

PEUGEOT INVEST

Focus sur le private equity



PI a mis en place une stratégie de construction de portefeuille avec une démarche d'engagements annuels réguliers à partir de 2014 et a constitué alors une équipe dédiée. Ces développements se sont accélérés depuis 2017. Le groupe a beaucoup semé et la valeur des parts des fonds de private equity a quadruplé depuis.

La stratégie de PI est structurée autour d'un nombre limité de partenaires avec qui le groupe cherche à construire des relations suivies. Le groupe investit essentiellement en Europe et aux Etats-Unis dans des fonds Growth et LBO principalement dans les secteurs Tech et Santé.

PI ne communique pas encore sur les performances de ses investissements. Nous avons modélisé les flux d'investissement récents ainsi que les distributions attendues à compter de 2021 sur une période de 8 ans. Nous fondant sur les multiples moyens payés et les niveaux de sortie dégagés en Private Equity sur les dernières années, nous avons calculé les flux d'investissement et les distributions attendues. Nous concluons que le groupe va bénéficier dans les années qui viennent de remboursement supérieurs à ses appels de fonds à la différence des 5 dernières années.

M€	30/06/2021
ANR	5 667
ANR par action	227,4
LTV	16%
Dette Brute	1 013
Capitalisation boursière (12/01/22)	3 224



Table des matières

PI en images	3
Une présence de long terme dont la valeur a quadruplé en 5 ans	5
Des engagements croissants et en accélération depuis 2017	7
Une stratégie tournée vers les fonds Growth et LBO en Europe et aux Etats-Unis	8
Un LP « à valeur ajouté »	11
Grande sélectivité	11
Investissements uniquement en equity	12
Cross-fertilisation : un levier sur les investissements	12
Evolution du marché des fonds de private equity	13
Quelle sensibilité à une baisse des multiples de valorisation ?	15
Cessions, remboursements, distributions : des revenus supplémentaires conséquents	17
Mise à jour de l'ANR : décote de 45%	20
Risque de conflits d'intérêts	25
Disclaimer	25

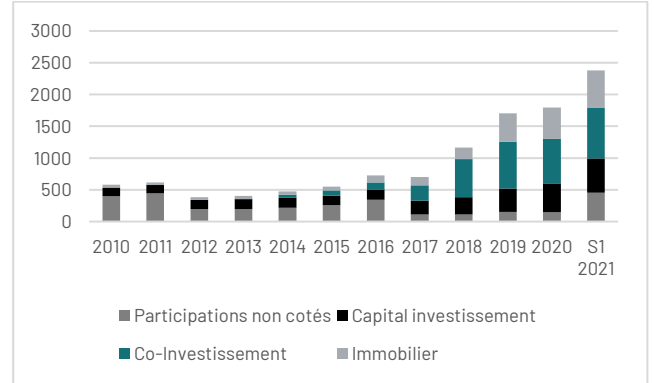


PI en images

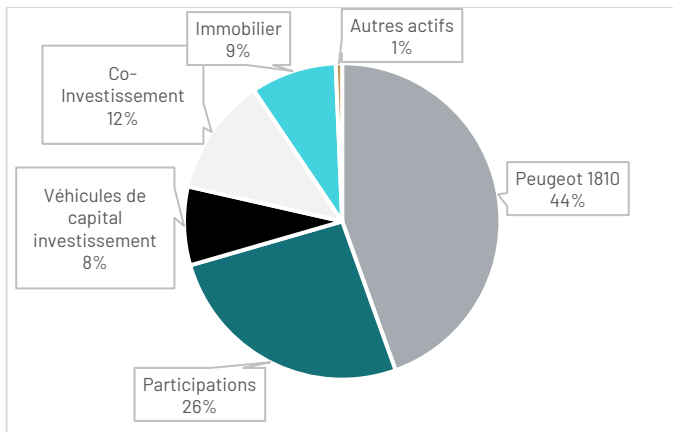
Graphique 1: Cours de PI sur 10 ans



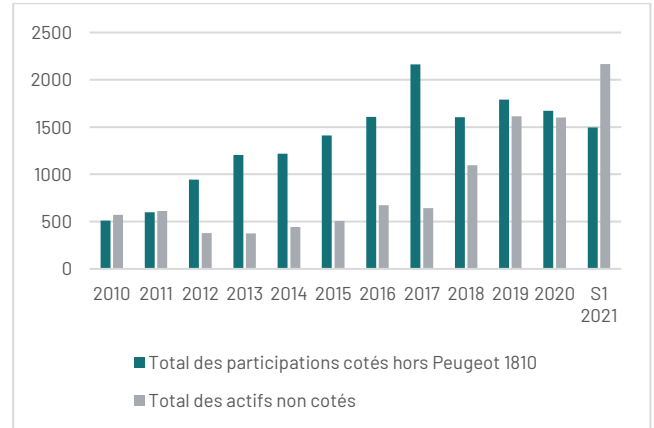
Graphique 4: Evolution des actifs non cotés



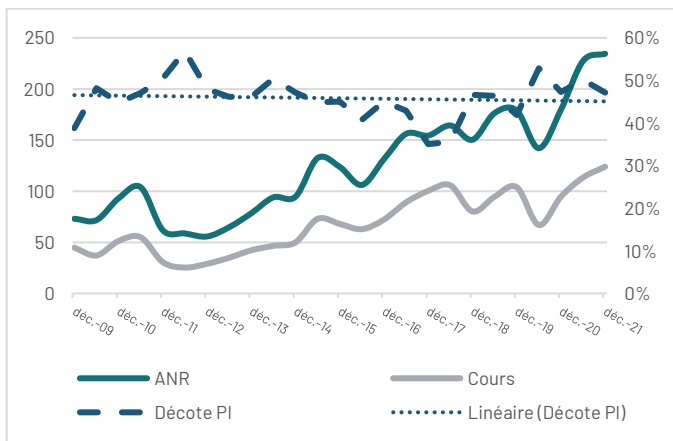
Graphique 2: ABR S1 de PI par type d'actifs



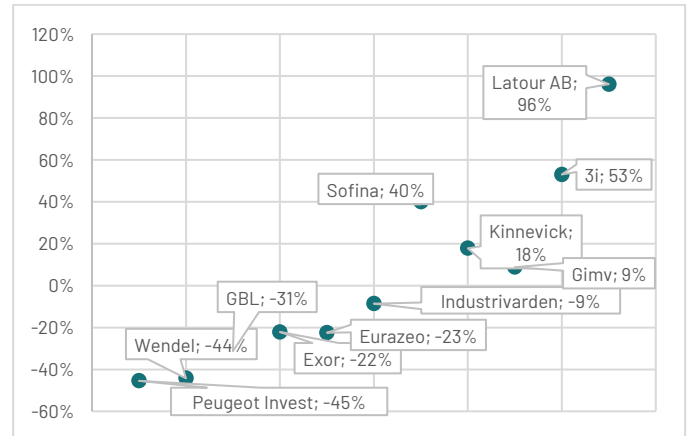
Graphique 5 : Coté vs non coté dans l'ABR Investissements*



