs et Résultats

Compte tenu de la volatilité des multiples et des disparités observées au sein du groupe de pairs en termes de taille et de mix d'activités, la médiane a été retenue comme estimateur central afin de limiter l'impact des valeurs extrêmes, notamment de BASF dont la capitalisation boursière est sans commune mesure avec celle des autres comparables.

Les médianes ont été déterminées à partir des multiples du groupe de pairs, dont les données détaillées figurent à l'*Annexe 38*. La valeur d'entreprise implicite est obtenue en multipliant la médiane EV/EBITDA par l'EBITDA d'Umicore. Pour le multiple P/E, la médiane est

appliquée directement au résultat net d'Umicore afin d'obtenir la valeur des capitaux propres. Après déduction de la dette nette le cas échéant, la valeur des capitaux propres est divisée par le nombre d'actions pour obtenir le prix par action implicite.

La valorisation relative retient deux multiples, l'EV/EBITDA (7,09x) et le P/E (13,76x), appliqués aux métriques financières FY1 d'Umicore. Il en résulte des prix par action implicites de respectivement 21,15 € et 20,41 €, tous deux supérieurs au cours de marché observé au 30 avril 2026 (17,90 €). Cela suggère qu'Umicore apparaît sous-évalué par rapport à son groupe de pairs à cette date (Tableau 17).

Multiplicateur utilisé	Mediane	EV estimée (Md€)	Dette nette	Valeur des CP	prix de l'action estimé
EV/EBITDA	7,09	6,444	1,357	5,087	21,15
P/E	13,755			4,91	20,41

Figure 17 : Résultats des DCF

(Source : analyse de l'auteur et données Bloomberg 30 Avril 2026)

Une analyse de sensibilité a été conduite en faisant varier chaque multiple afin de tester la robustesse de la valorisation. Le multiple EV/EBITDA a été ajusté entre 5,09x et 8,09x, produisant une fourchette de prix par action comprise entre 13,59 € et 24,93 €. Le ratio P/E a quant à lui été varié entre 8,76x et 18,76x, aboutissant à une plage allant de 12,99 € à 27,84 €. Le cours actuel de 17,90 € se situe dans le tiers inférieur de ces fourchettes, ce qui indique qu'une valorisation à parité avec les pairs nécessiterait une revalorisation des multiples au-delà de leurs niveaux médians actuels, cohérente avec un redressement opérationnel d'Umicore sur l'horizon de projection (*Annexe 39*).

5.3 Football Field Valuation

Le *football field* (Figure 18) offre une comparaison visuelle du prix cible d'Umicore selon les différentes méthodes et scénarios retenus. Chaque barre horizontale représente une fourchette de valorisation issue soit de l'analyse DCF déclinée en trois scénarios selon la méthode du multiple EV/EBITDA et celle de Gordon-Shapiro soit de la valorisation relative par comparables boursiers (EV/EBITDA et P/E).

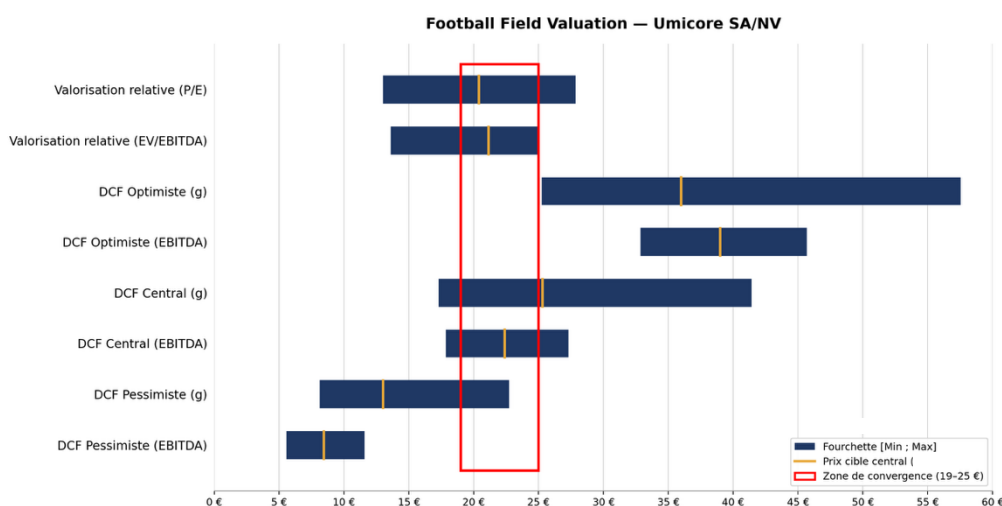


Figure 18 : Football Field valuation

(Source : analyse de l'auteur)

Comparé au cours actuel d'Umicore de 17,9 € au 30 avril 2026, la convergence des méthodes de valorisation retenues pointe vers une juste valeur comprise entre 19 et 25 €/action, suggérant que le titre est modérément sous-évalué dans un scénario d'hypothèses équilibrées. Il convient toutefois de souligner que cette fourchette ne reflète ni les risques baissiers associés au scénario pessimiste, ni le potentiel haussier très significatif qui se dégagerait si la stratégie du groupe et la technologie HLM tenaient leurs promesses un scénario dans lequel les estimations du modèle s'établissent bien au-delà de la zone de convergence.

6. Analyse de la réputation boursière

En recourant à la méthodologie *Stock Reputation*®⁶ de LPE Research, Umicore obtient un score de 61/100 (« réputation moyenne »). Le facteur le plus pénalisant est le comportement du cours boursier (3/20), reflet d'une volatilité marquée, tandis qu'Umicore se distingue par son focus social et environnemental (20/20). La communication, bien que satisfaisante, est pénalisée par deux profit warnings (février 2023 et juin 2024) et une révision stratégique majeure (13/20). La structure actionnariale est stable (~35 % du capital détenu par sept institutionnels majeurs) et la gouvernance modérée (8/15) en raison d'une détention interne limitée. La réputation boursière est in fine considérée comme neutre dans la valorisation (absence de prime ou de décote). (voir *Annexe 40*)

⁶ méthodologie qui évalue les entreprises selon cinq critères principaux : l'évolution du cours de l'action, la qualité de la structure de l'actionnariat, la gouvernance et l'orientation vers la valeur actionnariale, l'engagement social et environnemental, ainsi que la cohérence de la communication

7. Conclusion

Umicore est le cas emblématique d'une entreprise dont les erreurs de management ont précédé un redressement. Les erreurs de pilotage stratégique de l'ancienne équipe dirigeante ont conduit à une dévalorisation importante du cours boursier, ce qui a ensuite enclenché une restructuration fondée sur la discipline de capital et la concentration sur les activités à fort avantage concurrentiel. La revalorisation du titre au cours de l'année écoulée témoigne de la confiance croissante du marché dans cette trajectoire et dans la nouvelle stratégie que prend la société.

Néanmoins, plusieurs risques structurels demeurent déterminants pour l'analyse. La montée en puissance de la chimie LFP menace directement la demande en cathodes NMC, cœur du segment *Battery Materials*. La concurrence des acteurs chinois, disposant d'avantages de coûts structurels, pèse sur les marges à moyen terme. Le déclin inéluctable des moteurs à combustion interne reste à prendre en compte pour le segment *Catalysis*. Enfin, la volatilité des cours des métaux précieux introduit une incertitude structurelle sur les marges opérationnelles.

Ces risques doivent être mis en balance avec des atouts fondamentaux. Le modèle de recyclage en boucle fermée, centré sur le complexe industriel d'Hoboken, constitue un avantage concurrentiel unique à l'échelle mondiale, renforcé par le règlement européen sur les batteries, qui impose des seuils de contenu recyclé à partir de 2027. Le segment *Catalysis* a par ailleurs généré des flux de trésorerie robustes sur les années récentes, offrant un moyen de financement essentiel. Enfin, la technologie HLM représente une option de revalorisation substantielle du segment *Battery Materials* à horizon 2028 si elle vient à se concrétiser.

Prenant en compte l'ensemble des éléments de cette analyse, et au vu de la convergence des méthodes de valorisation retenues qui indiquent une juste valeur comprise entre 19 et 25 euros par action pour un cours de 17,9 € au 30 avril 2026, avec un cours cible central de 22,37€, je considère qu'Umicore présente un potentiel de revalorisation. L'entreprise dispose de fondamentaux industriels solides et d'un modèle d'affaires différenciant. Pour ces raisons, je recommande l'achat du titre.

