

PEUGEOT INVEST

Belle résistance

Fin 2022, l'ABR a atteint 5,9 Md€ et l'ANR 5 Md€ ou 199,5 € par action (-14%). Les dividendes reçus ressortent à 286 M€, portés par ceux de Stellantis (170 M€). La dette nette s'élève à 885 M€, -261 M€ par rapport à fin 2021, soit un LTV de 16%. Ceci a été réalisé en dépit de 329 M€ d'investissements dont 200 M€ d'engagements dans des fonds de capital investissement, comme attendu. Les cessions d'actifs ont représenté 532 M€ (participations et co-investissements).

La stratégie, visible depuis 2017, d'accélérer dans le non coté se traduit par un ABR Investissements résilient (-10% en 2022 en dépit de l'effondrement d'Orpéa). Il se répartit entre des participations cotées et non cotées pour 29%, des co-investissements pour 19% et des fonds pour 14%.

Au mois de février 2023, PEUG a cédé sa participation de 6,3% dans la holding de Tikehau Capital pour 100 M€(E). PEUG participe également à la recomposition de l'actionnariat de Rothschild & Cie via l'OPA lancée par sa holding Concordia (150 M€(E)). Enfin, le groupe bénéficie de l'OPRA annoncée par Lisi, suivie d'une réduction de capital de la holding CID. Ceci devrait lui permettre d'augmenter sensiblement la liquidité de son exposition.

La valorisation de PEUG ne prend pas en compte l'évolution de son portefeuille et sa résistance. La décote sur ANR ressort à 55%, soit la plus élevée de notre échantillon de comparables.

M€	31/12/2022
ANR	4 973
ANR par action (€)	199,5
LTV (%)	16%
Dette Brute	955
Capitalisation boursière (24/03/23)	2 447



Recherche sponsorisée

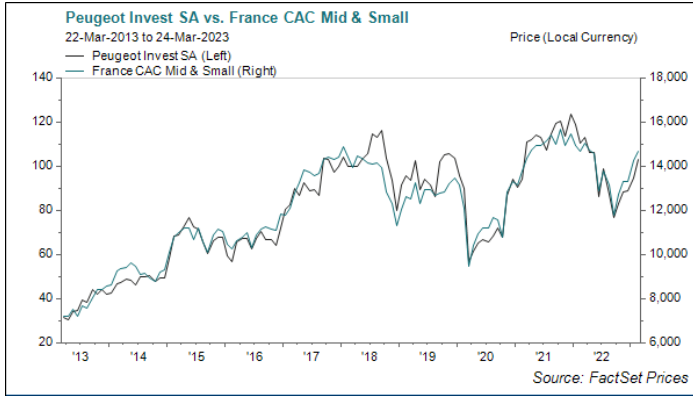
Table des matières

PEUG en images	3
Validation des choix stratégiques	5
Un portefeuille transformé en un peu plus de 5 ans	5
Éclairage sur les actifs non cotés : 46% de l'ABR et 76% de l'ABR Investissements	5
Focus sur les participations cotées	7
Stellantis : pertinence de la fusion et des choix stratégiques	7
Forvia : une intégration rondement menée	8
Lisi : résistance opérationnelle confirmée	8
Seb : pricing power et contrôle des coûts	9
Spie : amélioration des marges et réduction de la dette	10
Tikehau : en phase avec les objectifs 2026	10
Mouvements récents au sein du portefeuille	11
Début 2023 : 3 évolutions au sein des participations cotées	11
Point sur la capacité financière et la stratégie	12
Mise à jour de nos 3 scénarii de valorisation	14
Scénario central : prise en compte par le marché des mutations menées par PEUG	16
Scénario conservateur : le statu quo	17
Scénario optimiste : changement de perception	18
Risque de conflits d'intérêts	22
Disclaimer	22

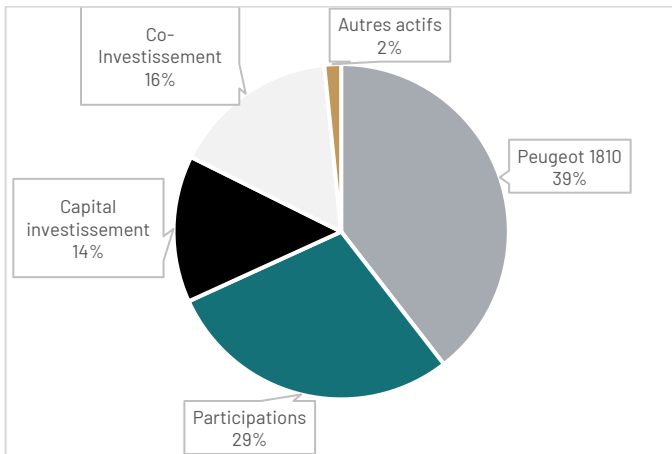


PEUG en images

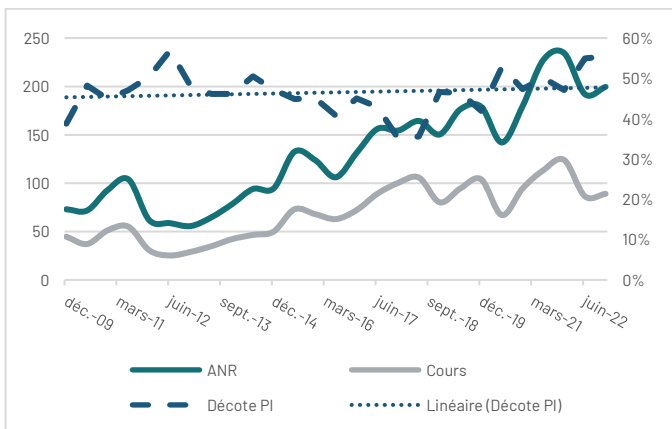
Graphique 1: Cours de PEUG sur 10 ans



Graphique 2: ABR 2022 de PEUG par type d'actifs

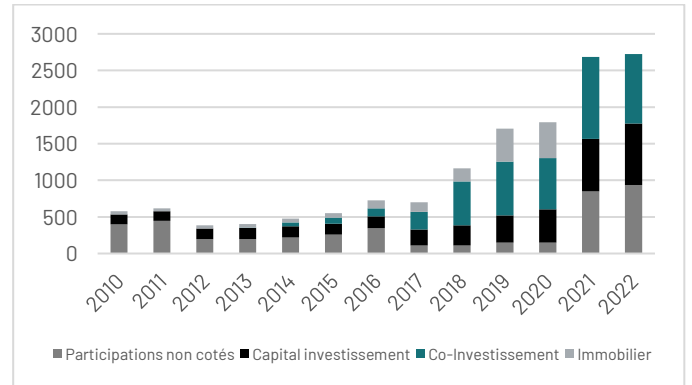


Graphique 3: Décote et ANR historiques sur 10 ans

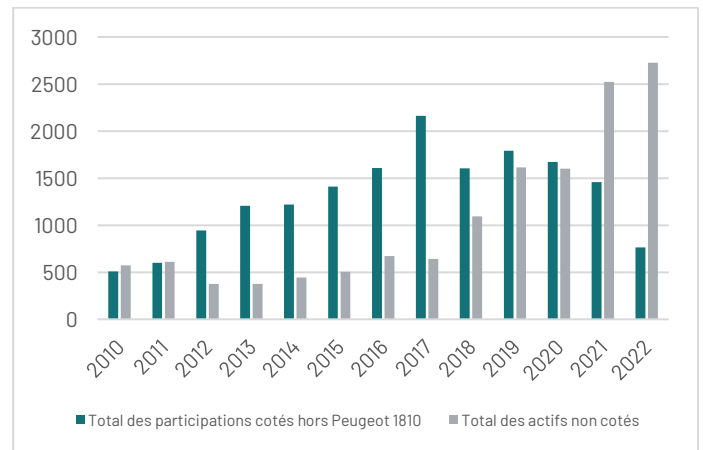


Source des graphiques : Factset, Peugeot Invest, Theia Recherche
 *Investissements = Actifs hors Peugeot 1810