Graphique 3: Décote et ANR historiques sur 10 ans



Graphique 6: Décotes/primes des pairs européens*



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

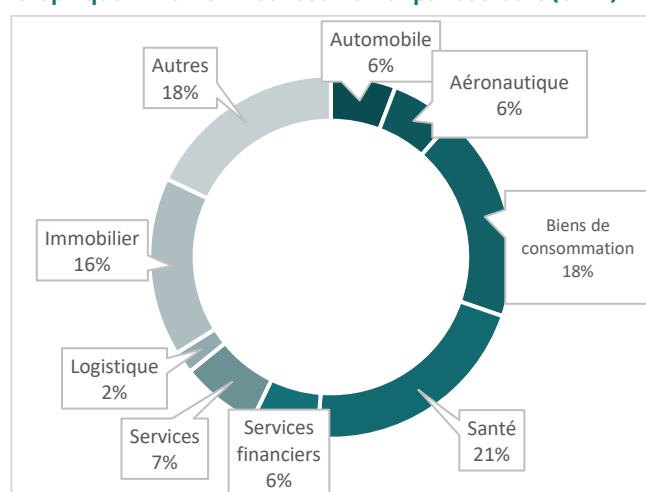
* cours au 31/12/21 rapportés aux derniers ANR publiés

Tableau 1: ANR estimé de Peugeot Invest au 31/12/2021

	Valeur (M€)
Stellantis	3 739
Faurecia	180
Peugeot 1810	2 998
Lisi (total)	293
SEB	305
Safran	44
Orpea	287
CIEL	14
Tikehau Capital	72
Spie	193
Participations cotées	1 208
Participations non cotés	456
Total des participations	1 664
Véhicules de capital investissement	536
JDE	6
KDP	136
Co-investissements non cotés	667
Co-Investissement	809
Immobilières Dassault	88
Actifs Immobiliers non cotés	507
Immobilier	595
Autres actifs et passifs financiers	11
Trésorerie	33
Autres actifs	44
Actif brut réévalué des investissements	3 648
Actif brut réévalué total	6 646
Endettement	-1 013
Actif net réévalué	5 633
Actif net réévalué par action	226,0
Cours de bourse actuel	124,0
Décote	45%

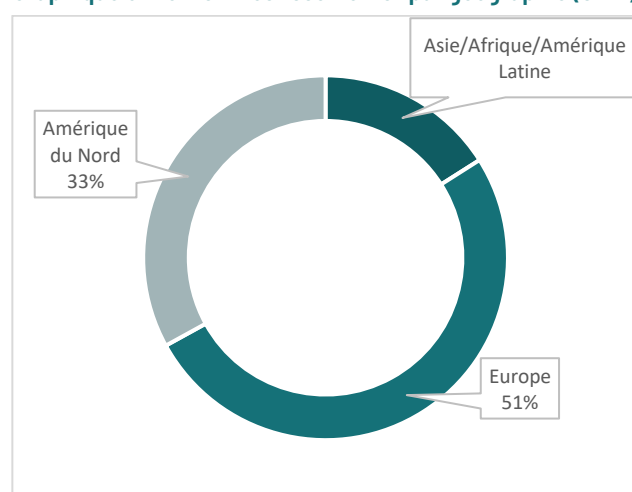
Source : Peugeot Invest, Theia Recherche

Graphique 7: Actifs Investissements* par secteurs (S1 21)



Source : Peugeot Invest *Investissements = hors Peugeot 1810

Graphique 8: Actifs Investissements* par géographie (S121)



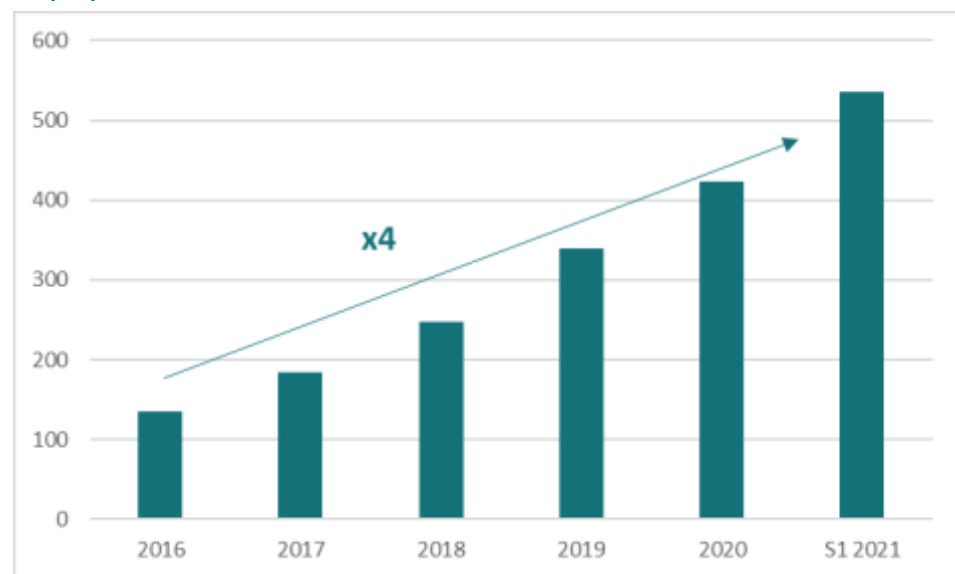
Source : Peugeot Invest *Investissements = hors Peugeot 1810

Une présence de long terme dont la valeur a quadruplé en 5 ans

L'investissement en fonds de private equity représente près du quart des actifs non cotés de Peugeot Invest actuellement. Il constitue un axe de croissance majeur à la fois en Europe et aux Etats-Unis qui connaît une accélération depuis 2017.

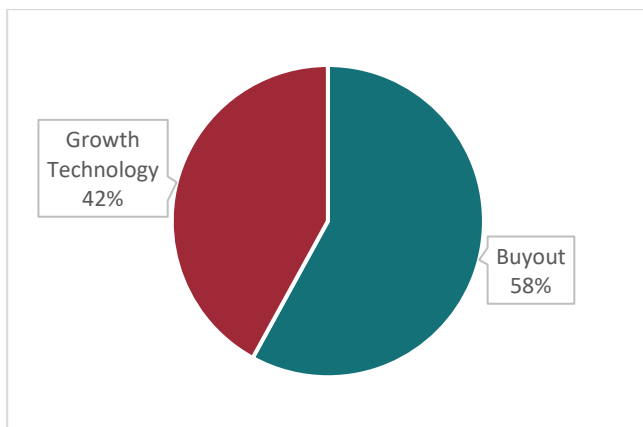
En plus de ses participations de long terme, historiquement constituées d'actifs cotés, le groupe a augmenté, notamment depuis 2017, ses investissements en capital dans deux types d'engagements : les co-investissements et les fonds de private equity. Comme nous l'avons montré dans notre étude "Peugeot Invest : Une célèbre inconnue", le poids du non coté a doublé au cours des 5 dernières années pour atteindre 58% de l'ABR Investissements (i.e. hors Peugeot 1810). La valeur des parts de fonds de capital investissement a quadruplé sur la période mais son poids relatif est resté globalement stable par rapport à l'ABR Investissements non coté. Au S1 2021 il représentait 24% des actifs non cotés du groupe.