7. Bibliographie

- ACEA. (2025). New car registrations: +1.8% in 2025 ; battery-electric 17.4% market share. European Automobile Manufacturers' Association. <https://www.acea.auto/pc-registrations/new-car-registrations-1-8-in-2025-battery-electric-17-4-market-share/>
- Allied Market Research. (2022). Precious metals e-waste recovery market: Global opportunity analysis and industry forecast, 2022–2030. Allied Market Research. <https://www.alliedmarketresearch.com/precious-metals-e-waste-recovery-market-A31390>
- Banque centrale européenne. (2025a). Key ECB interest rates — Monetary policy decisions. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>
- Banque centrale européenne. (2025b). Décisions de politique monétaire. Banque centrale européenne. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp250306~d4340800b3.fr.html>
- Belgian Corporate Governance Committee. (2020). Belgian code on corporate governance 2020. https://corporategovernancecommittee.be/assets/pagedoc/2003973319-1651062453_1651062453-2020-belgian-code-on-corporate-governance.pdf
- Benchmark Mineral Intelligence. (2024). Battery supply chain report 2024. <https://www.benchmarkminerals.com/>
- Benchmark Mineral Intelligence. (2025). *Regional trends in cathode production capacity 2024*. <https://source.benchmarkminerals.com/article/infographic-regional-trends-in-cathode-production-capacity>
- Bloomberg L.P. (2026). Bloomberg Terminal [Base de données]. <https://www.bloomberg.com>
- BloombergNEF. (2023). Electric vehicle outlook 2023. Bloomberg Finance L.P. <https://about.bnef.com/electric-vehicle-outlook/>
- BloombergNEF. (2024). Electric vehicle battery price survey 2024. Bloomberg Finance L.P. <https://about.bnef.com/blog/battery-pack-prices-fall-to-record-lows/>
- Blume, M. E. (1971). On the assessment of risk. *The Journal of Finance*, 26(1), 1–10. <https://doi.org/10.2307/2325457>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13e éd.). McGraw-Hill Education.
- Carbon Credits. (2025). China now controls 69% of the global EV battery market as CATL and BYD surge in 2025. <https://carboncredits.com/china-now-controls-69-of-the-global-ev-battery-market-as-catl-and-byd-surge-in-2025/>

CATL. (2022, 12 août). CATL announces EUR 7.34 billion EV battery gigafactory in Hungary [Communiqué de presse]. <https://www.catl.com/en/news/955.html>

CATL. (2023). M3P battery technology: Next-generation cathode chemistry [Communiqué technique]. <https://www.catl.com/en/news/>

Chambre des représentants de Belgique. (2017, 25 décembre). Loi portant réforme de l'impôt des sociétés (n° 2017014414). *Moniteur belge*.
<https://www.ejustice.just.fgov.be/eli/loi/2017/12/25/2017014414/justel>

CNBC. (2025, 15 janvier). CATL plans European expansion as battery recycling competition intensifies. <https://www.cnbc.com>

Cobalt Institute. (2025). Cobalt market report 2024.
<https://www.cobaltinstitute.org/resource/cobalt-market-report/>

Commission européenne. (2023). Règlement (UE) 2023/851 du Parlement européen et du Conseil : fin de la vente de voitures particulières et de camionnettes légères neuves à moteur thermique en 2035. EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:32023R0851>

Conseil de l'Union européenne. (2024, 12 avril). Euro 7 : le Conseil adopte de nouvelles règles sur les limites d'émissions pour les voitures, camionnettes et camions.
<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/04/12/euro-7-council-adopts-new-rules-on-emission-limits-for-cars-vans-and-trucks/>

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3e éd.). Wiley Finance.

Damodaran, A. (2026a, 5 janvier). Country default spreads and risk premiums [Données]. NYU Stern School of Business.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Damodaran, A. (2026c, janvier). Corporate bond spreads by rating [Données]. NYU Stern School of Business.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html

Electrive. (2026, 26 mars). CATL captures half of China's EV battery market.
<https://www.electrive.com/2026/03/26/catl-captures-half-of-chinas-ev-battery-market/>

Eurostat. (2025). GDP and main components — output, expenditure and income. Commission européenne. [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/GDP_and_main_components_\(output,_expenditure_and_income\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/GDP_and_main_components_(output,_expenditure_and_income))

Fonds monétaire international. (2025, avril). *World economic outlook: Navigating global divergences*. Fonds monétaire international. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

- Gartner. (2024). Gartner outlines a new phase for electric vehicles. <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2024-03-07-gartner-outlines-a-new-phase-for-electric-vehicles>
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102–110. <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>
- Graham, B. (1949). *The intelligent investor*. Harper & Brothers.
- Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *The Journal of Finance*, 27(2), 435–452. <https://doi.org/10.2307/2978486>
- IEA. (2023). *Global EV outlook 2023*. International Energy Agency. <https://www.iea.org/reports/global-ev-outlook-2023>
- IEA. (2024a). *Global EV outlook 2024*. International Energy Agency. <https://www.iea.org/reports/global-ev-outlook-2024>
- IEA. (2024b). *Global critical minerals outlook 2024*. International Energy Agency. <https://www.iea.org/reports/global-critical-minerals-outlook-2024>
- IEA. (2025). *Global EV outlook 2025*. International Energy Agency. <https://www.iea.org/reports/global-ev-outlook-2025>
- IEA. (2026). *Global EV Outlook 2026*. International Energy Agency. <https://www.iea.org/reports/global-ev-outlook-2026>
- Intel Market Research. (2026). Automotive catalytic converter market outlook 2026–2034. <https://www.intelmarketresearch.com/global-automotive-catalytic-converter-forecast-market-26253>
- International Council on Clean Transportation. (2023). *Scaling up reuse and recycling of electric vehicle batteries*. <https://theicct.org/wp-content/uploads/2023/02/recycling-electric-vehicle-batteries-feb-23.pdf>
- InsideEVs. (2025). *Why LFP became the dominant EV battery chemistry in 2025*. <https://insideevs.com/news/784963/lfp-overtakes-nickel-battery-chemistry/>
- IRENA. (2023). *World energy transitions outlook 2023: 1.5°C pathway*. International Renewable Energy Agency. <https://www.irena.org/Publications/2023/Jun/World-Energy-Transitions-Outlook-2023>
- Johnson Matthey. (2025, mai). *PGM market report 2025*. https://matthey.com/documents/161599/509428/PGM_Market_Report_25.pdf/5f4e4078-8e9a-3c96-d334-9d14da9de094

Kitco News. (2025, 23 décembre). Platinum surges to record highs, eclipsing gold and silver in 2025. <https://www.kitco.com/opinion/2025-12-23/platinum-surges-record-highs-eclipsing-gold-and-silver-2025>

Klarman, S. A. (1991). *Margin of safety: Risk-averse value investing strategies for the thoughtful investor*. HarperCollins.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7e éd.). McKinsey & Company / Wiley Finance.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>

LPE Research. (2018). *Stock Reputation® measurement methodology*. http://www.lperesearch.com/uploads/4/6/8/5/46857505/stock_reputation%C2%AE_measurement_methodology_editing_version_.pdf

Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00042>

Market Report Analytics. (2025). Consumer trends in precious metal recycling market 2025–2033. <https://www.marketreportanalytics.com/reports/precious-metal-recycling-168484>

Ministry of Ecology and Environment of the People's Republic of China. (2017). *Limits and measurement methods for emissions from light-duty vehicles (China 6)* [GB 18352.6-2016]. https://english.mee.gov.cn/Resources/standards/Air_Environment/emission_mobile/2017/05/t20170524_414680.shtml

Mordor Intelligence. (2025). Automotive catalysts market: Size, share & growth analysis. <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/automotive-catalyst-market>

Nedelea, A. (2026, 15 janvier). Full year 2025 global plug-in vehicle sales. *InsideEVs*. <https://insideevs.com/news/784417/global-plug-in-sales-2025/>

OCDE. (2019a). *Global material resources outlook to 2060: Economic drivers and environmental consequences*. Éditions OCDE. <https://doi.org/10.1787/9789264307452-en>

OCDE. (2019b). *Interconnected supply chains: A comprehensive look at due diligence challenges and opportunities sourcing cobalt and copper from the DRC*. Éditions OCDE. <https://doi.org/10.1787/576804e7-en>

Parlement européen et Conseil de l'Union européenne. (2023, 12 juillet). Règlement (UE) 2023/1542 concernant les batteries et les déchets de piles et accumulateurs. *Journal*

officiel de l'Union européenne, L 191. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:32023R1542>

Parlement européen et Conseil de l'Union européenne. (2024a). Règlement (UE) 2024/1252 du 11 avril 2024 établissant un cadre visant à garantir un approvisionnement sûr et durable en matières premières critiques. *Journal officiel de l'Union européenne*. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=OJ:L_202401252

Parlement européen et Conseil de l'Union européenne. (2024b). Règlement (UE) 2024/1257 relatif à la réception par type des véhicules à moteur et des moteurs en ce qui concerne leurs émissions et la durabilité des batteries (Euro 7). *Journal officiel de l'Union européenne*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2024/1257/oj/eng>

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5e éd.). McGraw-Hill Education.

Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2012). *Financial statement analysis: Valuation, credit analysis, and executive compensation*. Pearson Education.

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2015). *Equity asset valuation* (3e éd.). CFA Institute Investment Series / Wiley.

Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press.

Province d'Anvers / Umicore. (2022). Amended conditions of Umicore's environmental permit in Hoboken. <https://www.umicore.com/en/newsroom/news/amended-conditions-of-umicores-environmental-permit-in-hoboken-remain-in-force/>

Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment banking: Valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Wiley Finance.

Science Based Targets initiative (SBTi). (2023). Target dashboard — Umicore. <https://sciencebasedtargets.org/target-dashboard>

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>

Sprott Asset Management. (2025). Platinum and palladium are on the move. <https://sprott.com/insights/platinum-and-palladium-are-on-the-move/>

Sustainalytics. (2023). Umicore SA/NV ESG risk rating. <https://www.sustainalytics.com/esg-rating/umicore/1008569713>

Umicore. (2024a). Our history. <https://www.umicore.com/en/about/history/>

Umicore. (2024b). Blood lead levels in children living in the vicinity of Umicore down again. <https://www.umicore.com/en/newsroom/blood-lead-levels-in-children-living-in-the-vicinity-of-umicore-down-again/>

Umicore. (2025). Capital Markets Day, March 2025 [Présentation]. Umicore NV/SA.

