ARAMIS GROUP (ARAMI)

Thèse d'investissement — situation spéciale

Angle : Stellantis vendeur de son bloc de contrôle — processus de cession lancé — 18 septembre 2026

Cours / capitalisation	≈ 3,15 € — ≈ 263 M€ (82 856 671 actions) · post-annonce L'Informé
Actionnariat	Stellantis 60,54 % (67,4 % des droits de vote) · fondateurs Chartier + Paoli 17,88 % · flottant ≈ 20 %
Catalyseur	Processus de cession lancé — Citi & Rothschild mandatés ; pacte expirant le 21 décembre 2026
Valeur centrale pondérée	≈ 5,10 € (+61 % vs cours) — fourchette 2,2 € / 6,0 €
Recommandation	Achat spéculatif de situation — asymétrie favorable, catalyseur daté, plancher d'actif

Développement — cession confirmée (L'Informé, sept. 2026). Stellantis a mandaté **Citi et Rothschild & Co pour trouver un acquéreur** de sa participation de 60,54 % (67,4 % des droits de vote). La thèse quitte le registre de l'hypothèse : un processus de cession est **actif**. Le risque de « temps mort » recule fortement ; l'enjeu se déplace de « y aura-t-il une opération ? » vers « à quel prix ? » — d'où la centralité de la section 6 (contestation).

1. Synthèse et recommandation

Aramis Group est une plateforme **rentable et en trésorerie nette** de vente en ligne de véhicules d'occasion, contrôlée à 60,54 % par Stellantis — qui a lancé la cession de son bloc. Le titre, qui avait perdu ~62 % sur un an, cote autour de **3,15 €, soit ≈ 1,3x son actif net comptable** et ≈ 6-7x un EBITDA de creux — alors que l'exercice 2025 a prouvé une capacité bénéficiaire de ~68 M€ d'EBITDA et ~67 M€ de free cash-flow.

La thèse n'est pas un pari sur le cycle du véhicule d'occasion : c'est un **pari sur la structure de l'actionnariat**. Stellantis, en perte en 2025, sans dividende en 2026 et en plein « reset » stratégique, est un **vendeur naturellement contraint** d'un actif non-core. Le pacte qui le lie aux fondateurs expire le 21 décembre 2026 : au-delà, le bloc de contrôle devient monétisable. Toute cession de ce bloc à un tiers franchissant 30 % déclenche une **OPA obligatoire au prix du bloc** — le mécanisme de marché qui transfère une éventuelle prime de contrôle aux minoritaires.

À ~3,15 €, l'asymétrie reste favorable : le plancher d'actif net (~2,48 €) et la trésorerie nette limitent la baisse, tandis que la cession du bloc — désormais engagée — ou une normalisation vers les multiples des pairs (Auto1 cote ~0,65x le CA contre 0,2x pour Aramis) pointe vers 5–6 €. **Recommandation : achat spéculatif de situation, dimensionné comme une position d'event-driven**, avec un dossier de contestation préparé à l'avance (section 6) au cas où l'offre serait au rabais.

2. La thèse en trois mécanismes

Mécanisme 1 — Le verrou se lève le 21 décembre 2026

Automobiles Peugeot SA (Stellantis) et les fondateurs Nicolas Chartier et Guillaume Paoli sont liés par un pacte d'actionnaires **prorogé jusqu'au 21 décembre 2026**. Tant qu'il court, la gouvernance et la cession du bloc sont encadrées. Son expiration est une **date-charnière** : elle libère Stellantis de monétiser ses 60,54 % et rend les fondateurs (17,88 %, également dirigeants) libres de renégocier leur rôle. C'est le catalyseur structurel daté de la thèse.

Mécanisme 2 — Le vendeur est contraint

Stellantis présente tous les signes d'un actionnaire recentrant son bilan :

- Exercice 2025 en **perte nette** et **suppression du dividende 2026**.
- Autorisation d'émettre jusqu'à **5 Md€ d'obligations hybrides** pour préserver le bilan.
- « Strategic reset » et nouveau plan (mai 2026) sous la direction d'Antonio Filosa ; cessions d'actifs non-core déjà engagées (JV batteries).
- Aramis (~263 M€ de capitalisation) est **marginal dans le bilan de Stellantis mais non-stratégique** : un candidat évident à la cession.
- **Processus confirmé (L'Informé, sept. 2026) :** Stellantis a mandaté **Citi et Rothschild & Co** pour trouver un acquéreur de sa participation de 60,54 % (67,4 % des droits de vote).