Graphique 9: Valorisation des fonds de PE dans l'ANR (M€)



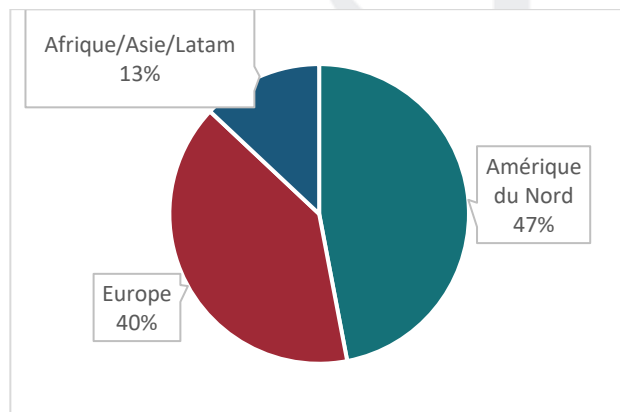
Source : Peugeot Invest

Graphique 10 : Fonds de PE par type de stratégie



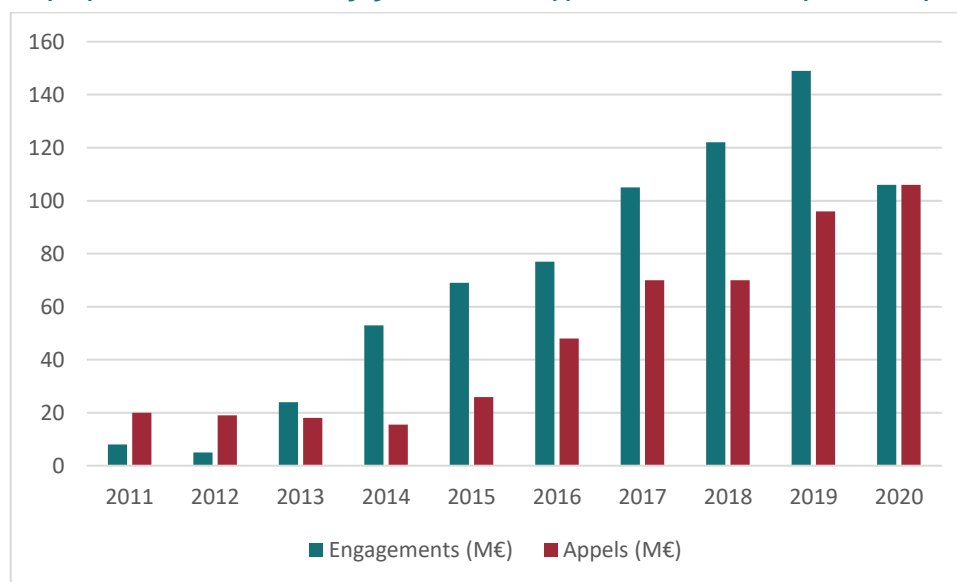
Source : Peugeot Invest

Graphique 11 : Fonds de PE par géographie



Source : Peugeot Invest

Graphique 12: Evolutions des engagements et des appels de fonds de PE depuis 10 ans pour PI



Source : Peugeot Invest ; Note : la baisse de 2020 est liée au Covid, le groupe a indiqué que 2021 renouerait avec la tendance de croissance passée.

La stratégie de PI est structurée autour d'un nombre limité de partenaires (35 General Partners (GP) à date) avec qui le groupe cherche à construire des relations suivies que ce soit en Europe et aux Etats-Unis et plus marginalement en Asie. Les montants alloués ont sensiblement augmenté depuis 2017 passant de 50/80 M€ par an à 100/150 M€ pour aboutir sans doute à près de 200 M€ en 2021. Le nombre de fonds souscrits reste stable autour de 10 par an mais pour des tickets plus importants. Les fonds que le groupe choisit sont en priorité des spécialistes et pas des asset managers de grande taille.

2020 a marqué une baisse ponctuelle des engagements (106 M€ vs 149 M€ en 2019) notamment en raison de la difficulté à procéder aux due diligences poussées in situ et à rencontrer les équipes d'investissement physiquement. Le management a indiqué reprendre le rythme antérieur lors de la présentation du S1 2021.

Des engagements croissants et en accélération depuis 2017

Les montants annuels investis ont été multipliés par 3 en quinze ans d'une part auprès de fonds partenaires de longue date par exemple :

- PAI VI en 2014 pour 20 M€, PAI VII en 2017 pour 20 M€ ou encore Portobello III pour 7 M€ en 2014, puis Portobello IV en 2017 pour, à nouveau, 7 M€. Depuis 1998, PAI a levé 5 fonds de capital-investissement avec un positionnement européen et des transactions comprises entre 300 M€ et 1,5 Md€. Portobello Capital est une structure espagnole spécialisée dans le mid-market depuis 25 ans qui gère plus de 1,5 Md€ investis dans 5 fonds différents.

mais aussi dans d'autres structures telles que :

- le fonds américain Veritas Capital Fund VI dans lequel PI a investi 10 M\$ en 2017, suivi par une autre tranche de 15 M\$ en 2019 dans le fonds Veritas Capital Fund VII. Veritas Capital Fund VI est un fonds de Buy-Out doté de plus de 3,5 Md\$ et centré sur les sociétés mid-market dans les domaines de la technologie via différents secteurs tels que l'aéronautique/défense, la santé, la sécurité nationale, les communications, l'énergie, etc.

- ou encore les fonds de Webster Capital Partners, structure de private equity américaine spécialisée dans le domaine de la santé qui gère près de 2 Md\$. PI a investi 15 M\$ en 2018 dans Webster Capital IV, puis 20 M\$ dans Webster Capital V en 2020.

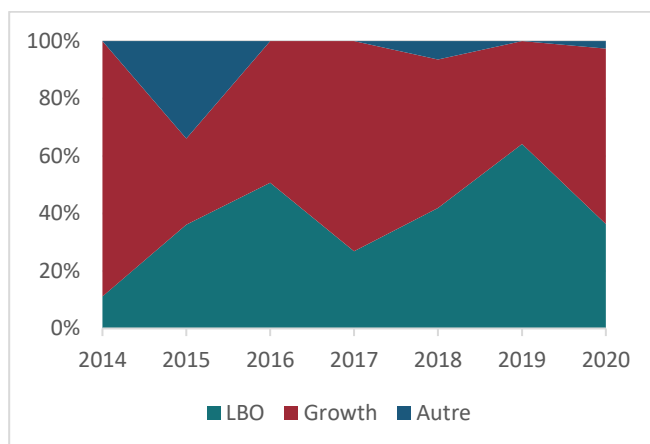
Pour faire face à l'augmentation de ses investissements en fonds de private equity, étudier plus de propositions, analyser et suivre la stratégie et la performance de nouveaux fonds dans la durée, l'équipe de Peugeot Invest a recruté 2 collaborateurs supplémentaires qui devraient arriver au S1 2022, ce qui portera l'effectif de cette équipe à 5 personnes.