Umicore SA/NV. (2022a, 22 juin). Umicore 2030 – RISE : nouveau plan stratégique [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/media/newsroom/umicore-launches-umicore-2030-rise-its-new-strategic-plan-designed-to-accelerate-value-creative-growth/>

Umicore SA/NV. (2022b, 9 novembre). Umicore obtains SBTi validation for its 2030 greenhouse gas emission reduction targets [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/media/newsroom/sbti-validation-for-its-2030-greenhouse-gas-emission-reduction-targets>

Umicore SA/NV. (2022c). *Rapport annuel 2021*. <https://www.umicore.com/en/investor-relations/publications-reports/annual-report/>

Umicore SA/NV. (2022d, février). Umicore signs inaugural 500-million sustainability-linked loan [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/newsroom/news/umicore-signs-inaugural-500-million-sustainability-linked-loan/>

Umicore SA/NV. (2023a, février). Umicore introduces high lithium manganese (HLM) cathode material [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/media/newsroom/>

Umicore SA/NV. (2023b). *Rapport annuel 2022*. <https://www.umicore.com/en/investor-relations/publications-reports/annual-report/>

Umicore SA/NV. (2024a, 15 mai). Umicore announces CEO succession [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/media/newsroom/umicore-announces-ceo-succession/>

Umicore SA/NV. (2024b, 2 octobre). CORE : plan stratégique d'Umicore à l'horizon 2028 [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/media/newsroom/umicore-unveils-roadmap-to-2028/>

Umicore SA/NV. (2024c, 23 octobre). Transparency notifications by BlackRock, Inc. and by Bank of America Corp [Déclaration de transparence]. <https://www.globenewswire.com/news-release/2024/10/23/2968077/0/en/Umicore-Transparency-notifications-by-BlackRock-Inc-and-by-Bank-of-America-Corp.html>

Umicore SA/NV. (2024d, 13 mai). Transparency notifications by SFPIM [Déclaration de transparence]. <https://www.globenewswire.com/news-release/2024/05/13/2880761/0/en/Umicore-Transparency-notifications-by-SFPIM.html>

Umicore SA/NV. (2024e). *Rapport annuel 2023*. <https://www.umicore.com/en/investor-relations/publications-reports/annual-report/>

Umicore SA/NV. (2025a, 14 février). Résultats annuels 2024 [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/media/newsroom/full-year-results-2024/>

Umicore SA/NV. (2025b, 27 mars). Umicore unveils roadmap to 2028 [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/media/newsroom/umicore-unveils-roadmap-to-2028/>

Umicore SA/NV. (2025c). *Rapport annuel 2024*. <https://www.umicore.com/en/files/secure-documents/f80f2918-ed1f-4461-9f59-d6ef5aa9f7a5.pdf>

Umicore SA/NV. (2025d). *Rapport annuel 2024 — Données de durabilité*. <https://www.umicore.com/en/investor-relations/publications-reports/annual-report/>

Umicore SA/NV. (2025e). Dividend information. <https://www.umicore.com/en/investor-relations/dividend/>

Umicore SA/NV. (2025f). Gouvernance — Conseil de surveillance et comités. <https://www.umicore.com/en/investor-relations/supervisory-board/>

Umicore SA/NV. (2026a). *Rapport annuel 2025*. Umicore NV/SA. <https://www.umicore.com/en/investor-relations/publications-reports/annual-report/>

Umicore SA/NV. (2026b, 20 février). Résultats annuels 2025 [Communiqué de presse]. <https://www.umicore.com/en/media/newsroom/full-year-results-2025/>

UNITAR & ITU. (2024). *The global e-waste monitor 2024*. United Nations Institute for Training and Research. <https://ewastemonitor.info/the-global-e-waste-monitor-2024/>

U.S. Energy Information Administration (EIA). (2024). *U.S. crude oil and natural gas proved reserves, year-end 2023*. U.S. Department of Energy. <https://www.eia.gov/naturalgas/crudeoilreserves/>

U.S. Environmental Protection Agency. (2014). Final rule: Control of air pollution from motor vehicles — Tier 3 motor vehicle emission and fuel standards. *Federal Register*. <https://www.epa.gov/regulations-emissions-vehicles-and-engines/final-rule-control-air-pollution-motor-vehicles-tier-3>

U.S. Geological Survey. (2025). *Mineral commodity summaries 2025 — Cobalt*. <https://pubs.usgs.gov/periodicals/mcs2025/mcs2025-cobalt.pdf>

Van der Bruggen, J. (2025, février). Entretien personnel conduit dans le cadre du mémoire de fin d'études : dynamiques macroéconomiques et sectorielles — perspectives

d'un professionnel des marchés financiers [Communication personnelle]. Chef Stratégiste, Indosuez Wealth Management. Voir Annexe 1.

Visual Capitalist. (2025). Visualizing China's battery recycling dominance. <https://elements.visualcapitalist.com/visualizing-chinas-battery-recycling-dominance/>

Volkswagen Group. (2023). PowerCo and Umicore set up pre-eminent new European battery materials player. <https://www.volkswagen-group.com/en/press-releases/powerco-and-umicore-set-up-pre-eminent-new-european-battery-materials-player-17732>

VRT NWS. (2024, 22 novembre). Higher concentration of lead in young people living near Umicore. <https://www.vrt.be/vrtnws/en/2024/11/22/youth-health-umicore-hoboken/>

World Gold Council. (2025). Gold demand trends — Full year 2024. <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2024>

World Platinum Investment Council (WPIC). (2024). Hybrid and EREV market share growth overtaking BEV supports higher-for-longer automotive PGM demand. <https://platinuminvestment.com/investment-research/perspectives/hybrid-and-erev-market-share-growth-overtaking-bev-supports-higher-for-longer-automotive-pgm-demand>

World Platinum Investment Council (WPIC). (2026). *Platinum quarterly Q4 2025*. https://platinuminvestment.com/files/473349/WPIC_Platinum_Quarterly_Q4_2025.pdf

Worrell, E., & Reuter, M. A. (Éds.). (2014). *Handbook of recycling: State-of-the-art for practitioners, analysts, and scientists*. Elsevier. <https://www.sciencedirect.com/science/book/9780123964595>

Yahoo Finance. (2026a). UMI.BR – Umicore SA/NV : historical weekly data [Données]. <https://finance.yahoo.com/quote/UMI.BR/history/>

Yahoo Finance. (2026b). UMI.BR – Umicore SA/NV : historical data and beta [Données]. <https://finance.yahoo.com/quote/UMI.BR/>

8. Annexes

Annexe 1 — Entretien avec Jérôme Van der Bruggen, Chef stratège, Indosuez Wealth Management

Entretien avec Jérôme Van der Bruggen

Chief market strategist — Indosuez Wealth Management | Printemps 2026

Jérôme Van der Bruggen est chef stratège au sein d'Indosuez *Wealth Management*, la branche de gestion de patrimoine du groupe Crédit Agricole. Dans le cadre de ce mémoire consacré à l'analyse fondamentale et à la valorisation d'Umicore, un entretien a été conduit afin de recueillir le point de vue d'un professionnel des marchés financiers sur les grandes dynamiques macroéconomiques et sectorielles susceptibles d'influencer la trajectoire du groupe. L'entretien a porté sur cinq thématiques : la politique monétaire européenne, les perspectives de croissance de la zone euro, la menace concurrentielle chinoise pour les entreprises européennes, l'évolution des prix des métaux précieux et les perspectives de reprise du marché des véhicules électriques.

Q1. Pensez-vous que la BCE a atteint le plancher de son cycle d'assouplissement à 2 %, ou existe-t-il un scénario dans lequel elle irait plus loin ? À l'inverse, une remontée des taux reste-t-elle envisageable ?

Réponse :

Notre scénario central anticipait une baisse supplémentaire du taux directeur de 2 % à 1,75% en 2026, conviction portée principalement par le plan de relance budgétaire allemand de 500 milliards d'euros, qui prévoit des investissements massifs dans la défense et la modernisation des infrastructures européennes. L'Allemagne étant historiquement le principal moteur de la croissance de la zone euro, ce stimulus aurait soutenu l'activité de manière durable, ouvrant la voie à un assouplissement monétaire sans risque de relance inflationniste.

Les récentes tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont toutefois conduit à réviser cette trajectoire. La BCE devrait vraisemblablement marquer une pause et maintenir ses taux à 2 %, le temps d'évaluer les répercussions macroéconomiques du conflit. Ce choc n'invalide pas la dynamique de fond, il la retarde simplement.

Il faut rappeler à cet égard que la BCE n'opère que sous un seul mandat : la stabilité des prix. Contrairement à la réserve fédérale américaine, soumise à un double mandat incluant le plein emploi, la BCE est donc structurellement plus prévisible dans sa fonction de

réaction. En 2022, lors des chocs énergétiques, les gouvernements européens ont d'ailleurs agi en parallèle en subventionnant massivement l'énergie, ce qui a permis à la BCE de se concentrer sur la réduction de l'inflation sans avoir à soutenir simultanément l'activité. La Fed, quant à elle, adopte pour l'instant une posture attentiste face aux incertitudes commerciales et géopolitiques persistantes.

Q2. Vous prévoyez donc une belle croissance économique pour la zone euro en 2026 ?