Ce n'est donc plus une thèse structurelle mais une **opération en cours**. Le choix de conseils M&A « acheteur » (plutôt qu'un placement de marché) oriente vers une **vente négociée du bloc → OPA obligatoire au prix du bloc**, le cas le plus favorable au minoritaire.

Réserve : *un processus mandaté n'aboutit pas toujours, et le prix reste inconnu — l'aléa n'est plus « si » mais « quand » et « à combien ». À traiter comme une probabilité élevée, pas une certitude.*

Mécanisme 3 — La décote est extrême sur une valeur en cash-flow

Le marché price le trou d'air cyclique (avertissement du 12 mai 2026 : EBITDA FY2026 ramené à 35–45 M€ contre ≥ 55 M€) comme s'il était permanent. Or le bilan est en **trésorerie nette (dette nette 6 M€)**, le FY2025 a généré ~67 M€ de FCF, et l'objectif moyen terme (EBITDA ~5 % du CA sur ~2,4 Md€, soit >100 M€ à terme) reste réaffirmé. À 0,2x le CA contre ~0,65x pour le pair coté Auto1, la décote relative est difficile à justifier pour une plateforme rentable et désendettée.

3. Valorisation

Le titre est encadré par un plancher d'actif solide et une valeur de reprise nettement supérieure. Les références opposables :

Référence	Implicite / action	Lecture
Actif net comptable (205,7 M€)	**≈ 2,48 €**	Plancher — le cours cote ~1,3x l'ANC
Cours actuel (post-annonce cession)	≈ 3,15 €	≈ 6-7x EBITDA FY2026, 0,2x CA
Multiple normalisé (EBITDA ~60 M€ × 6x + tréso nette)	**≈ 4,4 €**	Sortie du creux, sans re-rating
Multiple pair (type Auto1, ~8x EBITDA normalisé)	**≈ 5,8 €**	Convergence vers la comparaison boursière
Cession du bloc + prime de contrôle (OPA obligatoire)	**6,0–7,0 €**	Prix du bloc étendu aux minoritaires
Objectif consensus analystes (pré-warning, périmé)	9,82 €	À ne pas prendre au pied de la lettre

Lecture : le point d'entrée est proche du plancher d'actif, tandis que quasiment tous les autres repères — normalisation, comparaison boursière, reprise — se situent entre 4,4 et 7 €. C'est le profil asymétrique recherché.

4. Génération de cash-flow et endettement financier net

C'est le pilier le plus solide de la thèse, et le plus sous-estimé par le marché. Aramis est un **distributeur en trésorerie quasi nette qui autofinance sa croissance**, y compris en bas de cycle — une qualité rare dans le retail automobile, activité intensive en besoin en fonds de roulement (le stock, ce sont des voitures).

Un désendettement spectaculaire en 2025

La dette financière nette a été divisée par dix en un exercice, portée par un free cash-flow qui a plus que triplé :

Passage	FY2024	FY2025	S1 2026
Free cash-flow	21,3 M€	**≈ 67,5 M€**	+2,6 M€
Dette financière nette (clôture)	61,0 M€	**6,1 M€**	39,7 M€
BFR opérationnel (jours de CA)	26 j	en amélioration	maîtrisé

Le moteur est la **discipline sur le besoin en fonds de roulement** : le BFR opérationnel est descendu à ~26 jours de CA en 2024 (−5 jours en un an) et a continué de s'améliorer. Rapporté à ~2,4 Md€ de CA, chaque jour de BFR gagné libère ~6,5 M€ de trésorerie. C'est ce levier, davantage que la seule marge, qui a permis de générer ~67 M€ de FCF en 2025.

La remontée du S1 2026 est comptable, pas opérationnelle

La dette nette est repassée de 6,1 M€ à **39,7 M€ au 31 mars 2026**, mais la lecture doit être précise : cette hausse de ~33,6 M€ s'explique presque intégralement par le **paiement du complément de prix Motordepot de 34,0 M€** (acquisition au Royaume-Uni, réglé en janvier 2026) et 1,5 M€ de rachats d'actions. **Les opérations, elles, ont dégagé +2,6 M€ de trésorerie** — donc un cash-flow d'exploitation positif malgré un semestre de creux cyclique. Ce n'est pas une détérioration structurelle : c'est une sortie de cash exceptionnelle et non récurrente sur une opération de croissance externe.