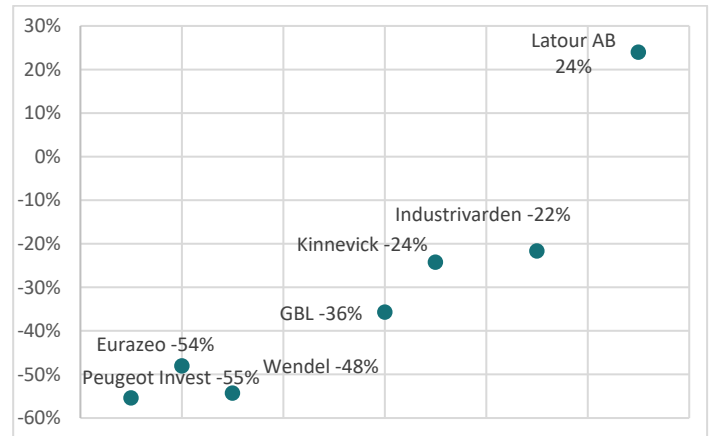
Graphique 4: Evolution des actifs non cotés



Graphique 5 : Coté vs non coté dans l'ABR Investissements*



Graphique 6: Décotes/primes des pairs européens*



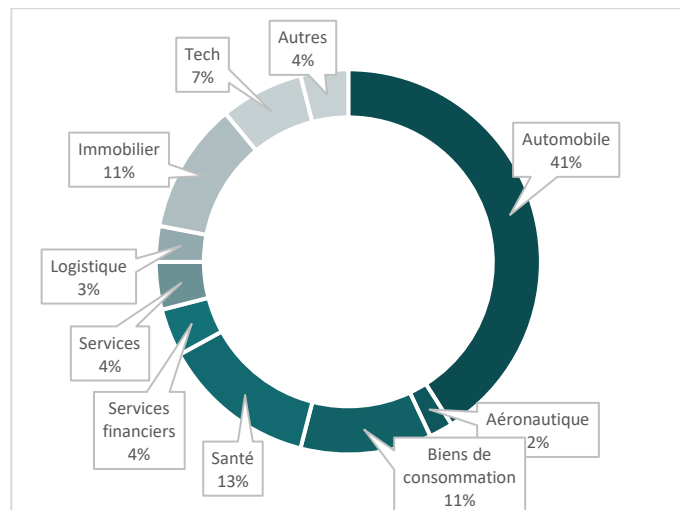
* cours au 31/12/22 rapportés aux ANR 2022 publiés

Tableau 1: ANR publié de Peugeot Invest au 31/12/2022

	31/12/2022	Valeur (M€)
	Stellantis	2 976
	Faurecia	85
Peugeot 1810 (76,5%) - A		2 342
	Lisi (total)	200
	SEB	174
	Orpea	20
	CIEL	15
	Tikehau Capital	75
	Spie	207
	Immobilières Dassault	75
Participations cotées - B		768
Participations non cotés - C		931
Total des participations D = B+C		1 700
Véhicules de capital investissement - E		839
Co-Investissement - F		951
	Autres actifs et passifs financiers	27
	Trésorerie	70
Autres actifs - J		96
Actif brut réévalué des investissements D+E+F+J		3 586
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J		5 928
Endettement		-955
Actif net réévalué		4 973
Actif net réévalué par action		199,5
Cours de bourse au 31/12/21		89,0
Décote		55%

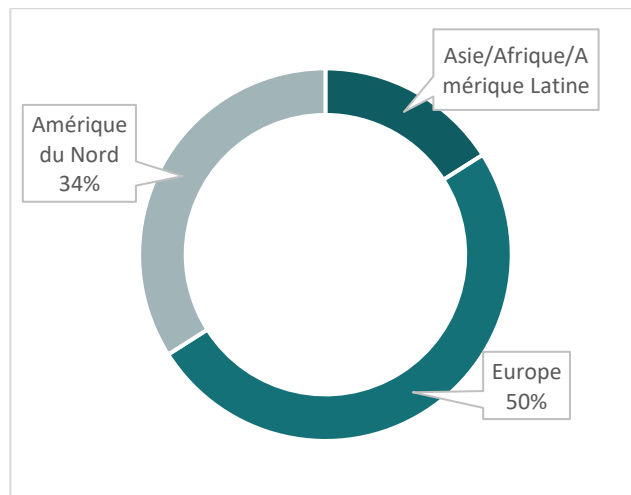
Source : Peugeot Invest, Theia Recherche

Graphique 7: Actifs Investissements* par secteurs (2022)



Source : Peugeot Invest *Investissements = hors Peugeot 1810

Graphique 8: Actifs Investissements* par géographie



Source : Peugeot Invest *Investissements = hors Peugeot 1810

Validation des choix stratégiques

Les investissements stratégiques, accélérés depuis 2017, dans les co-investissements et les fonds d'investissement ont permis de rééquilibrer l'ABR de PEUG en faveur du non-coté, afin de résister à des marchés financiers difficiles. Cette évolution explique la résistance de l'ABR d'investissements en 2022 et valide la stratégie déployée.

Un portefeuille transformé en un peu plus de 5 ans

Depuis plus de 5 ans, les changements dans la stratégie d'investissement se sont concrétisés de manière différente sur les actifs cotés et non cotés, mais en cohérence avec des tendances de long terme définies par le groupe. Des cessions de participations cotées ont financé une bonne partie des investissements non cotés. Le non coté a gagné en ampleur au point de représenter 76% de l'ABR Investissements fin 2022 contre 22% en 2017. Le profil du portefeuille d'investissement est aujourd'hui transformé, sans que le marché n'en ait pris conscience.

Rappelons que jusqu'en 2016 inclus, le poids relatif des investissements dans le non coté c'est-à-dire : les co-investissements, les véhicules de capital investissement et l'immobilier représentaient ensemble une dizaine de pourcents de l'ABR de manière quasi-constante. Or, le non coté a sensiblement progressé dans l'ABR depuis 2017, passant de 15% du total à 46% fin 2022.