Réponse :

Oui, c'est effectivement notre scénario de base. L'Europe dispose aujourd'hui d'un catalyseur avec le plan de relance allemand. La modernisation des infrastructures européennes (routes, réseaux ferroviaires, énergie, numérique) demeure selon nous le levier le plus structurant pour la croissance à moyen terme, bien au-delà de l'effet immédiat des dépenses de défense. L'Allemagne joue ici le rôle de locomotive : quand elle investit massivement, l'ensemble du tissu industriel et logistique européen en bénéficie. Les tensions géopolitiques actuelles introduisent certes une dose d'incertitude supplémentaire et viendront modérer l'ampleur de la reprise à court terme, mais elles ne remettent pas en cause la dynamique de fond. Le plan de relance demeure le point pivot de la trajectoire macroéconomique européenne pour les prochaines années, et la croissance devrait se poursuivre, à un rythme toutefois moins soutenu qu'initialement anticipé.

Q3. La Chine représente-t-elle une menace réelle pour la compétitivité des entreprises européennes ? Les barrières technologiques et réglementaires actuelles sont-elles suffisantes pour les protéger ?

Réponse :

Non, je ne pense pas que les barrières actuelles soient suffisantes. Le modèle de coût chinois repose sur une combinaison de subventions étatiques massives, d'intégration verticale de la chaîne de valeur et d'économies d'échelle que les entreprises européennes ne peuvent pas répliquer par leurs seuls efforts d'efficacité industrielle. Vouloir concurrencer la Chine uniquement sur le prix, dans des secteurs comme les véhicules électriques, les panneaux solaires ou les matériaux de batterie, est illusoire sans un cadre réglementaire européen qui rééquilibre les conditions de concurrence.

L'Europe doit donc, selon moi, renforcer significativement ses mécanismes de protection commerciale : droits de douane différenciés sur les importations chinoises dans les secteurs stratégiques, mécanisme d'ajustement carbone aux frontières appliqué rigoureusement, et conditionnalité des marchés publics aux normes sociales et environnementales. Ce n'est pas une question de protectionnisme au sens idéologique ; c'est une nécessité de réciprocité pour préserver les champions industriels européens face à un adversaire dont les règles du jeu sont fondamentalement différentes.

Q4. Voyez-vous les prix des métaux précieux continuer à progresser ? Quelle est votre lecture du marché de l'or en particulier ?

Réponse :

Nous avons un objectif de cours sur l'or à 5 500 dollars l'once. Cela dit, je veux être très précis sur ce point : les métaux précieux, et plus généralement les matières premières, ne se comportent pas comme des actifs financiers classiques tels que les actions ou les obligations. Historiquement, les métaux précieux ont une tendance marquée à revenir vers leur moyenne de long terme, ce qu'on appelle la *mean reversion*. Un actif financier comme une action peut théoriquement croître indéfiniment si l'entreprise sous-jacente crée de la valeur ; un métal précieux, lui, fluctue autour d'un équilibre fondamental déterminé par l'offre et la demande physique.

C'est pourquoi je déconseille de chercher à anticiper les mouvements des matières premières avec précision : le timer est une erreur classique. Sur le palladium, par exemple, il existe une corrélation historique avec l'or, mais les deux métaux obéissent à des fondamentaux différents : le palladium est principalement une matière première industrielle, tandis que l'or est avant tout un actif de réserve de valeur et de couverture contre l'incertitude. Dans une allocation de portefeuille, il est important d'isoler la dynamique des matières premières du reste des actifs, précisément parce qu'elles ne se comportent pas de la même manière sur le long terme.

Q5. Le marché des véhicules électriques a connu un fort ralentissement en 2023-2024. Pensez-vous que le secteur va se relancer ?

Réponse :

Oui, absolument, et je dirais même que c'est inévitable ; c'est une question de quand et non de si. Trois éléments me renforcent dans cette conviction. Premièrement, les États-Unis possèdent des réserves de pétrole exploitables pour environ douze à treize années supplémentaires au rythme de consommation actuel. Au-delà de cette fenêtre, la transition vers des motorisations alternatives n'est plus un choix politique ou commercial ; c'est une nécessité physique. Le véhicule électrique en sera l'un des bénéficiaires directs, même dans un pays historiquement peu favorable à cette technologie.

Deuxièmement, la Chine a réalisé des investissements considérables dans l'ensemble de la chaîne de valeur des véhicules électriques, de l'extraction des matières premières jusqu'à l'assemblage final. Ces investissements sont irrévocables et vont se traduire par une réduction continue des coûts de production à l'échelle mondiale, rendant le véhicule électrique compétitif sur des marchés qui lui résistent encore aujourd'hui. Troisièmement, l'Europe dispose d'un cadre réglementaire structurellement favorable au secteur, même si certaines échéances pourraient être décalées sous la pression des lobbies industriels ou des réalités économiques à court terme. Le sens de la trajectoire réglementaire européenne ne changera pas.

Le ralentissement de 2023-2024 est donc, selon moi, cyclique et non structurel. La réalité des contraintes énergétiques, environnementales et géopolitiques va finir par rattraper les marchés. Et pour une entreprise comme Umicore, dont la chaîne de valeur est précisément positionnée sur les matériaux critiques du véhicule électrique (du raffinage des métaux précieux au recyclage des batteries), ce rebond sera un catalyseur direct de création de valeur à moyen et long terme.

Entretien conduit dans le cadre d'un mémoire de Master en Sciences de Gestion — Analyse fondamentale d'Umicore SA/NV.

Annexe 2 — Décomposition des flux de trésorerie (section 4.1.1)

Unité : Millions d'euros (M€).

(M€)	2021	2022	2023	2024	2025
(+) Résultat net	611	567	393	-1 471	393
(+) Dotations aux amortissements et dépréciations	328	286	345	1 244	268
(+) Éléments non monétaires et autres ajustements	152	124	-42	704	348
(+) Variation du besoin en fonds de roulement	167	-342	347	393	-298
(1) Cash-flow opérationnel (CFO)	1 259	634	1 042	870	710
(+) Acquisitions nettes d'immobilisations corp. et incorp.	-414	-485	-875	-582	-308
(+) Investissements financiers nets	-5	-2	-4	0	-248
(+) Acquisitions et cessions de filiales (nets)	-53	6	-70	-193	-10
(+) Autres flux d'investissement	0	0	0	0	0
(2) Cash-flow d'investissement (CFI)	-471	-481	-949	-775	-565
Free Cash Flow (1) + (2)	787	153	93	95	145

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 3 — Décomposition et ratios du besoin en fonds de roulement (section 4.1.4)

Unité : Millions d'euros (M€) pour les montants

(M€)	2021	2022	2023	2024	2025
(+) Stocks	2 869.1	3 393.7	2 850.1	2 252.0	2 557.3
(+) Créances commerciales	1 832.0	1 830.5	1 357.5	1 239.0	1 590.2
(-) Dettes commerciales	2 808.0	3 110.1	2 591.4	2 852.0	3 312.0
Besoin en fonds de roulement (BFR)	1 893.1	2 114.1	1 616.2	639.0	835.5
ΔBFR	—	+221	-498	-977	+196
Revenus ajustés (hors métaux précieux)	3 963	4 155	3 874	3 487	3 609
BFR / Revenus ajustés	47.8 %	50.9 %	41.7 %	18.3 %	23.2 %
DIO — Délai de rotation des stocks (jours)	264 j	298 j	268 j	235 j	259 j
DSO — Délai de recouvrement des créances (jours)	169 j	161 j	128 j	130 j	161 j
DPO — Délai de règlement des fournisseurs (jours)	259 j	273 j	244 j	299 j	335 j

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 4 — Décomposition du compte de résultat (section 4.1.5)

Unité : Millions d'euros (M€).

(M€)	2021	2022	2023	2024	2025
Revenus ajustés (hors métaux précieux)	3 963	4 155	3 874	3 487	3 609
EBIT ajusté	971.4	864.7	673.5	478,5	579
<i>Marge EBIT ajustée</i>	24.5 %	20.8 %	17.4 %	13.6 %	16 %
EBIT reporté	940	832	591.0	-1304,5	944,9
<i>Marge EBIT reportée</i>	23.7 %	20 %	15.3 %	-37.3 %	26.2 %
Charge d'impôt	-179.0	-137.6	-104.9	107.0	-382.2
Résultat net	626.9	572.6	376.4	-1 531.1	388.9
<i>Marge nette</i>	15.8 %	13.8 %	9.7 %	43.9 %	10.8 %
Résultat net ajusté	667.5	592.5	446.6	250	292.2
<i>Marge nette ajustée</i>	16.8 %	14.3 %	11.5 %	7.15 %	8.1 %

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 5 — Structure de la dette et ratios de solvabilité (section 4.2)*Unité : Millions d'euros (M€)***Tableau A — Composition de la dette nette**

(€ millions)	2021	2022	2023	2024	2025
(+) Dette à court terme	430,8	717,3	728,7	1 120,0	597,2
(+) Dette à long terme	1 724,0	1 626,2	2 019,4	2 317,0	2 244,4
= Total de la dette	2 154,8	2 343,5	2 748,1	3 437,0	2 841,6
(-) Trésorerie et équivalents	1 194,4	1 239,9	1 515,5	2 012,0	1 558,8
= Dette nette	960,4	1 103,6	1 232,6	1 425,0	1 357,0
Capitaux propres	3 167,3	3 566,1	3 697,5	1 921,0	2 271,6
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,0	763,8	846,0