Ce que cela change pour la thèse

- **Levier négligeable :** 39,7 M€ de dette nette pour un EBITDA guidé de 35–45 M€ représentent ~1x — et ~0,6x sur un EBITDA normalisé de ~60 M€. Le bilan reste « propre », complété par ~200 M€ de lignes de crédit non tirées et sans condition.
- **Un actif facile à céder :** pour Stellantis, un actif peu endetté et cash-generative se vend sans besoin de restructuration financière préalable — cela facilite et accélère une cession du bloc.
- **Un plancher pour le minoritaire :** la capacité à autofinancer la croissance en bas de cycle protège la valeur d'actif et rend peu crédible tout argumentaire d'expert fondé sur un risque de liquidité ou de solvabilité pour justifier une décote.
- **Optionnalité de rendement :** une fois le complément Motordepot absorbé, la trajectoire de désendettement peut reprendre et ouvrir la voie à un retour à l'actionnaire (dividende / rachats), catalyseur additionnel non pricé.

5. Scénarios datés et espérance pondérée

Quatre trajectoires, repondérées depuis la confirmation du processus de cession (probabilités relevées sur S1/S2, abaissées sur S3/S4) :

#	Scénario	Fenêtre	Central	Prob.
S1	Cession du bloc à un industriel / stratégique → OPA obligatoire avec prime de contrôle	S1 2027	**6,00 €**	40 %
S2	Rachat par les fondateurs + partenaire financier (P2P / LBO), ou sortie négociée	2027	**5,00 €**	25 %
S3	Pas de deal à court terme, re-rating opérationnel vers les pairs	2027–28	**5,50 €**	20 %
S4	Placement du bloc en ABB au rabais / overhang + cyclique persistant (adverse)	—	**2,20 €**	15 %

#	Scénario	Fenêtre	Central	Prob.
	Espérance pondérée		**≈ 5,10 €**	**+61 %**

L'espérance pondérée ressort à ~5,10 €, soit +61 % sur le cours. Le processus de cession étant lancé, **le risque n'est plus « temps mort » mais le prix retenu** : le scénario adverse (S4, désormais 15 %) suppose un placement au rabais sans prime, et ne renvoie qu'au plancher d'actif. D'où le poids donné à la contestation (section 6).

Focus — un LBO mené par les fondateurs (scénario S2)

C'est la variante la plus scrutée, car les fondateurs Chartier et Paoli réunissent les trois conditions d'un rachat par effet de levier : ils **connaissent l'actif (ils le dirigent), détiennent déjà 17,88 %, et font face à un vendeur contraint**. Le bilan s'y prête : dette nette de ~40 M€, ~200 M€ de lignes non tirées et un FCF de ~67 M€ en 2025 — une activité cash-generative peu endettée est exactement ce qu'un montage LBO recherche pour porter de la dette d'acquisition.

Le montage type : les fondateurs s'associent à un fonds de private equity dans une holding de reprise qui rachète le bloc Stellantis (60,54 %). En franchissant 30 %, cette holding déclenche une **OPA obligatoire** sur le flottant au prix du bloc ; les fondateurs « roulent » leurs titres dans la holding plutôt que de les apporter. Au-delà de 90 %, retrait obligatoire ; à défaut, la société reste cotée avec un flottant résiduel.

