

PEUGEOT INVEST

2021, année record

L'ANR de PI a progressé de 32,2% en 2021. Tous les types d'investissement y ont contribué, la palme revenant à Stellantis. Les investissements ont atteint le niveau élevé de 726M€, exclusivement en actifs non cotés qui représentent 62% de l'ABR Investissements. Désinvestissements et dividendes reçus ont permis de couvrir l'essentiel des besoins de financement.

Stellantis a publié de très bons résultats confirmant le succès de la fusion. Carlos Tavares a présenté son plan à 9 ans visant à transformer le groupe en une « sustainable mobility tech company », structuré pour « tous les temps » dont le point mort soit suffisamment bas pour affronter toutes les situations. Il vise un doublement des revenus à 300Md€ avec une marge à deux chiffres.

Notre scénario central de valorisation tient compte 1/ de la forte montée des incertitudes nées de l'invasion russe en Ukraine qui nous amènent à appliquer une décote de 50% sur les objectifs de cours du consensus pour les participations cotées. 2/ Dans le cas particulier d'Orpéa, nous retenons le cours de bourse actuel. Au-delà de la crise de réputation, la rentabilité du modèle d'affaires restera, selon nous, questionnée pendant longtemps. Hors ces éléments, le scénario central que nous retenons se fonde sur un TRI annuel de 15% pour les actifs non cotés. Il aboutit à un ANR potentiel de 263€ par action soit un upside de 26%. L'application d'une décote de 30% au lieu de 45% actuellement dégagerait un upside substantiel sur le cours de bourse.

M€	31/12/2021
ANR	5 857
ANR par action (€)	235
LTV (%)	17%
Dette Brute	1 198
Capitalisation boursière (22/03/22)	2 856



Table des matières

PI en images	3
Une année marquée par la forte appréciation des actifs	5
Un ANR dynamisé par tous les types d'investissements	5
Focus sur Stellantis et Orpéa	8
Stellantis : cap sur 2030	8
Orpéa : plus de réglementations et de contrôles attendus	11
Mise à jour de nos 3 scénarii	14
Scénario central : prise en compte par le marché des mutations menées par PI	16
Scénario conservateur : le statu quo	17
Scénario optimiste : changement profond de perception	18
Risque de conflits d'intérêts	22
Disclaimer	22