En 2022, PEUG a réalisé des cessions à hauteur de 532 M€, permettant de libérer environ 90 M€ de création de valeur, hors fonds de PE. Les cessions concernent 2 participations dont le solde de la participation dans Safran (43 M€) et la cession de vraquiers détenus en partenariat avec Louis Dreyfus Armateurs (21 M€ perçus en 2022 et le solde au S1-2023, multiple net de 1,9x). Elles concernent également plusieurs co-investissements, notamment les titres Keurig Dr Pepper (168 M\$, multiple net de 1,8x), Bomi (78 M€, soit 3,8x), Asmodée (46 M€, soit 2,6x), Phaidon (25 M\$, soit 5,7x), EDH (13 M€, 5,0x).

Éclairage sur les actifs non cotés : 46% de l'ABR et 76% de l'ABR Investissements

La part importante des actifs non cotés a permis de limiter la volatilité des valorisations et les cessions réalisées ont permis de générer de la valeur. Toutefois, la valeur de l'ABR Investissements a été pénalisée par l'effondrement du cours d'Orpéa compte tenu d'une grave crise interne, la remise en cause de son business model et sa restructuration financière qui n'est pas encore finalisée.

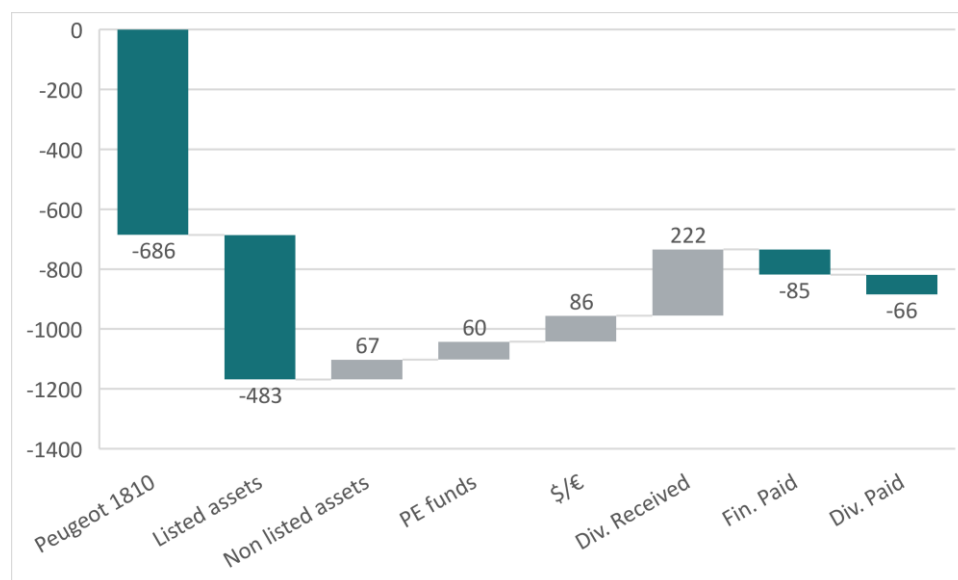
En 2022, PEUG a réalisé plusieurs nouveaux co-investissements pour 50 M€, dans la santé avec Schwind, leader européen des lasers ophtalmiques en Allemagne, dans SantéVet, leader de

l'assurance des animaux de compagnies en France, et en Inde avec LivSpace, plateforme digitale leader de l'aménagement intérieur et Country Delight, distribution de produits laitiers à domicile sur abonnement. Le groupe a renouvelé ses partenariats avec ArchiMed et JAB pour 100 M€ et 100 M\$ dans chacun de leurs nouveaux fonds dédiés respectivement à la santé et aux assurances pour animaux de compagnie.

Comme prévu, le groupe s'est engagé à hauteur de 200 M€ dans 14 fonds de capital-investissement, avec une répartition équilibrée entre l'Europe (38%), les Etats-Unis (41%) et les pays émergents (21%) et pour 20 M€ dans le fonds immobilier européen Tikehau Real Estate Opportunity II.

La stratégie de ré-équilibrage du portefeuille en faveur du non coté, accélérée depuis 2017, se traduit par un ABR Investissements plus résilient qu'auparavant (-10% en 2022 en dépit de l'effondrement d'Orpéa). Il se répartit entre des participations cotées et non cotées pour 29%, des co-investissements pour 19% et des fonds pour 14%.

Graphique 9: Bridge ANR 2022

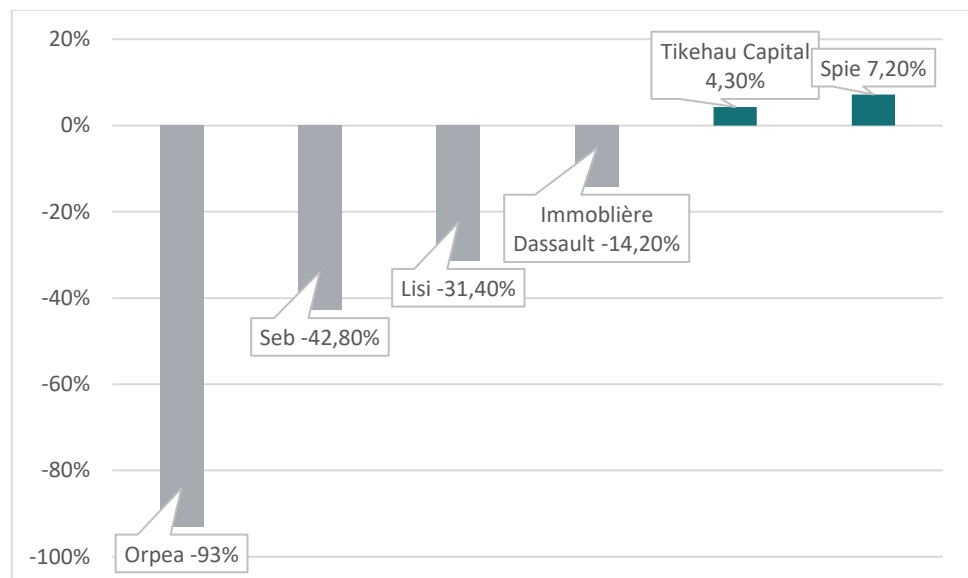


Source : Peugeot Invest

Focus sur les participations cotées

Ormis Orpéa sur lequel nous ne reviendrons pas, les performances financières des participations cotées ont démontré le bien-fondé de leurs choix stratégiques. Toutefois dans des marchés financiers difficiles marqués par la remontée des taux d'intérêt notamment, l'évolution boursière de ces sociétés a été décevante.

Graphique 10 : Evolution boursière des participations en 2022



Source : Peugeot Invest

Stellantis : pertinence de la fusion et des choix stratégiques

Activité et résultats 2022

Stellantis a publié des résultats record avec un résultat opérationnel courant de 23,3 Md€ et un bénéfice net de 16,8 Md€. Le groupe démontre des progrès rapides dans la mise en œuvre de son plan stratégique Dare Forward 2030 avec une accélération en matière d'électrification, de développement du software et de l'intégration verticale à une période charnière pour le secteur.

Perspectives et attentes du marché

Stellantis est en bonne voie pour tenir les engagements de son plan stratégique. Lancé en mars 2022, le plan Dare Forward 2030 s'articule autour de trois piliers qui devraient permettre de doubler le CA à 300 Md€ (par rapport à 2021) en maintenant une marge opérationnelle courante à deux chiffres durant la décennie.