Une stratégie tournée vers les fonds Growth et LBO en Europe et aux Etats-Unis

Peugeot Invest déploie une stratégie qui privilégie l'Europe et les Etats-Unis à travers des fonds Growth et LBO pour l'essentiel. Les investissements se concentrent sur les domaines des technologies et de la santé pour la majorité.

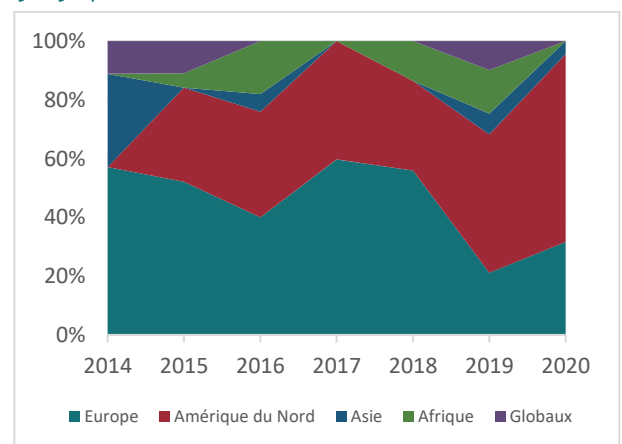
Les graphiques ci-dessous montrent la proportion prédominante des fonds Growth et LBO dans la stratégie d'investissement de Peugeot Invest ces dernières années.

Graphique 13: Evolution des investissements en PE par stratégie



Source : Peugeot Invest

Graphique 14 : Evolution des investissements en PE par géographie



Source : Peugeot Invest

Depuis 2016/17, le groupe a fait plusieurs choix structurants :

- se concentrer sur les seuls segments Growth technologiques (entreprises en forte croissance déjà rentables ou proches de l'être) et LBO (prise de contrôle avec effet de levier sur les segments lower mid-cap et upper mid-cap pour accompagner la transformation d'entreprises à haut potentiel et accélérer leur expansion à l'international).

Sur un total d'engagements de 739 M€ de 2014 au S1 2021, 42% ont été investis dans des fonds dits de croissance et 58% dans des fonds de LBO. Actuellement, le portefeuille de PI semble relativement bien réparti entre ces deux types de fonds (48% Growth Tech, 52% Buy-out).

- privilégier l'Europe et l'Amérique du Nord,

La part de l'Amérique du Nord dans les engagements est progressivement devenue prépondérante (47%). Au-delà d'un choix stratégique et de la sélection de partenaires de confiance sur le long terme avec lesquels PI travaille étroitement, il s'agit à la fois du reflet des

compétences internes des équipes afin d'investir dans les segments où elles ont des expertises fortes et de privilégier les marchés offrant la plus grande maturité dans la sphère de l'investissement privé, gage d'une plus grande liquidité.

PI investit donc prioritairement aux Etats-Unis et en Europe, mais le groupe est aussi présent dans les pays émergents depuis près de 20 ans. En effet, il a investi dans des fonds en Afrique, en Inde, en Chine, au Vietnam, au Brésil pour finalement limiter ses investissements à l'Inde et à la Chine (13% de l'exposition de PI), sur des thématiques de consumer growth ou de santé notamment. Ces deux pays offrent une profondeur d'investissement suffisante sur ces thématiques alors que le groupe a observé que d'autres pays émergents n'offraient pas un marché privé de l'investissement suffisamment mature pour garantir une bonne liquidité.

Au S1 2021, le groupe a alloué 25% de ses engagements en faveur de fonds spécialisés dans les pays émergents. Ce niveau peut sembler élevé mais il ne traduit pas d'inflexion dans la politique d'investissement à ce stade, seulement le faible nombre d'investissements (4) sur la période dont 1 dans les pays émergents.

- exclure, pour le moment, les fonds de Venture.

PI a fait le choix de ne pas investir en venture capital. La rationalisation des valorisations semble beaucoup plus difficile et la liquidité beaucoup plus longue que pour les fonds Growth et LBO. Ces derniers offrent un lien plus clair entre valorisation et performance opérationnelle. Par ailleurs, la performance des fonds est plus homogène et le loss ratio très faible. Ce choix est révélateur, en creux, des critères d'investissement de PI dans le private equity : risque mesuré, exigence de liquidité à moyen terme, actifs sous-jacents à la rentabilité démontrée. Ces critères sont propres à Peugeot Invest et la distinguent d'autres sociétés d'investissements cotées plus appétentes au risque comme Sofina.

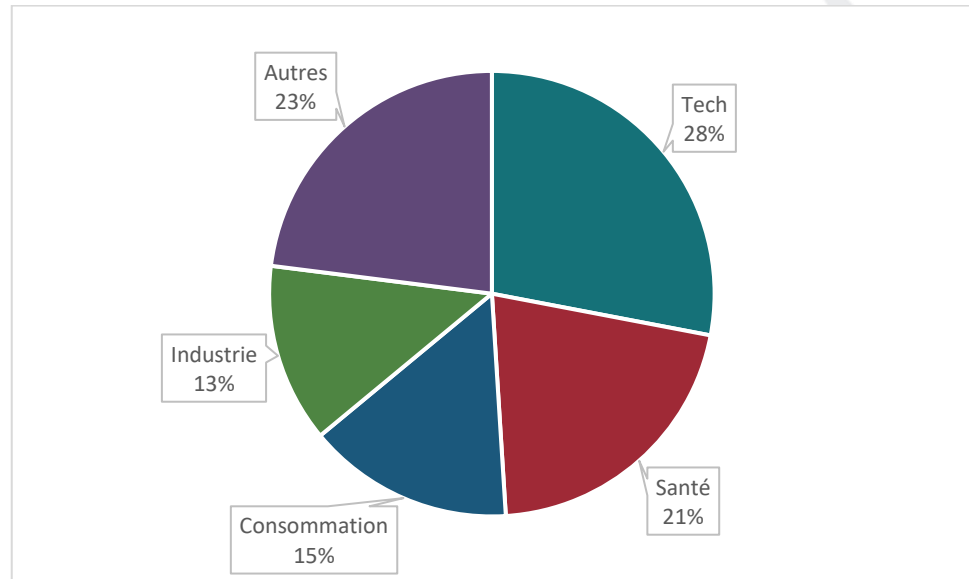
A défaut de venture, le groupe vise des fonds spécialisés qui peuvent identifier des dossiers "primaires". "Primaire" désigne des entreprises dont c'est le premier round de financement externe et qui sont encore détenues par les fondateurs. Ces sociétés peuvent être acquises à des multiples raisonnables (25/35% en dessous des prix de marché) en associant les fondateurs à la croissance permise par les fonds levés pour bénéficier de la revente sur des multiples plus élevés après quelques années de développement.