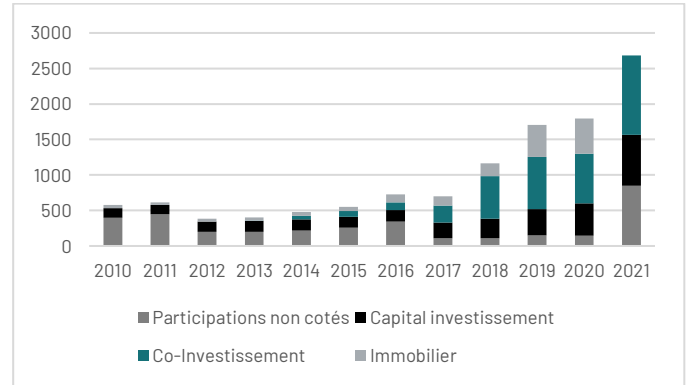


PI en images

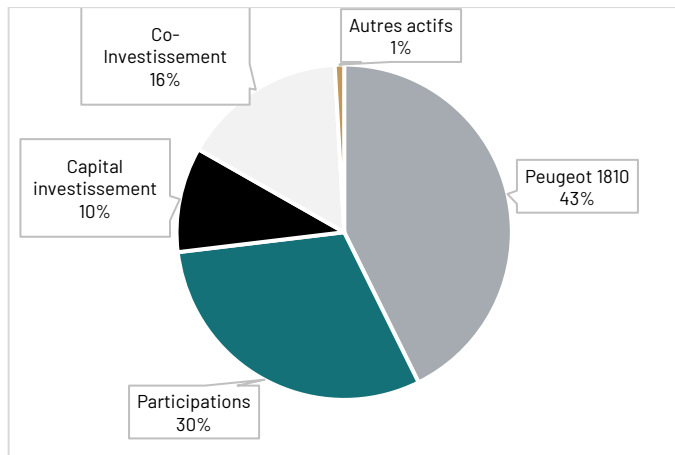
Graphique 1: Cours de PI sur 10 ans



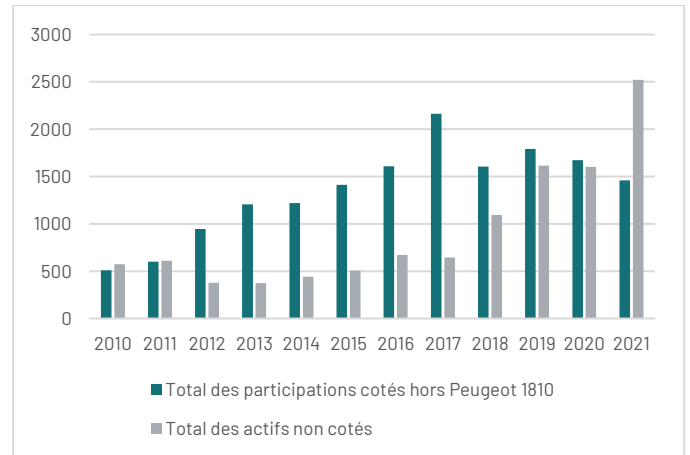
Graphique 4: Evolution des actifs non cotés



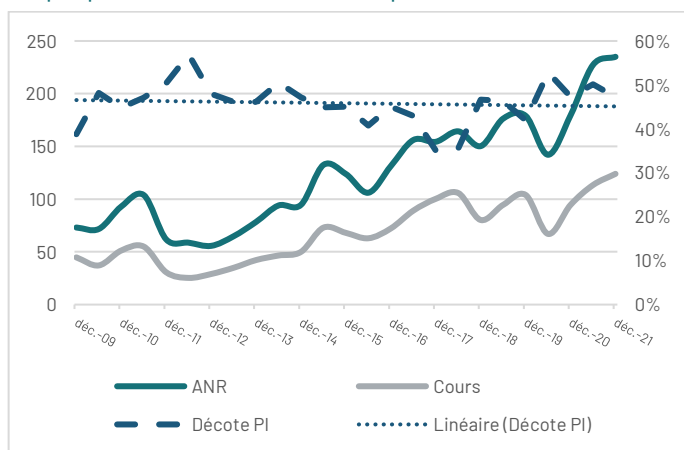
Graphique 2: ABR 2021 de PI par type d'actifs



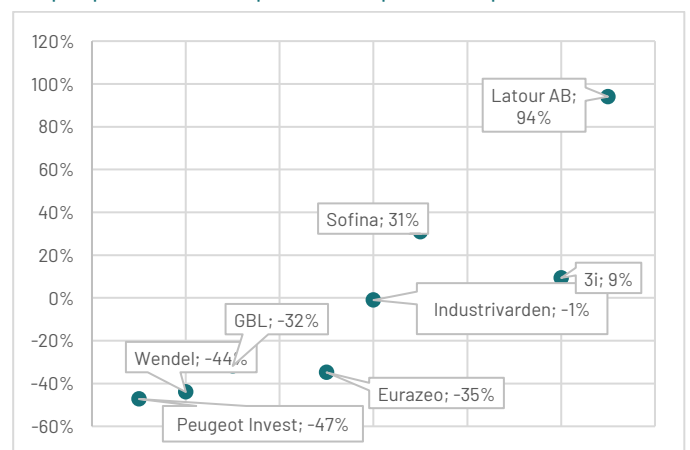
Graphique 5 : Coté vs non coté dans l'ABR Investissements*



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

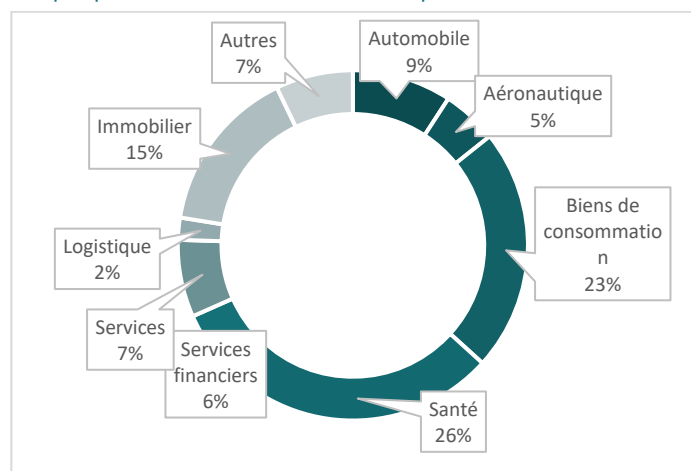
* cours au 31/12/21 rapportés aux ANR 2021 publiés