Le groupe prévoit d'investir plus de 30 Md€ d'ici 2025 dans le développement de véhicules électriques et les logiciels qui les accompagnent. Stellantis s'appuiera sur cinq giga factories

en Europe et en Amérique du Nord afin de disposer de plus de 260 GWh d'approvisionnements en batteries. L'an dernier, les ventes mondiales de véhicules électriques (BEV) ont progressé de 41% par rapport à 2021. Le portefeuille de BEV devrait plus que doubler pour atteindre 47 modèles électriques fin 2024, avec l'objectif de dépasser 75 BEV et 5 millions de BEV vendus dans le monde en 2030.

Forvia : une intégration rondement menée

Activité et résultats 2022

L'année 2022, qui s'annonçait à l'origine comme une année de reprise après la crise du Covid, s'est avérée être une année marquée par des pénuries persistantes de semi-conducteurs et des problèmes de chaîne d'approvisionnement aggravés par la guerre en Ukraine. L'année a été marquée par une inflation élevée, la flambée des prix de l'énergie, la hausse des taux d'intérêt et le désengagement du groupe de la Russie.

Dans cette conjoncture, la performance de Forvia reflète la nouvelle taille du groupe, avec un CA de 25,5 Md€, une marge opérationnelle de 5% du CA au S2 et de 4,4% sur l'année et une forte génération FCF à 471 M€. Comme attendu, le groupe a poursuivi son plan de cessions pour se désendetter. Le ratio DN/EBITDA ajusté est ressorti à 2,6x fin 2022 contre 3,1x fin 2021.

Perspectives et attentes du marché

Les priorités pour 2023 sont : la poursuite du désendettement ; la poursuite de l'intégration d'Hella en année pleine et l'extériorisation de synergies portées de plus de 300 M€ à 400 M€, soutenues par de solides prises de commandes.

Sur un marché où la production automobile mondiale est estimée à 82 m de véhicules (stable par rapport à la production de 2022), Forvia a annoncé les prévisions suivantes : un CA compris entre 25,2 et 26,2 Md€, une marge opérationnelle comprise entre 5% et 6%, et un cash-flow net supérieur à 1,5% du CA. Le ratio dette nette/ EBITDA ajusté devrait être compris entre 2,0x et 2,4x fin 2023, intégrant l'effet du programme de cessions de 1 Md€ d'ici la fin de l'exercice.

Lisi : résistance opérationnelle confirmée

Activité et résultats 2022

Le CA 2022 a progressé de +22,5% à 1,42 Md€ aidé par la croissance soutenue dans l'Aéronautique et le Médical et les nouveaux produits dans l'Automobile. Le CA a bénéficié des effets favorables liés à la hausse de l'USD et de la répercussion partielle de l'inflation sur les prix de ventes. A taux de change et périmètre constants, le chiffre d'affaires du T4-22 a crû de +17,7 % comparé au T4-21. La reprise de l'activité dans la division Aérospace, les montées en puissance des nouveaux produits dans les divisions Automotive et Médical ont soutenu la hausse des ventes constatée à partir du T2-22.

La marge d'EBITDA est ressortie à 13,1% stable par rapport à 2021 (13,2%) malgré les effets dilutifs de l'inflation sur les coûts de fabrication et les tensions sur le marché de l'emploi, notamment aux Etats-Unis. Cette performance résulte des mesures d'ajustements de coûts, de l'amélioration de la productivité et de la répercussion partielle de l'inflation dans les prix de vente. Le résultat opérationnel courant a progressé de 33,8% à 89,1 M€. La marge

opérationnelle courante s'est améliorée de +0,6% par rapport à 2021, à 6,3%. Le résultat net ressort à 57 M€ (4% du CA), vs. 44 M€ (3,8% du CA) en 2021.

A 291,5 M€, l'endettement financier net représente que 26% des fonds propres (25,8% fin 2021). Le ratio d'endettement financier net est en baisse à 1,6x (1,8x fin 2021). Le retour sur capitaux employés avant impôts s'améliore et ressort à 6,3% (5% en 2021).

Perspectives et attentes du marché

L'incertitude majeure porte sur la capacité à répercuter aux clients les hausses de coûts qui seront encore significatives en 2023 en particulier sur l'énergie et les salaires. Lisi a d'ores et déjà pris les mesures nécessaires pour absorber ces pressions, préserver la solidité de son modèle économique et sa capacité de rebond. Par ailleurs, les niveaux de prises de commandes en nouveaux produits dans les trois divisions positionnent favorablement le groupe pour le futur.

Dans l'aéronautique, les montées en cadence des avions monocouloirs annoncées précédemment par les principaux clients sont confirmées en dépit des difficultés d'approvisionnements. Elles se matérialisent par des niveaux de commandes très forts.

Seb : pricing power et contrôle des coûts

Activité et résultats 2022

En 2022, Seb a réalisé un CA de 7,960 Md€, quasi-stable (-1,2 %) vs. 2021 en données publiées et en baisse de 4,7% à tcpc. L'écart entre les deux performances s'explique par un fort effet devises positif (+3,3%) provenant de l'appréciation de l'USD et du yuan. Ces performances attestent d'une bonne résistance dans un environnement tendu et par rapport à un historique 2021 record. En comparaison de 2019, dernière année normative, le CA 2022 est en progression de 8,2 %.

Le résultat opérationnel d'activité est ressorti à 620 M€, -24% par rapport au plus haut historique de 2021 (813 M€), faisant ressortir une marge opérationnelle de 7,8% (10,1% en 2021). Celle-ci tient compte d'un effet volume négatif de 359 M€, en lien direct avec la contraction des ventes Grand Public, en particulier en France, Allemagne, Ukraine et Russie ; d'un effet prix-mix positif de 600 M€, reflétant les hausses de prix passées et intégrant la poursuite de l'enrichissement du mix-produit ; d'une forte hausse du coût des ventes (-367 M€), qui inclut des surcoûts sur les achats de matières, de composants, de transport et de stockage. Toutefois, les actions mises en place ont permis de réaliser un résultat opérationnel de 421 M€ au S2, soit une marge de 9,8% contre 5,4% au S1. Le RN PdG s'est élevé à 316 M€ (-30% par rapport au niveau de 2021).

L'endettement net ressort à 1,973 Md€ résultant de la hausse du BFR. Le groupe a consommé 20 M€ de cash-flow libre (vs. 306 M€ générés en 2021) à l'issue d'une année à deux vitesses : consommation de 683 M€ au S1, suivie d'une forte correction au S2 au cours duquel Seb a dégagé 663 M€ de trésorerie d'exploitation. Fin 2022, le ratio dette financière nette/EBITDA ajusté est ressorti à 2,26x (1,46x à fin 2021).

Perspectives et attentes du marché

Pour 2023, après un T1 attendu en retrait du fait d'une base de comparaison élevée, Seb anticipe un redressement progressif des ventes Grand Public, une forte croissance du CA Professionnel ainsi qu'une amélioration de la marge opérationnelle globale sur l'ensemble de l'année.