- prépondérance de la tech et de la santé

Dans la tech, le groupe privilégie les fonds visant le segment des "Growth tech buyout" comme des software BtoB "mission critical" dont les marchés sont bien identifiés et qui ont besoin de capitaux pour accélérer leurs déploiements. D'une manière générale, les entreprises sous-jacentes ciblées sont déjà rentables même si leur profitabilité est obérée par une croissance forte.

Le portefeuille private equity de PI est composé d'environ 700 sociétés avec près de la majorité (49%) investie sur les segments de la Technologie et de la Santé.

Graphique 15: Répartition sectorielle des investissements en fonds de PE



Source : Peugeot Invest



Un LP « à valeur ajouté »

En tant que Limited Partner, PI déploie une stratégie prudente en restant très sélectif vis-à-vis des fonds de private equity. La stratégie s'appuie sur le développement de relations de long terme avec les partenaires choisis et privilégie des investissements en equity.

Grande sélectivité

PI a l'ambition de ne pas être un asset manager passif mais un Limited Partner à valeur ajoutée. En effet, PI a constitué au fil des années un mapping très précis des acteurs du private equity au plan mondial et étudie les performances des fonds sur le long terme, notamment en dialoguant de façon continue avec les équipes qui l'intéressent, leur stratégie et leurs méthodes d'évaluation.

Peugeot Invest construit son portefeuille en sélectionnant les GPs qui lui semblent les meilleurs par zone géographique ou taille de marché en cherchant à construire des relations suivies de partenariat avec eux.

Graphique 16: Ecosystème des GPs partenaires de Peugeot Invest



Source : Peugeot Invest



Investissements uniquement en equity

PI étant avant tout un investisseur en equity est peu exposé aux fonds de dettes privées et est absent du segment des fonds d'infrastructures.

Peugeot Invest détient avec un cercle restreint d'actionnaires familiaux quelques participations dans des fonds à impact qui demeurent limitées en montant : Alter Equity III, Impact Croissance IV en 2015, 2018 et 2020 et Alpha Diamant.

Cross-fertilisation : un levier sur les investissements

La stratégie de partenariat développée par PI permet une grande porosité entre les différentes parties de l'équipe d'investissement de PI et leurs contreparties. Ainsi, chaque classe d'actif de PI bénéficie des compétences et réseaux des autres équipes au sein du groupe, et permet ainsi de développer et fertiliser les investissements. Cette stratégie lui a permis de passer de 1 co-investissement (IHS) il y a 7 ans à plus de 20 aujourd'hui.

Exemple récent d'Asmodee : PAI en PE et PAI en co-investissement

- **En private equity :**

PAI en France est un partenaire de Peugeot Invest en private equity depuis 2014. PI a investi deux fois 20 M€ dans deux fonds LBO de PAI en 2014 et en 2017.

- **En Co-Investissement :**

C'est parce que PAI était une des relations d'affaires de PI en private equity que PI a eu l'occasion de co-investir avec PAI par ailleurs. En effet, PI a investi 22 M€ en 2018 aux côtés de PAI dans Asmodee, éditeur de jeux de société. Créé en 1995, Asmodee est un éditeur et distributeur de jeux de société et de cartes à collectionner. Le groupe est parmi les leaders mondiaux, avec une présence en Europe, en Amérique du Nord et en Chine, et près de 1500 salariés. Asmodee possède un catalogue de 3000 jeux et lance près de 300 nouveaux jeux chaque année. En 2020, Asmodee a généré un chiffre d'affaires pro forma de 740 M€, en croissance de 20 % par rapport à l'année précédente, dont plus de 80% réalisés hors de France. Avec ses 22 studios, Asmodée a vendu en 2020 plus de 39 millions de jeux dans une cinquantaine de pays.

Début décembre 2021, PAI a annoncé la cession d'Asmodee, au groupe de jeux vidéo suédois Embracer pour 3 Md€. Propriétaire de la société depuis trois ans, le fonds d'investissement français l'avait achetée, avec la participation de Peugeot Invest, pour 1,2 Md€ à Eurazeo. PAI n'a pas communiqué sur le multiple et le TRI. Ces derniers dépendent largement du poids de l'endettement dans le financement de l'opération qui n'a pas été publié. La progression de la valeur d'entreprise en seulement 3 ans (x2,5) laisse cependant présager un TRI élevé.

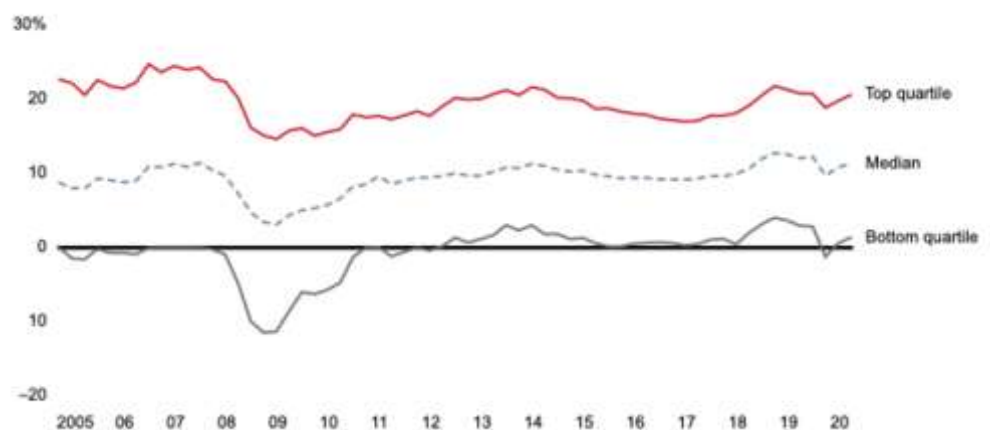
Evolution du marché des fonds de private equity

Le marché des fonds de PE s'est avéré très résilient dans la période difficile récente. Le segment continue d'enregistrer des rendements élevés avec des taux de rentabilité interne de 14% en moyenne sur la période 2000-2020 (Mc Kinsey) et bien supérieurs à ce chiffre dans le secteur des technologies, domaine favorisé par Peugeot Invest.

Le segment du PE a enregistré sur une période récente mais aussi sur une période longue des rendements élevés. Bain Capital, s'appuyant sur des données de CEPRES Market Intelligence, note que pour les buy-out de plus de 50 M\$ (hors immobilier et infrastructures), le multiple de sortie des fonds s'est élevé en moyenne à 2,35x sur la période 2005-2020. L'analyse de McKinsey, reposant sur des données Burgiss, converge et révèle des taux de rentabilité interne de 14% sur la période 2000-2020 (fonds millésimés 2000-2017) pour l'ensemble des segments du private equity. Ce chiffre est corroboré par ceux de Russell Investments sur la période 2003-2018 qui indique pour sa part 12,8% de rendement annuel (versus 9,3% pour l'indice MSCI World).