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

	31/12/2021	Valeur (M€)
	Stellantis	3 740
	Faurecia	196
Peugeot 1810 (76,5%) - A		3 011
	Lisi (total)	293
	SEB	304
	Safran	44
	Orpea	287
	CIEL	14
	Tikehau Capital	72
	Spie	193
	Immobilières Dassault	88
Participations cotées - B		1 296
Participations non cotés - C		850
Total des participations D = B+C		2 146
Véhicules de capital investissement - E		715
	JDE Peet's	6
	Keuring Dr Pepper	143
	Krispy Kreme	14
	Co-investissements non cotés	956
Co-Investissement - F		1 119
	Autres actifs et passifs financiers	13
	Trésorerie	51
Autres actifs - J		64
Actif brut réévalué des investissements D+E+F+J		4 044
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J		7 055
Endettement		-1 198
Actif net réévalué		5 857
Actif net réévalué par action		235,0
Cours de bourse au 31/12/21		124,0
Décote		47%

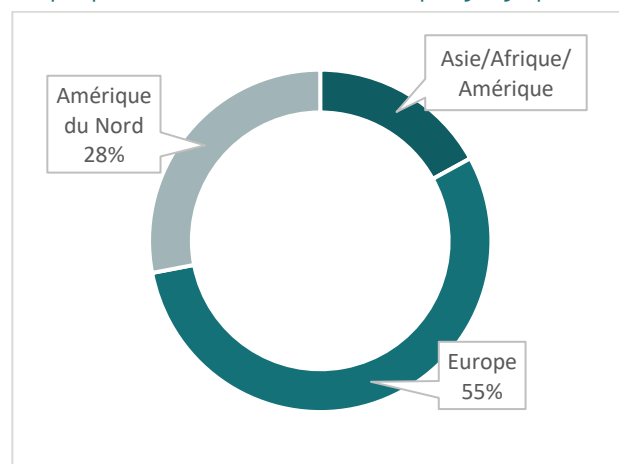
Source : Peugeot Invest, Theia Recherche

Graphique 7: Actifs Investissements* par secteurs (2021)



Source : Peugeot Invest *Investissements = hors Peugeot 1810

Graphique 8: Actifs Investissements* par géographie



Source : Peugeot Invest *Investissements = hors Peugeot 1810

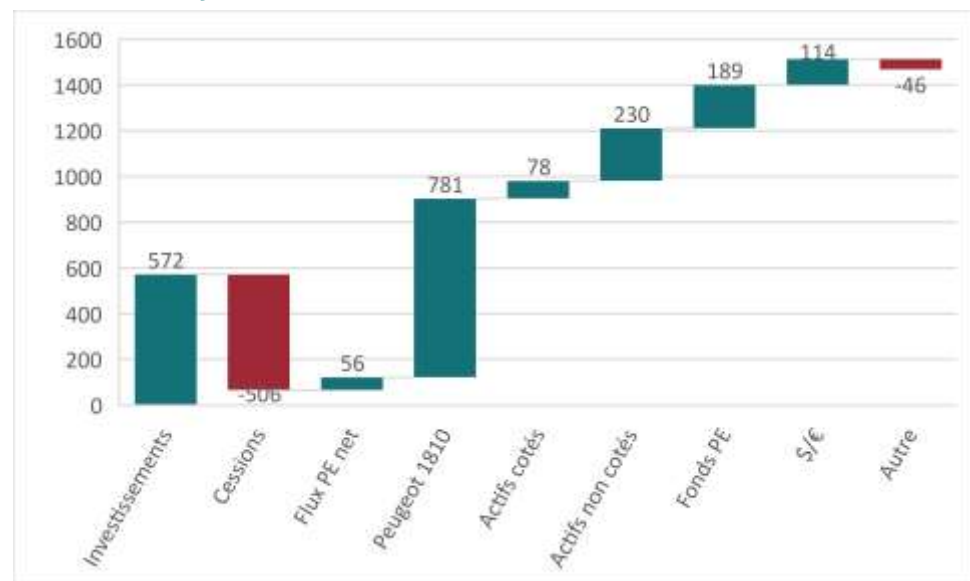


Une année marquée par la forte appréciation des actifs

L'ANR a progressé de 32,2% en 2022. Toutes les types d'investissement du groupe y ont contribué même si la part du lion revient à l'appréciation de Stellantis. Ce fut aussi une année d'investissements à un niveau élevé (726M€), exclusivement en actifs non cotés dont la proportion atteint 62% de l'ABR Investissements (vs. 48% en 2020). Désinvestissements et dividendes reçus ont permis de couvrir l'essentiel des besoins de financement ce qui a contenu le LTV à 17% (20% en 2020).