Spie : amélioration des marges et réduction de la dette

Activité et résultats 2022

En 2022, la production a atteint 8,092 Md€, +16,1% par rapport à 2021 dont +6,9% en organique grâce à une performance robuste dans toutes les zones géographiques reflétant notamment la capacité à augmenter les prix. L'EBITA a crû de 19,8% à 511,2 M€, faisant ressortir une marge de 6,3%, +20pb par rapport à 2021. Le résultat net ajusté a progressé de 24% à 301,2 M€. Le FCF est ressorti à 314,7 M€, (+17,4%) permettant une réduction du levier à 1,6x (1,8x fin 2021).

Perspectives et attentes du marché

Pour l'année en cours, le groupe table sur une croissance organique 'mid-single-digit' avec la poursuite de l'amélioration de la marge d'EBITA. Le développement par croissance externe demeurera une priorité avec des acquisitions bolt-on, qui restent au cœur du modèle économique.

La part verte de la production alignée à la taxonomie européenne a poursuivi sa progression, atteignant 46% en 2022, un pas important vers les objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance à l'horizon 2025 (50%). Depuis 2022, le groupe a intégré son ambition ESG dans sa politique de financement avec deux opérations de refinancement réalisées avec succès et liées au développement durable. Ainsi, plus de la moitié de la dette financière est, à ce jour, alignée sur les objectifs ESG.

Tikehau : en phase avec les objectifs 2026

Activité et résultats 2022

Au sein de l'activité gestion d'actifs, les actifs sous gestion ont représenté 37,8 Md€, +15% par rapport à 2021. Les actifs sous gestion de l'activité d'investissement ont atteint 1 Md€ (contre 1,3 Md€ fin 2021), reflétant les nouveaux engagements dans les propres stratégies de gestion d'actifs de Tikehau Capital. Le total des actifs sous gestion a donc atteint 38,8 Md€ en 2022 (+13%). Les revenus de l'activité de gestion d'actifs se sont élevés à 304 M€, +7,5% sur 12 mois. Les commissions de gestion ont atteint 294 M€, +11% par rapport à 2021 portées par la progression des actifs sous gestion générant des commissions. Ces derniers se sont élevés à 31,4 Md€, en hausse de 3,1 Md€ (+11%) sur 12 mois.

Les Fee-Related Earnings ont cumulé à 97 M€ marqués par un second semestre à 56 M€ de FRE, +11% sur 12 mois et +37% par rapport au S1-2022. La rentabilité s'est améliorée au S2-2022, avec une marge de FRE de 36,2% contre 29,2% au S1-2022 et 35,4% au S2-2021. Cette évolution reflète la croissance continue des commissions de gestion associée à une stricte gestion des coûts. Au total sur l'année, la marge FRE s'est établie à 32,9%. Le résultat net part du groupe a atteint 320 M€ et le rendement des capitaux propres 10%.

Fin 2022, la dette financière s'est élevée à 1,5 Md€, soit un gearing de 47%. La dette liée à des critères ESG représentait 65% de la dette totale à fin décembre 2022.

Perspectives et attentes du marché

La collecte en 2023 sera portée par les nouveaux millésimes et les successeurs de certaines des stratégies phares de valeur ajoutée, tant dans le private equity (décarbonation, agriculture régénératrice, cybersécurité), dans les opportunités spéciales que dans l'immobilier. Le groupe s'appuiera sur le profil risque-rendement attractif de ses stratégies de rendement (yield) en particulier dans la dette privée et l'immobilier.

Tikehau Capital a confirmé ses ambitions à moyen terme d'atteindre, à l'horizon 2026, plus de 65 md€ d'actifs sous gestion pour son activité de gestion d'actifs, plus de 250 m€ de Fee-Related Earnings, et porter le rendement de ses fonds propres à un niveau proche de 15%.

Notre vue sur cette participation :

Peugeot Invest ne détient à ce jour que 1,7% du capital de Tikehau Capital représentant 1% de sa GAV à fin 2022. Puisque le groupe a récemment cédé sa participation dans la holding de tête TCA (multiple de 2x) après 7 ans, il nous semblerait logique de sortir totalement de Tikehau Capital, d'autant que PEUG n'est pas représenté au Conseil d'Administration.

Mouvements récents au sein du portefeuille

Début 2023 : 3 évolutions au sein des participations cotées

1 opération réalisée, 2 mouvements en cours

Mi-février 2023, Peugeot Invest a annoncé la cession de sa participation dans Tikehau Capital Advisors, holding de tête de Tikehau Capital d'une part et 2 - sa participation à la recomposition du capital de la Banque Rothschild & Co qui fait l'objet d'une OPA de la part de sa holding Concordia, d'autre part.

Par ailleurs, fin février avec la publication des résultats 2022, Lisi a annoncé la simplification de ses structures via une OPRA suivie d'une réduction du capital de sa holding CID. Ces opérations seront suivies par Peugeot Invest qui, une fois entérinées, pourraient permettre à Peugeot Invest de détenir directement jusqu'à 16% de Lisi.

1 - Cession de Tikehau Capital Advisors :

Après 7 années comme actionnaire, Peugeot Invest a annoncé la cession de sa participation de 6,3% dans Tikehau Capital Advisors (TCA), principal actionnaire de Tikehau Capital, à son management. Avec 1,8% de la société cotée, Peugeot Invest reste partenaire de Tikehau Capital au travers d'investissements communs et en tant qu'investisseur dans certains de ses fonds. Nous estimons le produit de cette cession à environ 100 M€.

2 - Acquisition de Rothschild :

Mi-février, Concordia, holding de la famille Rothschild et premier actionnaire de Rothschild & Co (38,9% du capital et 47,5% des droits de vote), a annoncé son intention de déposer une OPA sur les actions Rothschild & Co au prix de 48€ par action, coupons attachés. L'opération devrait aboutir au plus tard en septembre. Le dividende ordinaire est de 1,4€ par action et le dividende

extraordinaire de 8,0€ par action. Le prix annoncé de 48€ par action devra donc être ajusté de 9,4€.

Cette opération s'inscrit dans la stratégie de Concordia de se recentré sur un groupe privé tout en détenant seule la majorité du capital et des droits de vote de Rothschild & Co. Peugeot Invest s'est engagée à investir aux côtés de Concordia et d'autres investisseurs. Nous avons estimé cet investissement à 150 m€ pour 5,1% du capital de Rothschild & Co. Si tel est le cas, Peugeot Invest serait, bien sûr, représenté au Conseil de Surveillance.

3 - Simplification des structures chez Lisi :

Rappelons que Peugeot Invest est actionnaire à hauteur de 5,1% du capital de Lisi et de 25,4% du capital de la Compagnie Industrielle de Delle (CID), holding de contrôle, qui détient 54,8% de Lisi.

Fin février, Lisi a annoncé une OPRA sur 14% de son capital au prix de 27€ (coupon de 0,15€ détaché) totalisant 205 M€. Cette réorganisation renforcera le contrôle des familles fondatrices sur la société et offrira aux actionnaires de la liquidité. Dans ce cadre, Peugeot Invest s'est engagée à apporter sa participation de 5,1% à l'offre de rachat d'actions.