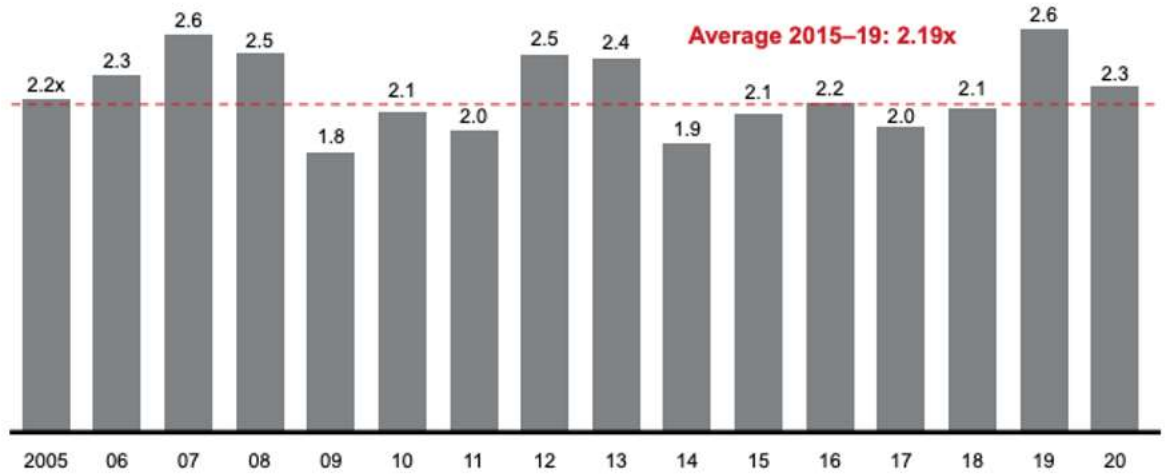
Les graphiques ci-dessous illustrent la résistance du segment pendant la crise sanitaire, les retours récents sur investissement qui se comparent favorablement aux cinq dernières années et l'évolution des performances par secteur.

Graphique 17: TRI sur 10 ans des fonds buyout



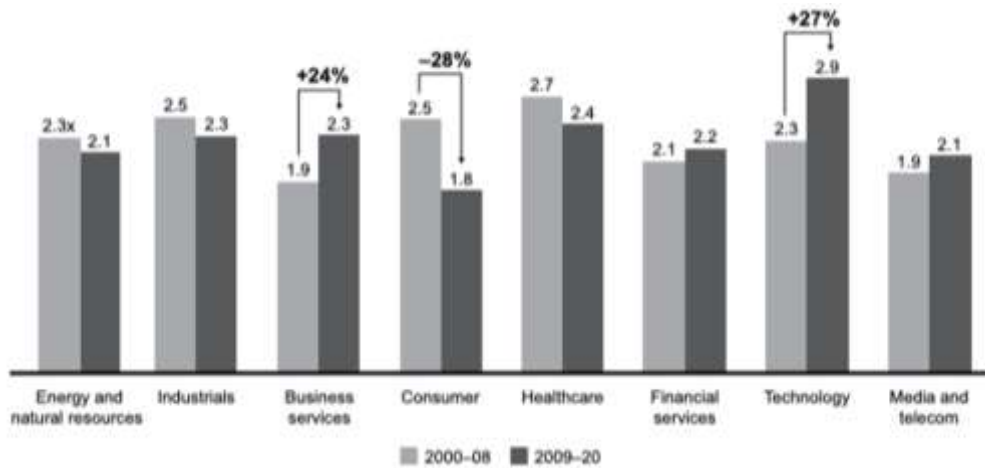
Source : State Street Private Equity Index, State Street Global Markets dans Bain&Company Global 2021 PE report

Graphique 18: Multiples bruts par année de sortie (equity buyout deals >50M\$)



Source CEPRES Market Intelligence dans Bain&Company Global 2021 PE report

Graphique 19: Multiple median par secteur et période d'investissement

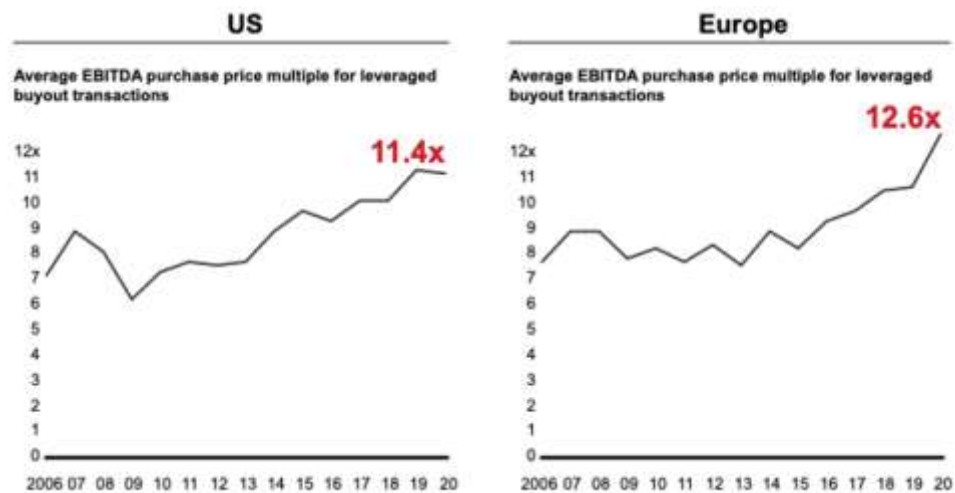


Source CEPRES Market Intelligence via DealEdge dans Bain&Company Global 2021 PE report

Quelle sensibilité à une baisse des multiples de valorisation ?

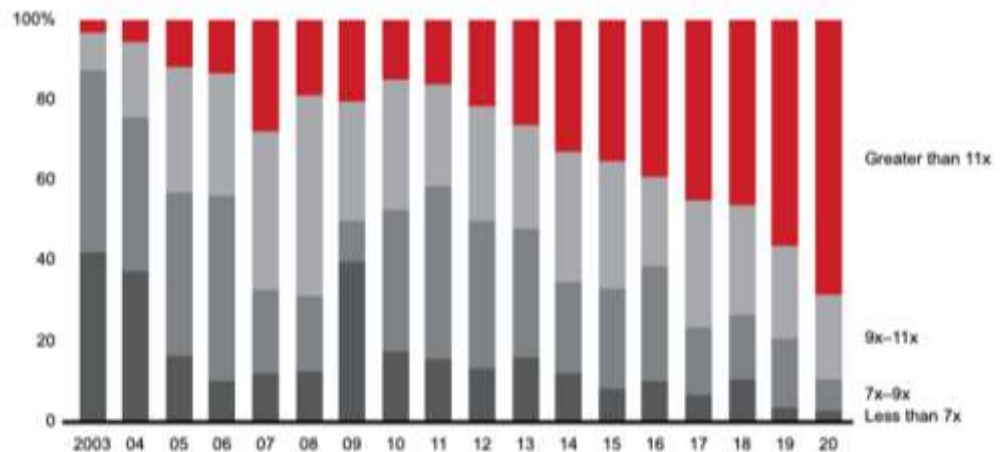
Le secteur du private equity a amplifié le phénomène d'inflation des multiples constatés sur les marchés boursiers ces dernières années en ajoutant aux facteurs de la baisse des taux d'intérêt et de l'abondance des liquidités, la concurrence des fonds pour investir rapidement leur "dry powder".