Un ANR dynamisé par tous les types d'investissements

Graphique 9: Bridge ABR 2021



Source : Peugeot Invest

Participations cotées : 58% de la hausse de l'ABR

En 2021, Peugeot Invest a bénéficié à plein du succès de son principal actif en 2021. Peugeot 1810 dont 95% de la valeur est constituée de Stellantis a en effet contribué à 53% de la progression de l'ABR : en raison de son importance pour le groupe nous détaillons l'actualité et la stratégie de Stellantis plus loin dans ce document.

Les autres participations cotées ont eu une contribution positive mais modeste (5%) et plus contrastée. L'une des baisses de l'exercice concerne Orpéa. En raison du scandale qui frappe cette société nous avons développé ce sujet dans une partie dédiée.

Notons que si la contribution des actifs cotés est cruciale c'est néanmoins à un niveau inférieur à leur poids dans l'ABR total qui était de 70% début 2020 et 63% fin 2021.

Ensemble des actifs non cotés : 29% de la hausse de l'ABR

Cette contribution est similaire au poids de ces actifs dans l'ABR total mais une analyse plus fine montre que la composante fonds de Private Equity contribue dans une proportion bien supérieure à son poids dans les actifs. Nous n'y voyons pas de différence de performance intrinsèque mais sans doute le reflet d'une maturité plus grande du portefeuille de fonds de PE.

Participations et co-investissements non cotés ont contribué à 16% de la progression de l'ABR contre environ 20% de leur importance dans l'ABR.

Véhicules de capital investissement : alors que les parts de fonds de capital investissement ne représentaient que 455M€ dans l'ABR fin 2020 (soit 8%), elles ont contribué à 13% de la progression de l'ABR en 2021. La stratégie suivie depuis plusieurs années de se positionner sur des fonds de LBO et de croissance confirme ici sa pertinence. Pour plus de détail, nous renvoyons à l'étude que nous avons publié sur ce sujet en janvier 2022 ([télécharger l'étude](#)).

Une année d'investissements significatifs

Les investissements importants (765M€) opérés cette année ont renforcé le poids du non coté dans le portefeuille du groupe : il représente désormais 62% de l'ABR Investissements (vs 48% en 2020) et 36% de l'ABR total (vs 29%). La cession du solde de Safran (380M€ pour un TRI de 13,7% depuis 2018) ainsi que la sortie d'IDI (27,2M€ avec un multiple de 2,3x) ont accentué ce mouvement alors que tous les nouveaux investissements ont été réalisés en non coté.

Rappelons que coté vs. non coté n'est pas un choix explicite du groupe qui met toujours en avant la question des opportunités dans les thématiques d'investissement qu'il a choisies. Pour un investisseur extérieur c'est cependant un indicateur pertinent car il s'agit de sous-jacents qui ne seraient pas accessibles directement. Nous avons souligné la tendance de long terme au développement de cette particularité du portefeuille de Peugeot Invest dans notre étude d'initiation en octobre 2021 ([télécharger l'étude d'initiation](#)).

Les participations (i.e. sociétés dans lesquelles le groupe, même si il est minoritaire, peut exercer une influence et détient une représentation au conseil) se sont enrichies d'International SOS pour 306M\$ et de Signa (immobilier premium dans la zone germanique) pour 75M€.

Les co-investissements (i.e. sans influence dans la gouvernance) ont été très nombreux sur des secteurs variés pour un total de 230M€ : depuis la santé avec ArchiMed pour 105M€ à travers plusieurs sociétés, la logistique frigorifique avec Lineage pour 25M\$ supplémentaires ou encore l'immobilier US avec ELV pour 10M\$ additionnels.

En termes de cessions, PEUG a bénéficié de sorties d'ELV pour 69,3M\$ avec des TRI entre 8% et 31% et également de la vente par PAI d'Asmodee permettant de dégager un multiple de 2,7x en seulement 3 ans (circa 60M€).