Cette opération sera suivie d'une réduction de capital au niveau de la holding CID à laquelle Peugeot Invest s'est engagée à apporter la totalité de sa participation dans la holding. Ceci devrait permettre à Peugeot Invest d'échanger jusqu'à la totalité de ses actions CID en actions Lisi, augmentant ainsi sensiblement la liquidité de son exposition.

A terme, et une fois ces deux opérations achevées, Peugeot Invest pourrait ne plus détenir d'actions CID et devenir le 2ème actionnaire de Lisi avec 16% du capital de la structure. Au niveau de Lisi, un pacte d'actionnaires serait signé qui prévoit la présence de 2 administrateurs proposés par Peugeot Invest au Conseil d'Administration tant que la participation de celui-ci serait au moins égale à 10% du capital et uniquement d'un administrateur en cas de participation comprise entre 5% et 10% du capital.

Point sur la capacité financière et la stratégie

Fin 2022, Peugeot Invest affiche un LTV de 16%, en légère réduction par rapport à 2021 et dispose de 847 M€ de lignes de crédit non tirées. Le groupe a bénéficié d'un flux de dividendes de 222 M€ dont 170 M€ venant de Stellantis et autorisant une forte amélioration du flux de CF à 122 M€ (vs. 52 M€ en 2021).

Toutes choses égales par ailleurs, les dividendes émanant de Stellantis devraient continuer d'alimenter les ressources annuelles de PEUG. A ce sujet, le consensus des analystes escompte une hausse moyenne de ces derniers de 5% par an correspondant à un flux estimé à environ 190 M€ à l'horizon 2025 pour la part de Peugeot Invest.

Au total, avec un endettement essentiellement à taux fixe et sous contrôle, des flux de financement entrants élevés et récurrents, le groupe devrait pouvoir saisir de nouvelles opportunités d'investissement notamment :

- Dans des sociétés cotées en Europe, correpondantes au modèle d'affaires défini par le groupe, et compte tenu de valorisations redevenues attractives
- Dans des fonds de PE (50 M€ engagés dans 4 fonds à ce stade cette année). Nous estimons les engagements annuels à 200 M€, niveau comparables aux montants engagés en 2022.

La poursuite de cette stratégie devrait s'accompagner du versement d'un dividende en augmentation régulière (+7,5% en 2022).

Mise à jour de nos 3 scénarii de valorisation

Theia Recherche propose aux investisseurs un scénario central que nous jugeons le plus probable et deux scénarii alternatifs, plus optimiste pour l'un, plus pessimiste pour l'autre. A décote inchangée notre scénario central fait apparaître un potentiel de hausse de 24% de l'ANR par rapport au 31/12/22 (16% sur l'ANR spot).

Pour refléter l'incertitude forte qui habite les marchés, il ne nous semble pas pertinent de retenir les objectifs de cours sur les participations cotées à la fois dans le scénario central et le scénario optimiste. Nous retenons les objectifs de cours pour le seul scénario optimiste, appliquons une décote de 50% sur les objectifs pour le scénario central et retenons le cours actuel pour le scénario conservateur.

Chaque scénario se fonde sur un calcul d'ANR qui distingue l'appréciation :

- des participations, (52% de l'ABR total au 31/12/22). Celles qui sont cotées sont valorisées, pour le scénario optimiste, à leur objectif de cours à 12 mois fourni par le consensus de place, pour le scénario central à 50% du potentiel de l'objectif de cours et pour le scénario conservateur au cours actuel ;
- les participations non cotées auxquelles nous appliquons un TRI forfaitaire de 10% qui nous semble prudent (il s'agit de sociétés où le groupe exerce une influence dans la gouvernance, par exemple International SOS).
- des véhicules de capital investissement, des co-investissements non cotés, des actifs immobiliers et de certains actifs cotés destinés à être monétisés.

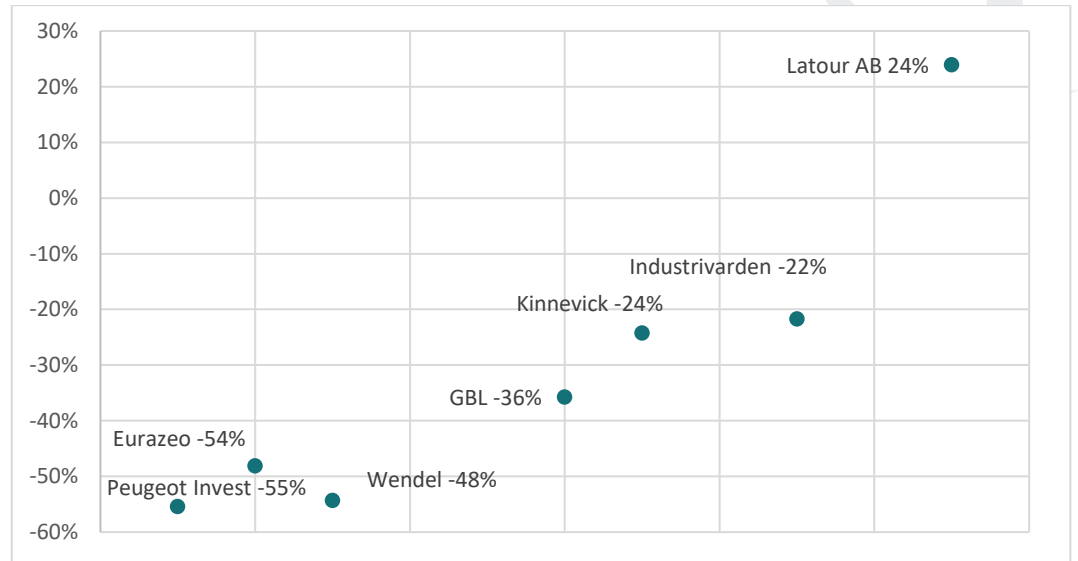
Par ailleurs, nous appliquons une décote que le marché pourrait appliquer à l'ANR total selon l'évolution de la perception des investisseurs.

Elle est actuellement de 55% sur la base du cours du 24/03/23 rapporté à l'ANR spot.

- TRI de 20% pour le scénario optimiste
- TRI à 12 mois de 15% pour le scénario central
- TRI à 12 mois de 10% pour le scénario conservateur

Nous regroupons l'ensemble de nos scénarii dans les tableaux ci-après.

Graphique 11: Décotes / Primes de holdings européens au 31/12/22



Source : Theia Recherche, Factet, sociétés

Scénario central : prise en compte par le marché des mutations menées par PEUG

Il se fonde sur un TRI à 12 mois de 15% pour les actifs non cotés. Il aboutit à un ANR potentiel de 260€ par action soit un upside de 16%. L'application d'une décote de 40% au lieu de 55% actuellement dégagerait un upside de 54% sur le cours de bourse.