Graphique 20: Evolution des multiples d'acquisitions par les fonds de PE aux EU et en Europe



Source S&P LCD dans Bain&Company Global 2021 PE report

Graphique 21: EV/EBITDA moyen sur les achats d'entreprise aux Etats-Unis dans le cadre de buyout



Source: Refinitiv LPC dans Bain&Company Global 2021 PE report

Les sorties des fonds se sont faites avec des multiples en progression constante au cours des dix dernières années. Il est possible que ce qui a constitué avec la croissance l'un des deux moteurs de performance du secteur se tarisse, voire s'inverse, sur les dix prochaines années. Tout investisseur est donc confronté à un risque de baisse des multiples de valorisation au moment de la cession des participations x années après leur acquisition.

Peugeot Invest nous a indiqué chercher à gérer ce risque de différentes façons :

- en investissant avec des GPs qui apportent de la valeur aux entreprises rachetées et contribuent ainsi à la création de valeur (accélération de la consolidation, amélioration de la gestion et des marges, focus renforcé sur la génération de cash, savoir-faire sectoriel...)
- en investissant en priorité dans les secteurs et entreprises en croissance forte. L'appréciation attendue de l'actif est avant tout liée à la croissance de son activité et de ses résultats ;
- en sélectionnant des fonds qui privilégient autant que possible les deals primaires n'ayant pas fait l'objet de plusieurs tours chacun marqué par une inflation de multiple.

La plupart des fonds prennent des hypothèses de multiples de sortie sensiblement inférieurs aux multiples d'entrée afin de s'assurer que les retours seront alors toujours satisfaisants.

En développant une grande proximité avec un nombre limité de GP, Peugeot Invest cherche à conserver un niveau élevé d'expertise qui lui permet de gérer son risque par une bonne connaissance des sous-jacents.



Cessions, remboursements, distributions : des revenus supplémentaires conséquents

La stratégie d'investissement de PI dans les fonds de private equity devrait entrer en phase de récolte à partir de 2022 mais surtout en 2023 et 2024. Le groupe devrait, selon nous, communiquer de plus en plus sur cet axe de développement. A cet horizon, nous estimons que Peugeot Invest bénéficiera de niveaux de distribution bien supérieurs à ceux constatés au cours des dix dernières années.

Le groupe a un long historique d'investissement en private equity. L'accélération de cette stratégie depuis 6 ans est cependant récente au regard de la durée de rotation du capital habituellement observée pour ce type d'actifs. Il faut en effet attendre habituellement 8 à 10 ans pour juger définitivement de la performance d'un fonds. Le manque de recul et l'absence de communication systématique par le groupe des performances passées, ne nous permettent pas de comparer celles-ci à celles des benchmarks publics.

Le groupe ne détaille pas les distributions fonds par fonds mais mentionne toutefois un niveau de sortie supérieur à 3,3x brut pour celles réalisées au cours du S1 2021.

Nous présentons ci-après un tableau (n°4) de sensibilité des remboursements futurs en fonction des multiples de sortie en prenant l'hypothèse théorique d'un remboursement complet au bout de 8 ans. Cette durée prend en compte l'accélération des déploiements ainsi que le raccourcissement des périodes de détention observées récemment.

A titre de référence, rappelons que le multiple moyen de la période 2015-2019 rapporté par Bain était de 2,19x. Si l'on cherche à affiner la comparaison en pondérant les multiples des secteurs en fonction de leur poids dans les investissements, le multiple moyen observé était de 2,4x. Ces multiples sont à utiliser uniquement à titre de comparaison et ne présument pas des performances qui seront dégagées par les fonds dans lesquels Peugeot Invest a investi.

Tableau 2: Multiples de sortie par secteur appliqués au portefeuille de PI

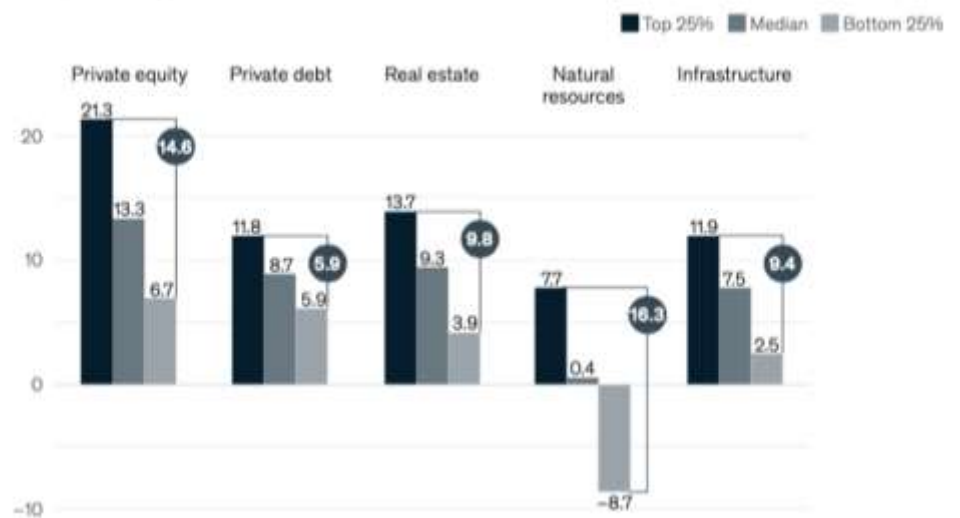
Secteur	Poids dans les actifs PE de PI	Multiples moyens 2009-2020 funds*
Tech	28%	2,9
Santé	21%	2,4
Consommation	15%	1,8
Industrie	13%	2,3
Autres	23%	2,2
Multiple pondéré	100%	2,4

*cf graphique 19 ; Sources : Peugeot Invest, Bain analysis, Theia Recherche

Un autre élément de comparaison, dans le graphique ci-dessous, sur une période légèrement antérieure et reprenant les TRI de l'ensemble des types de fonds privés, fait apparaître, selon notre retranscription des TRI en multiples, un multiple médian du private equity sensiblement supérieur à 3,5x ainsi qu'un écart type important entre les meilleurs fonds (6,9x) et les plus mauvais (1,9x).

D'une manière générale, il faut souligner que les éléments de performance publics d'un marché par nature privé sont à prendre avec prudence. Il s'agit souvent de TRI bruts dont il faut retrancher près de 20% pour arriver au net.