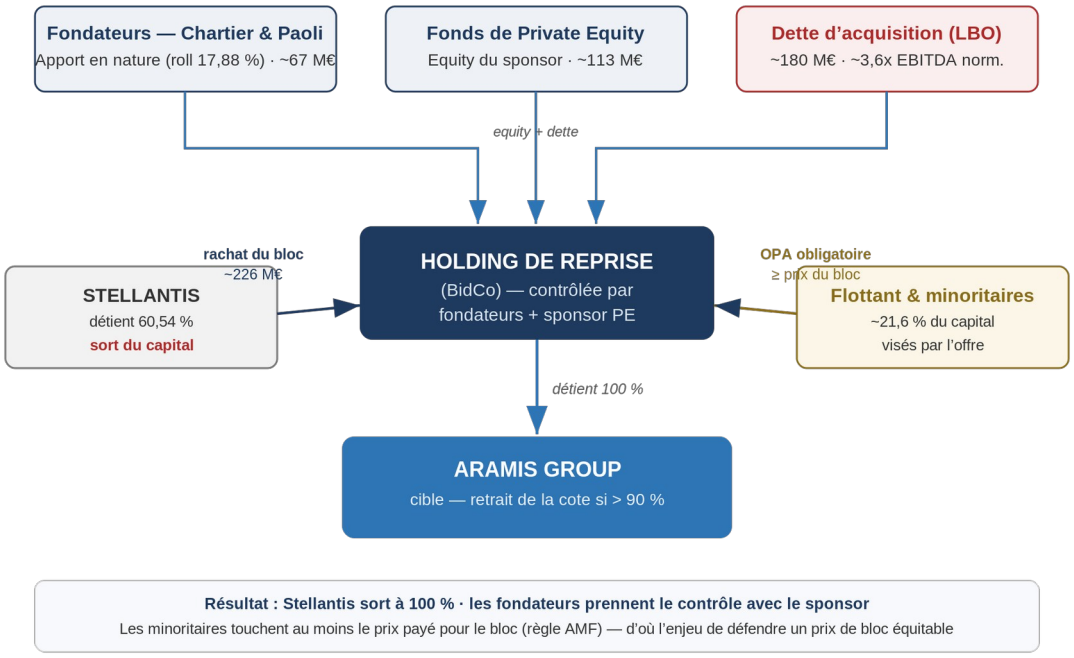

Schéma du montage — structure de reprise et flux de l'opération (chiffres illustratifs)

Financement illustratif — sortie à 4,50 €/action (≈ +54 % vs cours ; equity value ~373 M€, EV ~413 M€) :

Emplois / Ressources	Montant
EMPLOIS	
Rachat du bloc Stellantis (60,54 %)	~226 M€
Rachat du flottant & autres minoritaires (~21,6 %)	~80 M€
Refinancement de la dette nette existante	~40 M€
Frais d'opération (conseil, financement)	~15 M€
Total emplois	**~360 M€**
RESSOURCES	

Emplois / Ressources	Montant
Apport en nature des fondateurs (roll des 17,88 %)	~67 M€
Dette d'acquisition LBO (~3,6x EBITDA normalisé ~50 M€)	~180 M€
Equity du fonds de private equity	~113 M€
Total ressources	**~360 M€**

Un ticket mid-market (~350-400 M€ d'EV) parfaitement dans les cordes d'un fonds européen mid-cap. **Sur le plan financier, l'opération est donc réalisable à une prime modeste.**

Les deux frictions réelles. D'abord le ***timing*** : financer un LBO sur un EBITDA de creux (35-45 M€ guidés) porte le levier à ~4,5x et refroidit les prêteurs, qui prêtent sur des cash-flows dégradés. Ensuite le ***conflit d'intérêts*** : des dirigeants qui rachètent leur propre société forment une opération avec partie liée, imposant un **expert indépendant (attestation d'équité)** et une surveillance AMF renforcée — ils ne peuvent donc pas lancer une offre au rabais sans exposer le montage à contestation.

Implication pour le minoritaire : dans ce scénario, les fondateurs sont **acheteurs** — leur intérêt est un prix bas. Le LBO est précisément le cas où l'arsenal de la section 6 est le plus utile : prix ≥ prix du bloc, valorisation sur EBITDA normalisé et non de creux, plancher d'ANC, et blocage du squeeze-out (fondateurs + flottant ≈ 38 % rendent les 90 % hors d'atteinte si les minoritaires n'apportent pas).

6. Contester une offre au rabais

Si Stellantis vend son bloc à bas prix — ou si une OPA « de sortie » est lancée à un cours déprimé — les minoritaires disposent d'arguments à préparer **dès maintenant**, pas dans le délai de l'offre. À titre d'illustration, face à une offre à 3,50 € :

Les références opposables

Argument	Niveau	Effet
Prix ≥ prix du bloc (règle AMF)	**= prix Stellantis**	Un acquéreur >30 % doit offrir aux minoritaires ≥ le prix payé pour le bloc
Actif net comptable audité	≈ 2,48 €	Plancher — toute décote doit être motivée par l'expert
EBITDA normalisé (pas le creux FY2026)	55–68 M€	Valorisation à travers le cycle, non sur un point bas conjoncturel
Décote vs pair coté Auto1	0,2x vs 0,65x CA	Étalon boursier d'un actif comparable