Tableau B — Ratios de solvabilité

Ratio	Formule	2021	2022	2023	2024	2025
Total Debt / Equity (%)	Dette totale / Capitaux propres	68,0%	65,7%	74,3%	178,9%	128,4%
Dette nette / EBITDA (x)	Dette nette / EBITDA ajusté	0,77x	0,96x	1,27x	1,87x	1,60x

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 6 — Ratios de liquidité (section 4.3)*Unité : Millions d'euros (M€)***Tableau A — Composantes du bilan utilisées**

Composante	2021	2022	2023	2024	2025
Actifs courants (M€)	5 942,5	6 548,3	5 811,1	5 614,0	5 734,6
Stocks (M€)	2 869,1	3 393,7	2 850,1	2 252,0	2 557,3
Trésorerie (M€)	1 194,4	1 239,9	1 515,5	2 012,0	1 558,8
Passifs courants (M€)	3 479,6	4 134,3	3 595,9	4 352,6	4 251,6

Tableau B — Ratios de liquidité calculés

Ratio	2021	2022	2023	2024	2025
Ratio de liquidité courante	1,71	1,58	1,62	1,29	1,35
Ratio de liquidité réduite	0,88	0,76	0,82	0,77	0,75
Ratio de trésorerie immédiate	0,34	0,30	0,42	0,46	0,37

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 7 — Projections des revenus par scénario (section 5.1.4)*Unité : Millions d'euros (M€).***Tableau A — Revenus totaux (incluant métaux précieux, M€)**

Scénario	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pessimiste	21 353	21 535	21 523	20 874	20 987	20 975	20 975	20 999	21 044	21 085
Central	21 353	21 535	21 523	20 874	20 987	21 109	21 292	21 611	21 848	22 039
Optimiste	21 353	21 535	21 523	20 874	20 987	21 201	21 525	22 016	22 450	22 827

Tableau B — Revenus des segments opérationnels (hors métaux précieux, M€)

Scénario	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pessimiste	3963,3	4155,2	3875,7	3 496	3 609	3 597	3 597	3 621	3 666	3 707
Central	3963,3	4155,2	3875,7	3 496	3 609	3 731	3 914	4 233	4 470	4 661
Optimiste	3963,3	4155,2	3875,7	3 496	3 609	3 823	4 147	4 638	5 072	5 449

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 8 — Projections de l'EBIT ajusté et de la marge opérationnelle (section 5.1.4.2)

Unité : Millions d'euros (M€)

Segment	Scénario	2026	2027	2028	2029	2030
Lecture : EBIT ajusté (M€) marge EBIT ajustée (%)						
Catalysis	Pessimiste	351 21,5%	328 20,5%	316 20,0%	305 19,5%	294 19,0%
	Central	377 22,5%	379 22,5%	371 22,0%	371 22,0%	371 22,0%
	Optimiste	389 23,0%	404 23,5%	421 24,0%	423 24,0%	425 24,0%
Recyclage	Pessimiste	270 28,5%	263 27,5%	263 27,0%	271 27,0%	278 27,0%
	Central	290 30,0%	308 31,0%	337 32,0%	367 32,5%	391 33,0%
	Optimiste	318 32,0%	353 33,5%	406 35,0%	467 36,0%	519 37,0%
Battery Materials	Pessimiste	-78 -17,0%	-62 -13,0%	-50 -10,0%	-37 -7,0%	-28 -5,0%
	Central	-52 -10,0%	-26 -4,0%	26 3,0%	71 7,0%	112 10,0%
	Optimiste	-33 -6,0%	15 2,0%	82 8,0%	148 12,0%	199 14,0%
Specialty Materials	Pessimiste	73 13,0%	70 12,5%	68 12,0%	68 12,0%	69 12,0%
	Central	80 14,0%	84 14,0%	91 14,5%	99 15,0%	104 15,0%
	Optimiste	86 14,5%	99 15,5%	115 16,5%	129 17,0%	143 17,5%
Corporate	Tous scénarios	-90	-90	-90	-90	-90
Total Groupe	Pessimiste	526 14,6%	509 14,1%	506 14,0%	517 14,1%	523 14,1%
	Central	605 16,2%	655 16,7%	736 17,3%	817 18,2%	887 19,0%
	Optimiste	671 17,5%	781 18,8%	934 20,1%	1 078 21,3%	1 196 22,1%

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 9 — Taux d'imposition effectif (section 5.1.4.3)

Tableau A — Taux d'imposition effectif retenu (ETR, %)

Scénario	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ETR retenu — tous scénarios	20,4%	29,2%	22,2%	—	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 10 — Projections des dotations aux amortissements — méthode roll-forward (section 5.1.4.4)

Unité : Millions d'euros (M€)

Scénario	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pessimiste	280	286	299	285	268	275	282	287	288	295
Central	280	286	299	285	268	275	287	298	309	320
Optimiste	280	286	299	285	268	275	291	306	321	336

Ratio de contrôle CAPEX / D&A

Scénario	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pessimiste	1.39×	1.64×	2.87×	1.95×	1.15×	1.24×	1.21×	1.22×	1.21×	1.18×
Central	1.39×	1.64×	2.87×	1.95×	1.15×	1.44×	1.37×	1.39×	1.36×	1.31×
Optimiste	1.39×	1.64×	2.87×	1.95×	1.15×	1.56×	1.51×	1.50×	1.46×	1.40×

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 11 — Projections des dépenses d'investissement CAPEX (section 5.1.4.5)

Unité : Millions d'euros (M€).

Scénario	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pessimiste	389	470	857	555	309	340	340	350	355	355
Central	389	470	857	555	309	395	392	413	420	420
Optimiste	389	470	857	555	309	430	440	460	470	470

Ratio CAPEX / D&A projeté (×) — contrôle de cohérence

Scénario	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pessimiste	1.39×	1.64×	2.87×	1.95×	1.15×	1.24×	1.21×	1.22×	1.21×	1.18×
Central	1.39×	1.64×	2.87×	1.95×	1.15×	1.44×	1.37×	1.39×	1.36×	1.31×
Optimiste	1.39×	1.64×	2.87×	1.95×	1.15×	1.56×	1.51×	1.50×	1.46×	1.40×

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 12 — Projections du besoin en fonds de roulement par scénario (section 5.1.4.6)

Unité : Millions d'euros (M€)

Tableau A — Paramètres retenus (ratios uniformes — tous scénarios confondus)

Paramètre	Valeur retenue
COGS / CA total	79 %
DIO (stocks / COGS)	16 %
DSO (créances / CA total)	7,5 %
DPO (dettes fourn. / CA total)	15 %
Revenus PM (constants)	17 378 M€

Tableau — Pessimiste : composantes du BFR et variation annuelle (M€)

Composante	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Stocks	2 869	3 394	2 850	2 252	2 557	2 651	2 651	2 654	2 660	2 665
Créances clients	1 832	1 830	1 358	1 239	1 590	1 573	1 573	1 575	1 578	1 581
Dettes fournisseurs	2 808	3 110	2 591	2 852	3 312	3 146	3 146	3 150	3 157	3 163
BFR	1 893	2 114	1 617	639	835	1 078	1 078	1 079	1 081	1 083
ΔBFR	—	—	—	—	—	243	0	1	2	2

Tableau — Central : composantes du BFR et variation annuelle (M€)

Composante	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Stocks	2 869	3 394	2 850	2 252	2 557	2 668	2 691	2 732	2 762	2 786
Créances clients	1 832	1 830	1 358	1 239	1 590	1 583	1 597	1 621	1 639	1 653
Dettes fournisseurs	2 808	3 110	2 591	2 852	3 312	3 166	3 194	3 242	3 277	3 306
BFR	1 893	2 114	1 617	639	835	1 085	1 094	1 111	1 124	1 133
ΔBFR	—	—	—	—	—	250	9	17	13	9

Tableau — Optimiste : composantes du BFR et variation annuelle (M€)

Composante	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Stocks	2 869	3 394	2 850	2 252	2 557	2 680	2 721	2 783	2 838	2 885
Créances clients	1 832	1 830	1 358	1 239	1 590	1 590	1 614	1 651	1 684	1 712
Dettes fournisseurs	2 808	3 110	2 591	2 852	3 312	3 180	3 229	3 302	3 368	3 424
BFR	1 893	2 114	1 617	639	835	1 090	1 106	1 132	1 154	1 173
ΔBFR	—	—	—	—	—	255	16	26	22	19

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 13 — Calcul du cout de la dette

Paramètre	Valeur
A. Estimation du coût de la dette	
Taux sans risque — R_f	3,033 %
Spread de crédit synthétique	1,5 %
Coût de la dette brute — K_d	4,533 %
B. Coût de la dette après impôt	
Taux d'imposition effectif — t	25,00 %
Coût de la dette après impôt	3,40 %
C. Validation — Recoupement avec le taux historique observé	
Taux moyen observé sur la dette brute (2024)	3,21 %
Taux moyen observé sur la dette brute (2023)	3,33 %
COÛT DE LA DETTE RETENU (après impôt)	3,40 %

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 14 — structure du capital et pondération

Paramètre	Valeur
A. Valeur des fonds propres (E)	
Cours boursier - (30 avril 2026)	17,9 €
Nombre d'actions en circulation	240,54 M
Capitalisation boursière	4 306,06 M€
B. Valeur de la dette (D)	
Dette financière brute	2 841,6 M€
C. Capital total et pondérations aux valeurs de marché	
Capital total	7 147,6 M€
Pondération fonds propres	60,2 %
Pondération dette	39,8 %