Les véhicules d'investissement (i.e. parts de fonds de PE) ont eux-aussi connu une année record que ce soit en termes d'engagements (204M€), d'appels (149M€) ou de distribution (94M€). Lors du webcast de présentation des résultats, le management a indiqué souhaiter maintenir le niveau d'engagement autour de 200M€ sur les prochaines années. Ces

engagements ont été réalisés avec une quinzaine de fonds pour des montants compris entre 10M et 25M€ principalement en « LBO » (104M€), en « growth » et en « growth tech » en Europe et aux Etats-Unis en cohérence avec la stratégie du groupe depuis des années.

Un bilan solide

De fin 2020 à fin 2021, la dette brute a augmenté de 87M€ à 1 198M€ grâce à l'équilibrage des investissements par les cessions mais aussi le retour des dividendes des participations. Si les cessions sont peu prévisibles, les dividendes le sont plus et ceux de Stellantis devraient continuer d'augmenter cette source de financement en 2022.

Le ratio LTV s'établit à 17% fin 2021 vs 20% fin 2020. En période de volatilité des valorisation ce ratio perd de sa pertinence. A 46%, le gearing envoie le même message et reste très en deçà des covenants (100%).

Dividende en hausse de 13%

Conformément à sa politique de faire progresser régulièrement le dividende, le groupe a pris la décision de distribuer un dividende de 66M€, soit une hausse de 13%. 2,65€ par action correspond à un rendement de 2,3% à la clôture du 22 mars 2022.



Focus sur Stellantis et Orpéa

Stellantis, 41% de l'ABR du groupe, a publié des résultats 2021 confirmant la réussite de la fusion et communiqué un ambitieux plan stratégique. Orpéa, 4,1% de l'ABR du groupe, s'est effondré en bourse, en 2022, à la suite de la publication d'un livre mettant en cause son éthique au point de questionner l'avenir de son modèle d'affaires.

Stellantis : cap sur 2030

Données sur l'investissement

La famille Peugeot est à l'origine du groupe automobile PSA. Peugeot Invest a notamment participé aux augmentations de capital en 2012 et 2014 et a activement participé aux négociations menant à la réalisation de la fusion avec FCA en 2021.

Détention : 76,5% de Peugeot 1810 qui détient 7,2% du capital Valeur au 31/12/2021 : 2 861M€

Montant investi : Apport de 14,4% du capital de PSA

Représentant de PI : Robert Peugeot

Vice-président du CA - membre du Comité de rémunération

Une premier exercice réussi, annonceur de dividendes en forte hausse

Le 1^{er} actif de Peugeot Invest a publié de très bons résultats pour 2021 confirmant le succès à la fois rapide et efficace de la fusion. Malgré la pénurie de composants, le groupe a fait croître ses ventes sur tous les continents pour atteindre un CA total de 152Md€ en hausse de 14% et un ROP courant quasi doublé à 18Md€ soit une marge de 11,8%. Ces bons résultats opérationnels étaient globalement attendus par le consensus des analystes.

Le groupe a annoncé la réalisation des 5Md€ de synergies avec un an d'avance en 2024 (3,2Md€ en 2021).

La forte génération de cash flow et la solidité de son bilan (62,7Md€ de liquidités disponibles) ont permis au groupe d'annoncer un dividende de 3,2Md€ soit 1,04€ par action. Ce niveau est supérieur au dividende de 0,89€ attendu par le consensus au moment de la publication de notre étude d'initiation. Cela implique que Peugeot Invest devrait recevoir un montant brut de 178M€ en 2022 au titre de sa participation vs. 54M€ en 2021.

Plan stratégique à long terme : « Dare forward 2030 » (Oser aller de l'avant)

Carlos Tavares a présenté le 1^{er} mars le plan à 9 ans de Stellantis visant à transformer le groupe en une « sustainable mobility tech company ». Il a plusieurs fois insisté dans sa présentation sur la nécessité de construire un groupe pour « tous les temps » dont le point mort soit suffisamment bas (<50% des volumes) pour affronter toutes les situations. Cette préoccupation trouvera un écho favorable auprès des investisseurs en général, et de Peugeot Invest en particulier, qui gardent un très mauvais souvenir de la crise de 2012.