Tableau 2 : Scénario central

	50% de l'objectif de cours Factset	Valeur (M€)
Stellantis	18,8	4 221
Faurecia	21,7	131
Peugeot 1810 (76,5%) - A		3 330
Lisi (total)	25,1	258
SEB	110,15	245
Orpea	2,4	8
CIEL	6,1	15
Tikehau Capital	27,3	85
Spie	28,4	242
Immobilières Dassault		77
Participations cotées - B		929
Participations non cotés - C	TRI 12 mois	1 024
Total des participations D = B+C		5 283
Véhicules de capital investissement - E	15%	965
Co-Investissement - F	15%	1 094
Autres actifs et passifs financiers		27
Trésorerie		70
Autres actifs - J		96
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J		7 437
Endettement		-955
Actif net réévalué		6 482
Actif net réévalué par action		260
Potentiel de hausse de l'ANR/spot		16%
Cours de bourse au 24/03/23		101
Décote cible / cours cible	40%	156
Potentiel de hausse du cours		54%

Source : Factset, Theia Recherche

Scénario conservateur : le statu quo

Il se fonde sur la stabilité des cours de bourse des participations cotées, un TRI à 12 mois de 10% pour les actifs non cotés et une décote de 50%. Il aboutit à un ANR potentiel de 232€ par action soit un upside de 3% et un cours potentiel de 116€.

Tableau 3: Scénario conservateur

	Cours (€)	Valeur (M€)
Stellantis	16,18	3 630
Faurecia	18,805	114
Peugeot 1810 (76,5%) - A		2 864
Lisi (total)	24,6	253
SEB	101,5	226
Orpea	2,322	8
CIEL	6,14	15
Tikehau Capital	24,85	77
Spie	26,38	224
Immobilières Dassault	57,6	77
Participations cotées - B		880
Participations non cotés - C		931
Total des participations D = B+C		1 812
Véhicules de capital investissement - E	10%	923
Co-Investissement - F	10%	1 046
Autres actifs et passifs financiers		27
Trésorerie		70
Autres actifs - J		96
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J		6 742
Endettement		-955
Actif net réévalué		5 787
Actif net réévalué par action		232
Potentiel de hausse de l'ANR/spot		3%
Cours de bourse au 24/03/23		101
Décote cible / cours cible	50%	116
Potentiel de hausse du cours		15%

Source : Factset, Theia Recherche

Scénario optimiste : changement de perception

Il se fonde sur un TRI de 20% pour les actifs non cotés et une décote de 20%. Il aboutit à un ANR potentiel de 284€ par action soit un upside de 26%. L'application d'une décote de 20% au lieu de 55% actuellement dégagerait un upside de 125% sur le cours de bourse.

Tableau 4: scenario optimiste

	Objectif de cours Factset	Valeur cible (M€)
Stellantis	21,4	4 812
Faurecia	24,6	149
Peugeot 1810 (76,5%) - A		3 795
Lisi (total)	25,5	263
SEB	118,7	264
Orpea	2,4	8
CIEL	6,1	15
Tikehau Capital	29,8	92
Spie	30,5	259
Immobilières Dassault	5%	81
Participations cotées - B		981
Participations non cotés - C	TRI 12 mois 10%	1024
Total des participations D = B+C		2 006
Véhicules de capital investissement - E	20%	1 007
Co-Investissement - F	20%	1 141
Autres actifs et passifs financiers		27
Trésorerie		70
Autres actifs - J		96
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J		8 045
Endettement		-955
Actif net réévalué		7 090
Actif net réévalué par action		284
Potentiel de hausse de l'ANR/spot		26%
Cours de bourse au 30/06/22		101
Décote cible / cours cible	20%	228
Potentiel de hausse du cours		125%

Source : Factset, Theia Recherche

Compte de résultats au 31/12 (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Produits des immobilisations financières	30	55	99	53	89	159	172	230	154	186	227
Produits des immeubles de placement	2	1	2	1	1	1	3	1	2	2	5
Produits des autres activités	3	3	3	4	3	3	3	4	4	3	3
Produits des activités ordinaires	35	60	104	57	93	164	178	235	160	190	235
Frais d'administration générale	-8	-11	-10	-12	-15	-17	-18	-21	-23	-32	-37
Dépréciation d'actifs disponibles à la vente	-9	-7	-11	-1	-2	-5	-1	-4			
Coût de l'endettement financier	-33	-11	-13	-14	-14	-12	-10	-13	-15	-20	-28
Résultat des sociétés intégrées avant impôt	-15	31	70	30	61	130	150	197	122	138	170
Quote-part dans le résultat net des entreprises associées	267	151	-971	-1 096	236	32	18	21	6	9	-14
Résultat consolidé avant impôt	251	182	-901	-1 066	298	161	168	218	128	147	155
Impôts sur les résultats (y compris impôts différés)	7	-1	0	0	10	-3	-18	4	-13	-16	11
Résultat net consolidé	258	181	-901	-1 066	307	159	150	222	115	131	166
Dont part des minoritaires	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	-32
Dont part du groupe	258	181	-900	-1 066	308	159	150	222	115	131	134
Par action											
publié	10,3	7,2	-35,8	-42,4	12,2	6,3	6,0	8,9	4,6	5,3	5,4
dilué	10,3	7,2	35,8	-42,4	12,2	6,4	6,0	9,0	4,6	5,3	5,4
Nombre d'actions moyen											
publié	25,16	25,16	25,16	25,16	25,16	25,16	25,07	25,07	24,92	24,92	24,92
dilué	25,16	25,16	25,16	25,16	25,16	25,16	25,07	25,07	24,92	24,92	24,92

Source : Peugeot Invest

Autres éléments du résultat global au 31/12 (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat net consolidé	258	181	-901	-1 066	307	159	150	222	115	131	166
Effets des mises en équivalence sur le résultat global net	68	0	-399	-120	1	9	-3	-6	7	17	11
Réévaluations nettes des actifs financiers	255	-15	147	198	84	580	26	323	-264	372	203
Plus-values sur cessions de titres de participations									232	137	94
Réévaluations nettes des instruments dérivés	4	-3	-6	-17	23	3	-2	3	-1	-3	0
Écarts de change								-14	12	10	-49
Autres réévaluations directes nettes par capitaux propres	2				-2	-7	11	-16	11	7	-3
Total des autres éléments du résultat global	328	-17	-258	62	106	585	32	292	-4	540	255
RÉSULTAT GLOBAL CONSOLIDÉ	586	164	-1 159	-1 004	413	743	182	513	111	671	422
Dont part du Groupe	586	164	-1 159	-1 004	413	744	182	513	111	671	112
Dont part des minoritaires	0	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	310