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 15 — Calcul du bêta sectoriel

Segment	Secteur Damodaran	β non-endetté (corr. cash)
Catalysis	Chemical (Specialty)	1,04
Battery Materials	Chemical (Specialty)	1,04
Specialty Materials	Chemical (Specialty)	1,04
Recyclage	Metals & Mining	1,13

Segment	CA excl. PM (M€)	Poids	β_u	Contribution
Catalysis	1 640	47,1 %	1,04	0,490
Battery Materials	510	14,7 %	1,04	0,153
Specialty Materials	570	16,4 %	1,04	0,170
Recyclage	760	21,8 %	1,13	0,246
Total	3 480	100 %	—	1,059 $\approx$ 1,06

Paramètre	Valeur retenue
β_u consolidé	1,06
Taux d'imposition (t)	25 %
Dette financière (D)	2 847 M€
Capitalisation boursière (E)	4 307 M€
Ratio D/E	0,661
β endetté (β_L)	1,59

Source : Damodaran, A. (2026, janvier). *Betas by sector (Europe)* [Données]. NYU Stern School of Business. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls> et calculs de l'auteur

Annexe 16 — Calcul du WACC — Umicore SA/NV

WACC Calculation — Umicore SA/NV	
Capital Structure	
Poids de la dette	39,8%
Poids des capitaux propres	60,2%
Cost of Debt	
Taux sans risque — Rf	3,033%
Credit Spread	1,500%
Cout de la dette brute — Kd	4,533%
Taux d'imposition	25,0%
Cout de la dette après impôts	3,400%
Cout des capitaux propres	
Taux sans risque — Rf	3,033%
Prime de risque action	5,010%
Levered Beta — β	1,59
Cout des capitaux propres	11%
WACC	7,97%

Sources :

- Taux sans risque : rendement du Bund allemand 10 ans, Bloomberg Terminal (avril 2026).
- Prime de risque actions : Damodaran implied forward-looking ERP, Belgique (Aa3), janvier 2026 (pages.stern.nyu.edu/~adamodar).

Annexe 17 — Projection des cash flows scénario central (approche multiple EV/EBITDA)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*	Σ PV FCF
CA excl. métaux précieux	3 963,3	4 155,2	3 875,7	3 496,0	3 609,0	3 740,2	3 931,3	4 249,8	4 487,5	4 678,5	
% Croissance	—	4,8%	-6,7%	-9,8%	3,2%	3,6%	5,1%	8,1%	5,6%	4,3%	
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	605,1	655,0	735,6	817,3	887,1	
Marge EBIT (%)	24,5%	20,8%	17,4%	13,7%	16,0%	16,2%	16,7%	17,3%	18,2%	19,0%	
Taux d'imposition (ETR)	24,4%	20,4%	25,2%	29,2%	26,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
NOPAT	734,4	688,3	503,7	338,8	427,9	453,8	491,3	551,7	613,0	665,3	
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	287,1	297,6	309,1	320,2	
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	880,2	942,1	1 033,2	1 126,4	1 207,3	
(-) (CAPEX)	388,6	469,6	857,0	554,7	308,9	395,0	392,0	413,0	420,0	420,0	
(-) ΔBFR	-127,6	221,0	-497,9	-977,2	196,5	250,0	9,8	16,4	12,2	9,8	
FCF	752,9	283,6	443,3	1 046,6	190,2	83,9	376,5	419,9	489,9	555,7	
						t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5	
Facteur d'actualisation						0,9261	0,8577	0,7944	0,7357	0,6814	
FCF actualisé (M€)						77,7	322,9	333,6	360,4	378,7	
Σ Valeur actuelle des FCF sur l'horizon (2026–2030)											1 473,3

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 18 — Calcul de l'EBITDA scénario central (approche multiple EV/EBITDA)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	605,1	655,0	735,6	817,3	887,1
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	287,1	297,6	309,1	320,2
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	880,2	942,1	1 033,2	1 126,4	1 207,3

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 19 — Résultats du DCF scénario central (approche multiple EV/EBITDA)

VALEUR TERMINALE — APPROCHE MULTIPLE EV/EBITDA (SCÉNARIO CENTRAL)		
EBITDA ajusté — année de sortie (2030) [M€]	1 207,3	
Multiple EV/EBITDA (médiane peers — Bloomberg)	7,0x	
Valeur terminale brute [M€]	8 451,1	
Facteur d'actualisation	0,6814	
Valeur actuelle de la valeur terminale	5758,6	
Σ Valeur actuelle des FCF (2026–2030) [M€]		1473,3
(+) Valeur actuelle de la valeur terminale [M€]		5758,6
Enterprise Value [EV] [M€]		7 231,9
(–) dette nette [M€]		-1 850,7
Valeur des CP [M€]		5 381,2
Nombre d'actions (millions)		240,54
Cours cible		22,37 €
Cours actuel		17,9 €
Potentiel de hausse		+25%

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 20 — Projection des cash flows scénario central (approche de croissance à perpétuité)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*	Σ PV FCF
CA excl. métaux précieux	3 963,3	4 155,2	3 875,7	3 496,0	3 609,0	3 740,2	3 931,3	4 249,8	4 487,5	4 678,5	
% Croissance	—	4,8%	-6,7%	-9,8%	3,2%	3,6%	5,1%	8,1%	5,6%	4,3%	
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	605,1	655,0	735,6	817,3	887,1	
Marge EBIT (%)	24,5%	20,8%	17,4%	13,7%	16,0%	16,2%	16,7%	17,3%	18,2%	19,0%	
Taux d'imposition (ETR)	24,4%	20,4%	25,2%	29,2%	26,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
NOPAT	734,4	688,3	503,7	338,8	427,9	453,8	491,3	551,7	613,0	665,3	
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	287,1	297,6	309,1	320,2	
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	880,2	942,1	1 033,2	1 126,4	1 207,3	
(–) (CAPEX)	388,6	469,6	857,0	554,7	308,9	395,0	392,0	413,0	420,0	420,0	
(–) ΔBFR	-127,6	221,0	-497,9	-977,2	196,5	250,0	9,8	16,4	12,2	9,8	
FCF	752,9	283,6	443,3	1 046,6	190,2	83,9	376,5	419,9	489,9	555,7	
						t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5	
Facteur d'actualisation						0,9261	0,8577	0,7944	0,7357	0,6814	
FCF actualisé (M€)						77,7	322,9	333,6	360,4	378,7	
Σ Valeur actuelle des FCF sur l'horizon (2026–2030)											1 473,3

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 21 — Résultats du DCF scénario central (approche de croissance à perpétuité)

VALEUR TERMINALE — MÉTHODE DE CROISSANCE PERPÉTUELLE (GORDON-SHAPIRO)		
FCF 2030	555,7	
WACC – g	5,97%	
Valeur terminale brute [M€]	9 487,7	
Facteur d'actualisation	0,6814	
Valeur actuelle de la valeur terminale	6 464,8	
Σ Valeur actuelle des FCF [M€]		1 473,3
(+) Valeur actuelle de la valeur terminale [M€]		6 464,8
Enterprise Value [EV] [M€]		7 938,1
(-) dette nette[M€]		-1 850,7
Valeur des CP [M€]		6 087,4
Nombre d'actions (millions)		240,54
Cours cible		25,31 €
Cours actuel		17,90 €
Potentiel de hausse		+41,4%

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 22 — analyse de sensibilité – scénario central (approche de croissance à perpétuité)

WACC \ g	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
6.97%	26,54€	29,24€	32,48€	36,46€	41,43€
7.47%	23,69€	25,93€	28,58€	31,77€	35,66€
7.97%	21,25€	23,13€	25,31€	27,94€	31,06€
8.47%	19,14€	20,74€	22,59€	24,75€	27,31€
8.97%	17,30€	18,67€	20,25€	22,06€	24,18€

Source : calculs de l’auteurs basés sur les résultats annuels d’Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 23 — Projection des cash flows scénario pessimiste (approche multiple EV/EBITDA)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*	Σ PV FCF
CA excl. métaux précieux	3 963,3	4 155,2	3 875,7	3 496,0	3 609,0	3 597,4	3 597,1	3 621,8	3 666,2	3 707,9	
% Croissance	—	4,8%	-6,7%	-9,8%	3,2%	-0,32%	-0,01%	0,7%	1,2%	1,1%	
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	526,1	508,7	506,2	517,1	523,1	
Marge EBIT (%)	24,5%	20,8%	17,4%	13,7%	16,0%	14,6%	14,1%	14,0%	14,1%	14,1%	
Taux d'imposition (ETR)	24,4%	20,4%	25,2%	29,2%	26,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
NOPAT	734,4	688,3	503,7	338,8	427,9	394,5	381,5	379,6	387,9	392,3	
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	340,0	281,6	288,4	295,1	
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	801,1	848,7	787,7	805,5	818,2	
(-) (CAPEX)	388,6	469,6	857,0	554,7	308,9	340,0	340,0	350,0	355,0	355,0	
(-) ΔBFR	-127,6	221,0	-497,9	-977,2	196,5	242,7	0,0	1,3	2,3	2,1	
FCF	752,9	283,6	443,3	1 046,6	190,2	87,0	381,5	309,9	319,0	330,2	
						t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5	
Facteur d'actualisation						0,9261	0,8577	0,7944	0,7357	0,6814	
FCF actualisé (M€)						80,5	327,3	246,2	234,7	225,0	
Σ Valeur actuelle des FCF sur l'horizon (2026–2030)											1 113,7