Graphique 22: TRI median par type d'actif pour les fonds de 2007 à 2017



Source : Burgiss dans McKinsey Gglobal Private Markets Review 2021

Tableau 3: TRI et multiples implicites médians des fonds de PE des années 2007 à 2017

	TRI médian net fonds 2007-17	Multiples Implicites médians (x)
Bottom 25%	6,7%	1,9
Median	13,3%	3,5
Top 25%	21,3%	6,9

Source : Burgiss dans McKinsey Gglobal Private Markets Review 2021, Multiples Implicites Theia Recherche

L'ensemble de ces éléments nous conduit à retenir un tableau de sensibilité dont les bornes vont de 1,5x à 4x sur une période d'investissement de 8 ans. Même si le groupe communique sur un niveau de sortie actuel supérieur à 3x, nous avons choisi ces bornes afin de visualiser le niveau vraisemblable des remboursements sur les prochaines années.

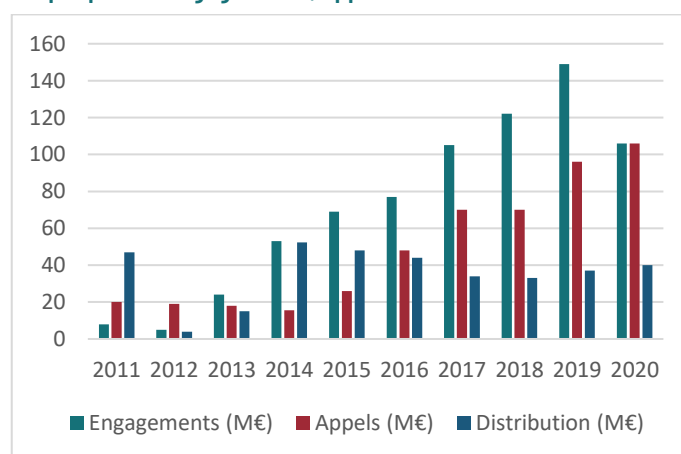
Tableau 4: Tableau de sensibilité des remboursements futurs

Année d'appel	Appels (M€)	Année de distribution (n+8)	Multiple (x)					
			1,5	2	2,5	3	3,5	4
2013	18	2021e	27	36	45	54	63	72
2014	15,5	2022e	23	31	39	47	54	62
2015	25,9	2023e	39	52	65	78	91	104
2016	48	2024e	72	96	120	144	168	192
2017	70	2025e	105	140	175	210	245	280
2018	70	2026e	105	140	175	210	245	280
2019	96	2027e	144	192	240	288	336	384
2020	106	2028e	159	212	265	318	371	424

Source : Theia Recherche

Ce tableau est purement théorique, notamment car les distributions s'étalent en réalité dans le temps, il met cependant en évidence qu'à partir de 2022 et surtout 2023 et 2024, même en retenant des multiples en bas de fourchette, Peugeot Invest bénéficiera de niveaux de distribution bien supérieurs à ceux constatés au cours des dix dernières années comme en témoigne le graphique 23. Le groupe est bien au début d'une phase de récolte où les remboursements devraient dépasser les appels de fonds même si ces derniers continuent de progresser.

Graphique 23: Engagements, appels de fonds et remboursements du PE depuis 10 ans pour PI



Source : Peugeot Invest

Mise à jour de l'ANR : décote de 45%

Sur la seule évolution des cours de bourse des participations cotées de Peugeot Invest depuis la publication de son ANR au 30/06/2021, l'ANR par action apparaît stable (-0,6%). Le cours de l'action a lui gagné 9,3% sur la période (après 19,9% au S1) permettant une réduction de la décote à 45% ce qui reste un niveau historiquement élevé.

Parmi les participations cotées, la résistance de Stellantis, malgré la crise persistante des approvisionnements du secteur automobile, ainsi que le rebond de Spie ont permis de compenser les parcours boursiers difficiles de Seb, Orpea et Tikehau sur la deuxième partie de l'année.

Le groupe n'a pas encore communiqué sur le détail des cessions intervenues sur la deuxième partie de l'année pas plus que sur les appels de fonds. Il ne nous est donc pas possible à ce stade d'affiner cet ANR intermédiaire.

A notre connaissance, les éléments les plus significatifs sur la période ont concerné deux co-investissements :

- la cotation d'IHS : le groupe y a co-investi 78M\$ au côté de Wendel en 2013 et 2014 soit, selon nous, entre 1 et 2% du capital. Logée dans les co-investissements non cotés, la ligne devrait être revalorisée. Vu le parcours boursier décevant depuis son IPO en octobre dernier, il n'est pas certain que cette opération fasse apparaître une plus value au 31/12/21.
- la cession d'Asmodée : le groupe y a co-investi 22M€ en 2018 et 2019 au côté de PAI. Comme vu plus haut le multiple de sortie n'est pas connu mais la VE a été multipliée par 2,5x.

Par ailleurs, le groupe avait indiqué lors de la publication de son ANR au 30/06 que plusieurs nouveaux engagements étaient prévus pour la deuxième partie de l'année.

Tableau 5: ANR estimé en tenant compte des cours des actifs cotés au 31/12/2021 et des valeurs au 30/06/21 pour les autres éléments

	Ticker	Cours (ML)	Valeur (M€)	30/06/2021	% evol° cours S2 21
Stellantis	STLA-IT	16,686	3 739	3 709	0,8%
Faurecia	EO-FR	41,83	180	178	1,1%
Peugeot 1810			2 998	2 974	
Lisi (total)	FII-FR	28,35	293	285	2,9%
SEB	SK-FR	136,9	305	339	-10,2%
Safran	SAF-FR	107,66	44	48	-7,9%
Orpea	ORP-FR	88,1	287	350	-17,9%
CIEL	CIEL-MAU	6,16	14	12	20,8%
Tikehau Capital	TKO-FR	23,25	72	83	-12,9%
Spie	SPIE-FR	22,72	193	165	17,1%
Participations cotées			1 208	1 281	
Participations non cotés			456	456	
Total des participations			1 664	1 737	
Véhicules de capital investissement			536	536	
JDE			6	130	
KDP	KDP-US	36,86	136	6	
Co-investissements non cotés			667	667	
Co-Investissement			809	803	
Immobilières Dassault	IMDA-FR	66	88	79	
Actifs Immobiliers non cotés			507	507	
Immobilier			595	586	
Autres actifs et passifs financiers			11	11	
Trésorerie			33	33	
Autres actifs			44	44	
Actif brut réévalué des investissements			3 648	3 706	
Actif brut réévalué total			6 646	6 680	
Endettement			-1 013	-1 013	
Actif net réévalué			5 633	5 667	
Actif net réévalué par action			226,0	227,4	-0,6%
Cours de bourse actuel	PEUG-FR		124,0	113,4	9,3%
Décote			45%	50%	

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	Oui
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 réfléchiée 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.