4 objectifs principaux sont visés pour 2030 :

- Baisse de 50% de l’empreinte carbone par rapport à 2021 (scope 1&2 -75% en émissions absolues / scope 3 -50% en intensité d’émission) et ambition d’atteindre le net zéro en 2038. Ces objectifs sont conditionnés à la mise en œuvre des politiques publiques nécessaires en termes d’énergies renouvelables et d’infrastructures électriques.
- Un mix de vente massivement électrifié : 100% des ventes en Europe et 50% aux Etats-Unis. En appui de ces objectifs, le groupe a relevé fortement la capacité de production des « Gigafactories » annoncée lors de la présentation de la stratégie électrique de 260GWh à 400GWh.
- Être n°1 de l’expérience client. Nous comprenons que cet objectif passe à la fois par les investissements en intelligence artificielle et en software et par l’ensemble des services possibles depuis la vente en ligne, les solutions de mobilités partagées ou de reconditionnement des véhicules d’occasion.
- Doublement des revenus à 300Md€ avec une marge à deux chiffres. Carlos Tavares, en réponse aux questions des analystes, a précisé que le mix et les nouveaux services joueraient un rôle important dans l’atteinte de cet objectif qui ne devait pas trop dépendre des volumes, par nature assez volatils dans cette industrie. Insistant sur son expérience des crises dans le secteur, il a indiqué avoir construit ces objectifs avec une grande prudence, notamment en n’extrapolant pas les effets du mix sur l’objectif de marge (proche du niveau actuel).

Le plan est décomposé en 3 périodes : les KPI de la première, jusqu’en 2024, sont présentés comme des engagements, ceux de la seconde jusqu’en 2027 comme des objectifs et ceux des 3 dernières années, jusqu’en 2030, comme des directions.

Tableau 2: Les KPI financiers de "Dare forward 2030"

Md€	2021	2024e	2027e	2030e
CA	152	c200	c250	c300
Marge opérationnelle ajustée	11,80%	>10%	>10%	>12%
FCF Industriel	6,1	>6	>12	>20
Capex & R&D (% du CA)	8,60%	c8%	c8%	c8%

Source : Stellantis



Tableau 3: Décomposition des ventes projetées à 2030

	2021	2030
Sales (bn€)	152	300
Hybrid & ICE	81%	26%
BEV	3%	52%
Software	0%	7%
Current Services	10%	7%
New Services	2%	6%
Other	4%	2%

Source : Stellantis

Quel impact sur l'appréciation de Stellantis par le marché ?

La stratégie présentée par Carlos Tavares est prometteuse. Il bénéficie de la crédibilité engrangée par le redressement de PSA et la création réussie de Stellantis. Il n'en demeure pas moins que le succès de ce plan très ambitieux suppose une profonde révolution menée à un rythme soutenu qui embarque nécessairement des difficultés d'exécutions nombreuses et variées : plus de la moitié des 300Md€ de ventes visées en 2030 sera réalisée avec des produits et des services qui n'existent pas aujourd'hui. L'adaptation du groupe à la mutation de la mobilité rendue nécessaire par la transition climatique est à ce prix. Carlos Tavares a d'ailleurs explicitement renoncé lors de ses réponses aux analystes et aux journalistes à convaincre les pouvoirs publics de moduler cette transition en pérennisant les modèles hybrides : Stellantis ambitionne d'être compétitif dans l'environnement qui s'impose au groupe.

Sur les estimations à court terme (2022 à 2024), il est probable que le consensus s'ajuste progressivement à la hausse en termes de ventes (CA 2024e de 184,7Md€ à date vs. une guidance à 200Md€) sans que cela impacte grandement les attentes de ROP qui sont déjà de 20,6Md€ pour 2024e. Il est possible en revanche que la volonté du groupe de rendre son bilan moins volatil ait pour conséquence un alourdissement du BFR et donc une moindre génération de FCF. Au total nous pensons que ce plan confortera l'enthousiasme des analystes et des investisseurs pour le titre Stellantis qui bénéficie de 84% d'opinions d'achat (16% d'opinions neutres) et d'un objectif de cours moyen de 24,15€ soit un potentiel de 62%.

Orpéa : plus de réglementations et de contrôles attendus

Données sur l'investissement

Date d'entrée : 2011

Valeur au 31/12/2021 : 287 M€

Détention : 5% du capital

Montant investi : 115 M€

Représentant de PI : Thierry Mabilde de Poncheville

(cession partielle de 0,9% pour 63,8M€ en 2018)

Administrateur, membre comité d'audit et RSE, Pnt comité des nominations et rémunérations

Les faits : accusation de "maltraitance institutionnelle" envers les résidents.