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 24 — Calcul de l'EBITDA scénario pessimiste (approche multiple EV/EBITDA)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	526,1	508,7	506,2	517,1	523,1
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	340,0	281,6	288,4	295,1
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	801,1	848,7	787,7	805,5	818,2

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 25 — Résultats du DCF scénario pessimiste (approche multiple EV/EBITDA)

VALEUR TERMINALE — APPROCHE MULTIPLE EV/EBITDA (SCÉNARIO CENTRAL)		
EBITDA ajusté — année de sortie (2030) [M€]	818,2	
Multiple EV/EBITDA (médiane peers — Bloomberg)	5,0x	
Valeur terminale brute [M€]	4 090,8	
Facteur d'actualisation	0,6814	
Valeur actuelle de la valeur terminale	2 787,5	
Σ Valeur actuelle des FCF (2026–2030) [M€]		1 113,7
(+) Valeur actuelle de la valeur terminale [M€]		2 787,5
Enterprise Value [EV] [M€]		3 901,1
(-) dette nette [M€]		-1 850,7
Valeur des capitaux propres [M€]		2 050,5
Nombre d'actions (millions)		240,54
Cours cible		8,52 €
Cours actuel		17,90 €
Potentiel de hausse / (baisse) [%]		-52,4%

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 26 — analyse de sensibilité scénario pessimiste (approche multiple de l'EBITDA)

WACC / multiple	4.0x	4.5x	5.0x	5.5x	6.0x
6.97%	6,68€	7,91€	9,13€	10,35€	11,57€
7.47%	6,39€	7,58€	8,78€	9,97€	11,16€
7.97%	6,10€	7,27€	8,52€	9,60€	10,77€
8.47%	5,82€	6,96€	8,10€	9,24€	10,38€
8.97%	5,55€	6,67€	7,78€	8,89€	10,01€

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 27 — Projection des cash flows scénario pessimiste (approche de croissance à perpétuité)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*	Σ PV FCF
CA excl. métaux précieux	3 963,3	4 155,2	3 875,7	3 496,0	3 609,0	3 597,4	3 597,1	3 621,8	3 666,2	3 707,9	
% Croissance	—	4,8%	-6,7%	-9,8%	3,2%	-0,32%	-0,01%	0,7%	1,2%	1,1%	
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	526,1	508,7	506,2	517,1	523,1	
Marge EBIT (%)	24,5%	20,8%	17,4%	13,7%	16,0%	14,6%	14,1%	14,0%	14,1%	14,1%	
Taux d'imposition (ETR)	24,4%	20,4%	25,2%	29,2%	26,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
NOPAT	734,4	688,3	503,7	338,8	427,9	394,5	381,5	379,6	387,9	392,3	
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	340,0	281,6	288,4	295,1	
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	801,1	848,7	787,7	805,5	818,2	
(-) (CAPEX)	388,6	469,6	857,0	554,7	308,9	340,0	340,0	350,0	355,0	355,0	
(-) ΔBFR	-127,6	221,0	-497,9	-977,2	196,5	242,7	0,0	1,3	2,3	2,1	
FCF	752,9	283,6	443,3	1 046,6	190,2	87,0	381,5	309,9	319,0	330,2	
						t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5	
Facteur d'actualisation						0,9261	0,8577	0,7944	0,7357	0,6814	
FCF actualisé (M€)						80,5	327,3	246,2	234,7	225,0	
Σ Valeur actuelle des FCF sur l'horizon explicite (2026–2030)											1 113,7

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 28 — Résultats du DCF scénario pessimiste (approche de croissance à perpétuité)

VALEUR TERMINALE — MÉTHODE DE CROISSANCE PERPÉTUELLE (GORDON-SHAPIRO)		
FCF 2030	330,2	
WACC – g	5,97%	
Valeur terminale brute [M€]	5 638,2	
Facteur d'actualisation	0,6814	
Valeur actuelle de la valeur terminale	3 841,8	
Σ Valeur actuelle des FCF [M€]		1 113,7
(+) Valeur actuelle de la valeur terminale [M€]		3 841,8
Enterprise Value [EV] [M€]		4 955,5
(-) dette nette[M€]		-1 850,7
Valeur des CP [M€]		3 104,9
Nombre d'actions (millions)		240,54
Cours cible		12,91 €
Cours actuel (03/04/2026) [€ / action]		17,90 €
Potentiel de hausse / (baisse) [%]		-27,9%

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 29 — analyse de sensibilité – scénario pessimiste (approche de croissance à perpétuité)

WACC \ g	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
6.97%	13,74€	15,36€	17,32€	19,71€	22,71€
7.47%	12,01€	13,36€	14,96€	16,88€	19,23€
7.97%	10,53€	11,67€	12,91€	14,56€	16,45€
8.47%	9,25€	10,22€	11,33€	12,63€	14,17€
8.97%	8,13€	8,96€	9,91€	11,00€	12,28€

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 30 — Projection des cash flows scénario optimiste (approche multiple EV/EBITDA)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*	Σ PV FCF
CA excl. métaux précieux	3 963,3	4 155,2	3 875,7	3 496,0	3 609,0	3 823,9	4 147,0	4 638,5	5 055,2	5 414,0	
% Croissance	—	4,8%	-6,7%	-9,8%	3,2%	5,95%	8,45%	11,9%	9,0%	7,1%	
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	670,7	780,7	933,8	1 077,6	1 196,2	
Marge EBIT (%)	24,5%	20,8%	17,4%	13,7%	16,0%	17,5%	18,8%	20,1%	21,3%	22,1%	
Taux d'imposition (ETR)	24,4%	20,4%	25,2%	29,2%	26,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
NOPAT	734,4	688,3	503,7	338,8	427,9	503,0	585,5	700,3	808,2	897,2	
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	290,6	305,5	321,0	335,9	
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	945,7	1 071,2	1 239,3	1 398,6	1 532,1	
(-) (CAPEX)	388,6	469,6	857,0	554,7	308,9	430,0	440,0	460,0	470,0	470,0	
(-) ΔBFR	(127,6)	221,0	(497,9)	(977,2)	196,5	254,3	16,6	25,3	21,4	18,4	
FCF	752,9	283,6	443,3	1 046,6	190,2	93,8	419,4	520,6	637,7	744,6	
						t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5	
Facteur d'actualisation						0,9261	0,8577	0,7944	0,7357	0,6814	
FCF actualisé (M€)						86,8	359,8	413,5	469,2	507,4	
Σ Valeur actuelle des FCF sur l'horizon explicite (2026–2030)											1 836,7

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 31 — Calcul de l'EBITDA scénario optimiste (approche multiple EV/EBITDA)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	670,7	780,7	933,8	1 077,6	1 196,2
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	290,6	305,5	321,0	335,9
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	945,7	1 071,2	1 239,3	1 398,6	1 532,1

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 32 — Résultats du DCF scénario optimiste (approche multiple EV/EBITDA)

VALEUR TERMINALE — APPROCHE MULTIPLE EV/EBITDA (SCÉNARIO CENTRAL)		
EBITDA ajusté — année de sortie (2030) [M€]	1 532,1	
Multiple EV/EBITDA (médiane peers — Bloomberg)	9,0x	
Valeur terminale brute [M€]	13 788,9	
Facteur d'actualisation	0,6814	
Valeur actuelle de la valeur terminale	9 395,6	
Σ Valeur actuelle des FCF (2026–2030) [M€]		1 836,7
(+) Valeur actuelle de la valeur terminale [M€]		9 395,6
Enterprise Value [EV] [M€]		11 232,3
(-) dette nette [M€]		-1 850,7
Valeur des capitaux propres [M€]		9 381,7
Nombre d'actions (millions)		240,54
Cours cible		39,00 €
Cours actuel		17,90 €
Potentiel de hausse / (baisse) [%]		+117,9%

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 33 — analyse de sensibilité – scénario optimiste (approche multiple de l’EBITDA)

WACC / multiple	8.0x	8.5x	9.0x	9.5x	10.0x
6.97%	36,58€	38,85€	41,13€	43,40€	45,67€
7.47%	35,61€	37,83€	40,05€	42,28€	44,50€
7.97%	34,67€	36,84€	39,01€	41,18€	43,35€
8.47%	33,75€	35,88€	38,00€	40,12€	42,24€
8.97%	32,86€	34,94€	37,01€	39,08€	41,15€