Source : Peugeot Invest

Cash flow au 31/12 (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat net consolidé	258	181	-901	-1 066	307	159	150	222	115	131	166
Dotations nettes aux amortissements et provisions	9	7	13	1	2	5	1	5	2	1	1
Résultat sur cessions d'actifs non courants	-10	-13	-72	-30	-63	-48	-135	-153	2	-7	-61
Gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur	-1	0	1	3	4	-80	-2	0	-73	-63	-148
Quotes-parts de résultats liées aux sociétés mises en équivalence, nettes des dividendes reçus	-262	-90	975	1 099	-232	-28	-14	-16	-1	-4	16
Coût de l'endettement financier net	33	11	13	14	14	12	10	13	15	20	29
Charge d'impôt (exigibles et différés)	-7	1	0	0	-10	3	18	-4	13	16	-11
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier net et impôt	21	98	29	21	22	23	28	66	72	94	-8
Impôts exigibles	0	-5	0	-1	0	-6	-3	0	-7	-7	-1
Variation du BFR lié à l'activité	-6	4	-10	6	-2	8	-7	-2	14	1	-14
Flux nets de trésorerie liés générés par l'activité	15	97	18	26	21	25	18	64	79	88	-22
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	0	0	0	0	0	-1	0	-2	-1	0	0
Produits de cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Acquisitions, cessions d'actions propres	0	0	0	0	-3	-1	0	-29	-1	0	0
Acquisitions d'immobilisations financières	-38	-176	-120	-15	-197	-148	-169	-439	-382	-453	-473
Produits de cessions d'immobilisations financières	139	76	166	48	196	47	84	346	249	235	273
Variation des autres actifs non courants	7	0	-7	0	-3	33	-3	-8	7	0	-11
Flux nets de trésorerie liés aux opérations d'investissement	108	-101	39	32	-7	-70	-88	-132	-128	-218	-212
Dividendes mis en paiement au cours de l'exercice	-18	-38	-28	0	0	-50	-40	-45	-49	-53	-53
Encaissements liés aux nouveaux emprunts		53	51	14	7	1	112	243	107	301	373
Remboursements d'emprunts	-80		-48	-54	0	-52	-1	-110	0	-79	0
Variation des autres passifs financiers non courants	4	-1	-19	-4	-1	163	-1	5	0	0	0
Intérêts financiers nets versés	-33	-11	-13	-14	-14	-12	-10	-13	-15	-19	-28
Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement	-126	2	-57	-59	-8	50	60	79	42	149	291
Variation de la trésorerie nette	-4	-2	1	-1	7	5	-10	11	-6	19	57
Trésorerie en début d'exercice	9	6	4	5	4	11	16	6	17	11	31
Trésorerie en fin de période	6	4	5	4	11	16	6	17	11	31	88

Source : Peugeot Invest

Bilan au 31/12 (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Concessions, brevets, valeurs similaires	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Immeubles de placement	17	17	17	16	16	16	18	18	19	19	22
Terres	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Constructions	1	1	1	0	0	0	0	0	2	2	1
Plantations	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Autres immobilisations	0	0	0	0	1	1	1	2	1	1	1
Droits d'utilisation locatif										4	3
Immobilisations corporelles	33	32	32	32	31	32	34	35	36	41	43
Participations dans les entreprises associées (mises en équivalence)	3 237	3 350	2 033	815	206	286	222	248	258	287	274
Participations non consolidées	762	896	1 002	1 200	2 035	2 686	2 967	3 341	3 172	3 792	4 738
Titres immobilisés de l'activité de portefeuille (TIAP)	169	151	151	164	259	363	485	745	1 133	1 515	1 607
Autres actifs financiers non courants	53	0	10	16	114	206	4	12	6	6	25
Actifs financiers non courants	4 221	4 397	3 195	2 195	2 616	3 540	3 678	4 347	4 568	5 600	6 644
Impôts différés - Actif	14	9	12	22	16	21	3	5	3	4	29
Actifs non courants	4 267	4 439	3 239	2 248	2 663	3 593	3 715	4 386	4 607	5 644	6 716
Stocks	10	10	9	10	10	11	10	10	7	8	9
Impôts courants	0		4	0	1	0	2	4	0		7
Autres créances	1	1	2	1	1	1	2	7	2	3	5
Trésorerie et équivalents de trésorerie	6	4	5	4	11	16	6	17	11	31	88
Actifs courants	16	16	20	15	23	29	20	38	21	41	108
Actifs Totaux	4 283	4 455	3 259	2 264	2 686	3 622	3 736	4 424	4 628	5 685	6 825
Capital apporté	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Primes liées au capital	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158
Réserves	3 447	3 651	3 546	2 708	1 744	2 586	2 737	3 104	3 271	3 874	4 011
RÉSULTAT DE L'EXERCICE (part du Groupe)	258	181	-900	-1 066	308	159	150	222	115	131	134
Total capital et réserves (part du Groupe)	3 889	4 016	2 829	1 825	2 236	2 928	3 070	3 509	3 570	4 189	4 328
Intérêts minoritaires	1	1	1	0	0	-1	-1	0	0	-1	619
TOTAL CAPITAUX PROPRES	3 890	4 017	2 830	1 826	2 236	2 928	3 069	3 509	3 569	4 188	4 947
Passifs financiers non courants	342	389	376	372	376	593	587	817	935	1 340	1 713
Impôts différés - Passif	44	37	40	52	56	85	68	83	98	134	125
Provisions	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Autres dettes non courantes	1	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	387	427	417	424	432	679	656	901	1 034	1 474	1 838
Passifs financiers courants	5	3	10	10	15	5	5	7	12	9	10
Impôts courants		4		0	0	5	0	0	7	2	13
Autres dettes	2	4	3	4	3	6	5	8	6	11	17
TOTAL PASSIFS COURANTS	6	12	12	14	18	15	10	14	25	23	39
Passifs totaux	4 283	4 455	3 259	2 264	2 686	3 622	3 736	4 424	4 628	5 685	6 825

Source : Peugeot Invest

Risque de conflits d'intérêts

Nature	
Contrat de conseil de quelque nature que ce soit	Non
Contrat de recherche	Oui
Prise de participation par Theia Recherche ou l'auteur de l'étude	Non
Relecture par la société	Non
Autre	Non

Disclaimer

Cette publication a été rédigée par Theia Recherche. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. La présente publication ne constitue pas et ne saurait en aucun cas être considérée comme constituant une offre au public, ni comme une sollicitation du public relative à une offre quelle qu'elle soit.

Ce document (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Theia Recherche, ni ses agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant Theia Recherche ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de Theia Recherche à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification.

Il est possible que Theia Recherche ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s). Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par Theia Recherche de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11(3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement)(Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.

De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord de Theia Recherche.



Theia Recherche a été créée en 2021 avec pour objectif de devenir le premier pure player français de la recherche sponsorisée. Notre mission est de fournir aux petites et moyennes valeurs françaises une couverture de recherche utile aux investisseurs

Theia Recherche donne du sens à la cotation des valeurs petites et moyennes grâce à une recherche produite aux plus hauts standards de qualité et d'indépendance. La structure de nos analyses a été réfléchi en partenariat avec des investisseurs spécialistes des valeurs moyennes pour correspondre à leurs besoins.

Être coté en bourse sans être suivi par des analystes financiers revient à supporter toutes les contraintes et les coûts de la cotation sans en tirer aucun avantage. Pour transformer ce coût en valeur, l'information émise par la société doit être analysée, traduite en prévision de flux futurs et retranscrite dans une « equity story » crédible pour les investisseurs.

La recherche sponsorisée est payée par les émetteurs. Elle apporte une solution au financement d'une recherche de qualité pour des sociétés de moins en moins suivies de façon spontanée et de manière de plus en plus irrégulière.

www.theia-recherche.com