Fin janvier, une enquête sur les conditions de vie des pensionnaires des Ehpad, menée par le journaliste Victor Castanet, est publiée dans un livre intitulé "Les Fossoyeurs". Celui-ci décrit un système où les soins d'hygiène, la prise en charge médicale, voire les repas des résidents sont rationnés pour améliorer la rentabilité du groupe. Tout comme ses concurrents publics et privés, Orpéa bénéficie de centaines de millions d'Euros de dotations publiques pour ses établissements. Il s'agit donc d'une gestion contestable de l'argent public, qui devait être allouée au bénéfice des personnes âgées et qui n'aurait, au final, pas été utilisé entièrement à leur profit, explique l'auteur. Ces révélations ont fait chuter le cours d'Orpéa de plus de 50%, et ont entraîné de nombreuses réactions des pouvoirs publics qui indiquent vouloir renforcer le contrôle des maisons de retraite et suscité un débat national en France sur les Ehpad du secteur privé et la prise en charge du secteur de la dépendance en général.

Les conséquences :

- **crise de gouvernance**

Orpéa a d'abord officiellement contesté l'ensemble des accusations jugées mensongères, outrageantes et préjudiciables. Puis l'entreprise a affirmé qu'elle comptait faire toute la lumière sur les faits allégués. Le 30 janvier, le Conseil d'Administration a mis fin aux fonctions de DG de Yves Le Masne remplacé avec effet immédiat par Philippe Charrier, déjà président non exécutif du Conseil d'Administration depuis mars 2017. Par ailleurs, Yves Le Masne a fait simultanément l'objet d'une enquête pour délit d'initié car il aurait vendu des actions juste après avoir appris que la gestion des établissements du groupe allait être mise en cause dans un livre à paraître.

Début février, Orpéa a annoncé mandater les cabinets Grant Thornton et Alvarez & Marsal pour mener des missions d'évaluation et d'audit et apprécier en toute indépendance les allégations publiées dans le livre. Leurs conclusions, communiquées et tenues à disposition des autorités compétentes, seront présentées au Conseil d'Administration dans les meilleurs délais.

- **réactions des pouvoirs publics, des minoritaires et des familles de résidents**

Très rapidement, Brigitte Bourguignon, ministre déléguée chargée de l'autonomie des personnes âgées, a ouvert deux enquêtes. La première est menée par l'Inspection générale des

affaires sociales (IGAS), la seconde par l'Inspection générale des finances (IGF). Elles sont destinées à obtenir des indications sur l'utilisation des consommables et de la nutrition, les pratiques managériales concernant le personnel, le taux d'encadrement, les modalités de signalement et le suivi des faits de maltraitance ainsi que les pratiques financières du groupe.

Le 7 février, Mirova, société de gestion spécialiste de la finance durable et troisième actionnaire d'Orpéa avec 3,9% du capital, a adressé, au Conseil d'Administration, une lettre pour demander une refonte du modèle du groupe et l'adoption du statut d'entreprise à mission.

Enfin début mars, l'avocate Sarah Saldmann a annoncé le lancement d'une action collective conjointe de familles de résidents en colère.

Le 8 mars, le gouvernement a annoncé que l'ensemble des 7500 Ehpad de France seraient contrôlés dans les deux ans à venir, dans le cadre d'un plan visant à mieux encadrer leur activité. Outre ces contrôles, il est également prévu de faciliter les signalements, avec notamment la création d'une plate-forme en ligne pour les familles et les professionnels, de renforcer la formation des professionnels et d'imposer de nouvelles contraintes aux établissements. Les Ehpad seront soumis à une obligation de publier chaque année une série de dix indicateurs destinés à améliorer l'information des résidents et des familles, parmi lesquels figureront notamment le taux d'encadrement, le taux de rotation des personnels, la présence d'une infirmière de nuit ou encore le budget quotidien pour les repas par personne. Cette exigence de transparence s'appliquera également aux finances des établissements, qui seront davantage contrôlées.

Le 21 mars, le journal Le Monde a révélé que le pré-rapport d'enquête administrative confirme les économies réalisées par le groupe grâce à l'argent public. En effet, Orpéa aurait augmenté ses bénéfices en embauchant moins de soignants que ce que lui permettaient les dotations publiques allouées dans ce but. L'IGF et l'IGAS considèreraient qu'Orpéa aurait poursuivi en priorité un objectif de performance budgétaire qui aurait contribué à la mauvaise qualité de vie des résidents et des soins qui leur sont prodigués. Sur le plan financier, l'article conclut que, sur la période 2017-2020, Orpéa a dégagé un excédent de 20 M€ grâce à sa sous-consommation des crédits publics versés par les Agences Régionales de Santé et les conseils départementaux.