Source : calculs de l’auteurs basés sur les résultats annuels d’Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 34 — Projection des cash flows scénario optimiste (approche multiple EV/EBITDA)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*	2028*	2029*	2030*	Σ PV FCF
CA excl. métaux précieux	3 963,3	4 155,2	3 875,7	3 496,0	3 609,0	3 823,9	4 147,0	4 638,5	5 055,2	5 414,0	
% Croissance	—	4,8%	-6,7%	-9,8%	3,2%	5,95%	8,45%	11,9%	9,0%	7,1%	
EBIT ajusté	971,4	864,7	673,5	478,5	579,0	670,7	780,7	933,8	1 077,6	1 196,2	
Marge EBIT (%)	24,5%	20,8%	17,4%	13,7%	16,0%	17,5%	18,8%	20,1%	21,3%	22,1%	
Taux d'imposition (ETR)	24,4%	20,4%	25,2%	29,2%	26,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
NOPAT	734,4	688,3	503,7	338,8	427,9	503,0	585,5	700,3	808,2	897,2	
(+)(D&A)	279,5	285,9	298,6	285,3	267,7	275,1	290,6	305,5	321,0	335,9	
EBITDA ajusté	1 250,9	1 150,6	972,1	763,8	846,7	945,7	1 071,2	1 239,3	1 398,6	1 532,1	
(-) (CAPEX)	388,6	469,6	857,0	554,7	308,9	430,0	440,0	460,0	470,0	470,0	
(-) ΔBFR	(127,6)	221,0	(497,9)	(977,2)	196,5	254,3	16,6	25,3	21,4	18,4	
FCF	752,9	283,6	443,3	1 046,6	190,2	93,8	419,4	520,6	637,7	744,6	
						t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5	
Facteur d'actualisation						0,9261	0,8577	0,7944	0,7357	0,6814	
FCF actualisé (M€)						86,8	359,8	413,5	469,2	507,4	
Σ Valeur actuelle des FCF sur l'horizon explicite (2026–2030)											1 836,7

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 35 — Résultats du DCF scénario optimiste (approche de croissance à perpétuité)

VALEUR TERMINALE — MÉTHODE DE CROISSANCE PERPÉTUELLE (GORDON-SHAPIRO)		
FCF 2030	744,6	
WACC – g	5,97%	
Valeur terminale brute [M€]	12 712,3	
Facteur d'actualisation	0,6814	
Valeur actuelle de la valeur terminale	8 662,0	
Σ Valeur actuelle des FCF [M€]		1 836,7
(+) dette nette [M€]		8 662,0
Enterprise Value [EV] [M€]		10 498,8
(-) dette nette[M€]		-1 850,7
Valeur des CP [M€]		8 648,1
Nombre d'actions (millions)		240,54
Cours cible		35,95 €
Cours actuel		17,90 €
Potentiel de hausse / (baisse) [%]		+100,9%

Source : calculs de l'auteurs basés sur les résultats annuels d'Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 36 — analyse de sensibilité scénario optimiste (approche de croissance à perpétuité)

WACC \ g	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
6.97%	37,59€	41,21€	45,56€	50,88€	57,54€
7.47%	33,78€	36,78€	40,33€	44,60€	49,82€
7.97%	30,51€	33,04€	35,99€	39,48€	43,67€
8.47%	27,69€	29,84€	32,32€	35,21€	38,64€
8.97%	25,23€	27,07€	29,18€	31,62€	34,46€

Source : calculs de l’auteurs basés sur les résultats annuels d’Umicore et des données de Bloomberg

Annexe 37 — Présentation du groupe de pairs

Entreprise	Pays	Cap. boursière (source : Bloomberg)	Description
Johnson Matthey PLC	Royaume-Uni	4,47 Md€	Entreprise britannique spécialisée dans la chimie de précision, les technologies de catalyse (automobile, industrie) et les matériaux cathodiques pour batteries de véhicules électriques.
BASF SE	Allemagne	56,87 Md€	Groupe chimique allemand, premier producteur mondial de produits chimiques. Actif dans les matériaux cathodiques actifs (CAM) pour batteries lithium-ion via sa division Battery Materials, les catalyseurs industriels et les solutions de surface, avec une exposition directe aux marchés de la mobilité électrique et de la décarbonation industrielle.
ARKEMA	France	5,53 Md€	Groupe français de chimie de spécialité et de matériaux haute performance. Actif notamment dans les polymères fluorés (PVDF), composants essentiels des électrodes de batteries lithium-ion, les adhésifs structuraux et les matériaux composites, avec un positionnement stratégique sur la chaîne de valeur de l'électromobilité.
SOLVAY SA	Belgique	3,46 Md€	Groupe chimique belge spécialisé dans la chimie essentielle et les matériaux avancés. Actif dans le carbonate de soude, la silice pour pneumatiques et les spécialités chimiques destinées à l'automobile, à la construction et au verre, avec une orientation croissante vers les solutions bas carbone pour l'industrie.
Lanxess AG	Allemagne	1,84 Md€	Groupe allemand de chimie de spécialité, actif dans les additifs haute performance (retardateurs de flamme, additifs pour lubrifiants), les intermédiaires chimiques avancés et les solutions de protection des matériaux. Fournisseur stratégique pour l'industrie automobile, la construction et la fabrication de polymères techniques.

Source : Bloomberg

Annexe 38 : Comparables et calculs permettant de déterminer les ratios moyens et médians (EV/EBITDA, P/E)

Entreprise	market cap (Md€)	pays	dette nette (Md€)	EV (Md€)	CA (Md€)	EV/EBITDA (FY1)	P/E (FY 1)
Johnson Matthey PLC	4,74	Angleterre	-1,15	5,89	4,1	8,98	13,87
BASF SE	56,87	Allemagne	-18,33	75,2	58,275	10,1	22,03
ARKEMA	5,53	France	-3,17	8,7	8,868	6,32	13,64
LANXESS AG	1,84	Allemagne	-2,02	3,86	5,45	7,09	
SOLVAY SA	3,46	Belgique	-1,633	5,093	4,644	5,8	11,12
Average						7,658	15,165
Median						7,09	13,755
Umicore	4,3	Belgique	-1,357	5,657	3,6	6,22	11,97

Source : calculs de l’auteur basés sur les données de Bloomberg

Annexe 39 : Analyse de sensibilité des ratios utilisés

Multiple utilisé	Mediane	EV estimée	Dettes nette	Valeur des CP	Prix de l'action estimé
EV/EBITDA (-2)	5,09	4,626	1,357	3,269	13,59
EV/EBITDA (+1)	8,09	7,353	1,357	5,996	24,93
P/E (-5)	8,755			3125,535	12,99
P/E (+5)	18,755			6695,535	27,84

Source : calculs de l'auteur basés sur les données de Bloomberg

Annexe 40 — Tableau de bord de l'analyse de réputation boursière : Umicore

Critère	Données	Nb de points
1. Comportement du cours boursier		3/20
<i>1.1 Mouvements de cours erratiques</i>		
Proportion de mouvements journaliers > 3,5% vs. BEL20 (0,5%)	11,1%	2/10
<i>1.2 Écart du cours par rapport à sa tendance</i>		
Écart-type par rapport à la moyenne mobile 200 jours	21,5%	1/10
2. Qualité de la structure actionnariale		8/10
<i>2.1 Détention par investisseurs institutionnels majeurs</i>		
Part des investisseurs institutionnels majeurs (% du capital)	~35%**	8/10
<i>2.2 Fidélité des actionnaires</i>		
Part des fonds vendant leurs titres chaque trimestre	N/A	
3. Gouvernance et focus sur la valeur actionnariale		8/15
<i>3.1 Actionnaire de référence</i>		
Typologie de l'actionnaire de référence	Pas d'actionnaire de référence majoritaire	3/5
<i>3.2 Structure du conseil de surveillance</i>		
Membres du conseil étant actionnaires significatifs	0	0/2
Séparation des fonctions CEO et Président du conseil	Oui	2/2
Pourcentage d'administrateurs indépendants	60%	1/1
<i>3.3 Intérêts du CEO</i>		
Détention d'actions en nombre d'années de salaire fixe	≥0,6 an	2/5
<i>3.4 Intensité des relations investisseurs</i>		
Nombre de jours/an dédiés aux investisseurs par le CEO	N/A	
Nombre de jours/an dédiés aux investisseurs par le CFO	N/A	
Nombre d'analystes couvrant le titre	17	1
4. Focus social et environnemental		20/20
<i>4.1 Reporting et priorité de l'impact social</i>		
Priorisation formelle de l'impact social	Priorité première	3/3
Reporting des indicateurs de performance sociale	Détaillé et régulier (CSRD, GRI)	2/2
<i>4.2 Impact des opérations et produits sur les personnes</i>		
Impact des opérations sur les personnes	Impact positif	2/2
Impact des produits/services sur les clients	Impact positif	3/3
<i>4.3 Reporting et priorité de l'impact environnemental</i>		
Priorisation formelle de l'impact environnemental	Priorité première (SBTi)	3/3
Reporting des indicateurs de performance environnementale	Détaillé et régulier (CSRD, GRI)	2/2
<i>4.4 Impact des opérations et produits sur l'environnement</i>		
Impact des opérations sur l'environnement	Impact positif	2/2
Impact des produits/services sur l'environnement	Impact positif	3/3

5. Communication et cohérence		13/20
<i>5.1 Qualité de la communication</i>		
Communication du modèle économique	Très détaillée	2/2
Communication de la stratégie	Très détaillée	2/2
Communication de l'allocation du capital	Très détaillée	2/2
Communication des résultats et performances	Très détaillée	2/2
Cohérence de la communication	Cohérente	2/2
<i>5.2 Cohérence</i>		
Cohérence de la stratégie	Révision majeure (stratégie CORE 2028, mars 2025)	0/2
Cohérence du reporting	Inchangé (3 ans)	2/2
Cohérence comptable	Inchangé (3 ans)	1/1
<i>5.3 Guidances</i>		
Réalisation des perspectives	Profit warnings (16 fév. 2023 et 12 juin 2024)	0/5
6. Conclusion		Total
Réputation boursière moyenne		52/85
Réputation boursière moyenne (/100)		61/100

Source : Calculs de l'auteur ; Bloomberg ; Rapports annuels 2021 – 2025 Umicore