Les trois arguments de fond

- **Le prix du bloc fixe le prix minoritaire.** En droit français, l'acquéreur d'un bloc franchissant 30 % doit déposer une OPA à un prix au moins égal au plus haut payé sur 12 mois. L'enjeu est donc de **défendre un prix de bloc équitable** : les minoritaires touchent mécaniquement la même chose que Stellantis.
- **Ne pas valoriser sur le creux.** L'EBITDA FY2026 (35–45 M€) est déprimé par un choc identifié et temporaire (conflit au Moyen-Orient sur le pré-immatriculé, UK −18 %, Autriche −35 %). L'expertise indépendante doit retenir un EBITDA **à travers le cycle** (55–68 M€ démontrés en 2025), sous peine de figer artificiellement la valeur.
- **Disqualifier la référence au cours.** Le cours s'est formé sur un flottant étroit (~20 %) après un avertissement, avec un overhang Stellantis pesant sur la liquidité. Une prime « apparente » sur ce cours déprimé ne mesure pas la valeur intrinsèque.

Le levier tactique : bloquer le retrait obligatoire

Le squeeze-out n'est possible qu'au-delà de **90 % du capital et des droits de vote**. Il suffit que **plus de 10 % du capital** ne soit pas apporté pour l'empêcher. Or fondateurs (17,88 %) + flottant (~20 %) représentent **≈ 38 % du capital** : un acquéreur du seul bloc Stellantis (60,54 %) est **structurellement loin des 90 %** tant que les fondateurs n'apportent pas. Un initiateur coincé avec un flottant hostile relève généralement son prix.

Point de vigilance décisif : les fondateurs sont pivots. S'ils rachètent (scénario S2), ils sont **acheteurs** et ont intérêt à un prix bas, adverse aux minoritaires. S'ils restent aux côtés d'un tiers, l'OPA obligatoire protège les minoritaires. Identifier leur camp est la première question à poser.

Preuves à archiver dès maintenant

- Le communiqué d'avertissement du 12 mai 2026 (nature temporaire du choc) et les comptes FY2025 audités (capacité bénéficiaire réelle).
- Les objectifs de cours analystes pré-avertissement (jusqu'à 9,82 €) et le consensus « accumuler ».
- Les multiples du pair Auto1 (EV/CA, EV/EBITDA) horodatés, et les termes du pacte (échéance 21/12/2026).

Objectif réaliste : forcer un relèvement vers 5–6 €, zone où convergent ANC, multiple normalisé et comparaison boursière. *Réserve : les modalités procédurales (délais, expertise indépendante, recours) devront être validées par un avocat en droit boursier le moment venu — ce mémo est l'argumentaire, pas l'avis juridique.*

7. Calendrier de veille

- **21 décembre 2026** — expiration du pacte Stellantis / fondateurs (levée du verrou).
- **Novembre 2026** — résultats annuels FY2026 : confirmation ou non du creux cyclique.
- **Suites du plan stratégique Stellantis** (mai 2026) et arbitrages sur les cessions non-core.
- **Déclarations de franchissement de seuils AMF** sur ARAMI ; évolution du contrat de liquidité et des rachats d'actions.
- **Volumes et liquidité du titre** — tout pic anormal peut précéder une opération.

8. Risques

- **Absence d'opération :** Stellantis peut conserver sa participation longtemps — risque de temps mort, pas de destruction de valeur.
- **Placement en ABB au rabais :** cession dispersée sans prime pour les minoritaires, pression baissière sur le cours (scénario S4).
- **Fondateurs acheteurs :** un P2P mené par les dirigeants aligne l'intérêt du contrôle sur un prix bas.
- **Cyclique du VO :** pas de garantie de rebond rapide des volumes UK / Autriche ; l'EBITDA de creux peut durer.
- **Flottant étroit :** liquidité limitée, volatilité élevée, sortie potentiellement difficile.

Avertissement — *ce document est une analyse personnelle à visée informative. Les probabilités et prix de scénarios sont des jugements à challenger, non des prévisions. Il ne constitue pas un conseil en investissement ni une recommandation personnalisée. L'auteur n'est ni conseiller financier ni avocat. Sources : Aramis Group (communiqués FY2025, S1 2026, mise à jour objectifs 12/05/2026), Boursorama, BFM Bourse, Zonebourse, ABC Bourse, multiples.vc, communiqués et documents SEC de Stellantis.*