Quelques données financières à fin 2021

En 2021, le CA d'Orpéa a progressé de 5,1% à données comparables à €4,284 md. Le T4 a affiché une croissance organique de 4,5% conforme aux attentes, portée par l'ensemble des zones géographiques. Début 2022, l'activité reste dynamique avec une reprise dans les cliniques et des taux d'occupation en légère progression par rapport au T4-2021 pour les maisons de retraite. L'EBITDAR annuel (EBITDA avant loyers) s'est élevé à 1068 M€, soit une marge de 24,9%. La dette financière nette a atteint 7767 M€ compte tenu des investissements de construction et de la croissance externe réalisés au cours de l'année.

Impact pour Peugeot Invest

Lors de la présentation des résultats 2021, la direction de Peugeot Invest a indiqué ne pas vouloir commenter la situation dans l'attente des conclusions définitives, attendues en avril, de la mission conjointe d'inspection. PI a rappelé que le conseil d'administration a révoqué le DG, M. Yves Le Masne, fin janvier et a nommé PDG M. Philippe Charrier, alors Président non exécutif du conseil d'administration depuis mars 2017.

Il nous semble pertinent de nous poser la question du contrôle effectif d'une participation minoritaire détenue depuis 10 ans et du rôle actif que doivent jouer les actionnaires de référence. Peugeot Invest est, avec 5,0% du capital, le 2ème actionnaire du groupe derrière Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) qui détient 14,5% depuis fin 2013. Peugeot Invest assure également la présidence du comité des nominations et rémunérations et participe au comité RSE. Manifestement, les informations échangées au cours des différents Comités et Conseils d'Administration se sont révélées insuffisantes pour permettre à ses membres d'appréhender pleinement la situation. Si le groupe mène des diligences poussées avant ses investissements force est de constater qu'il a été pris de cours, comme la quasi-totalité des investisseurs, par les informations révélées dans Les Fossoyeurs. Nous pensons que ce qui constitue un véritable incident industriel devrait l'amener, une fois qu'un bilan pourra être dressé sereinement, à revisiter les moyens mis en œuvre pour suivre ses participations au-delà des informations transmises par les managements (accès aux collaborateurs, signaux faibles, benchmarks etc...).

Impact sur les scénarii de valorisation de Peugeot Invest

Considérant que le titre Orpéa restera difficilement investissable tant que l'ensemble des enquêtes ne seront pas closes et que le modèle d'affaires ne sera pas réévalué dans son nouveau cadre, nous avons décidé de valoriser la participation au cours de bourse actuel sans tenir compte des objectifs des analystes. En effet, ces derniers ignorent aujourd'hui tant les risques pesant sur la "licence to operate" que la valorisation réelle d'actifs immobiliers dépendants de cette dernière. Cette approche est volontairement prudente, car si certains analystes ont suspendu leurs recommandations et objectifs, d'autres ont maintenu des recommandations avec des objectifs faisant apparaître un potentiel important (consensus : +97,7% à 71,59€ !).

L'atteinte à la réputation du groupe est telle que quels que soient les résultats des enquêtes en cours il nous semble qu'il apparaîtra comme non investissable pour la plupart des fonds institutionnels retenant des critères ESG au titre des « controverses ». Par ailleurs, la profitabilité du modèle d'affaires et son rythme de croissance resteront, selon nous, questionnés pendant une longue période.



Mise à jour de nos 3 scénarii

Theia Recherche propose aux investisseurs un scénario central que nous jugeons le plus probable et deux scénarii alternatifs, résolument plus optimiste pour l'un, plus pessimiste pour l'autre. A décote inchangée notre scénario central fait apparaître un potentiel de hausse de 26% qui monterait à 59% avec une réduction de la décote à 30%.

Nous avons procédé à deux changements significatifs dans l'élaboration de nos scénarii par rapport à la méthode que nous avons retenu dans notre étude d'initiation ([télécharger l'étude d'initiation](#)).

Tenir compte de l'incertitude géopolitique dans les scénarii central et conservateur.

Le premier traduit la forte montée des incertitudes née de l'invasion russe en Ukraine. Traditionnellement le consensus des analystes tarde à refléter les changements violents de l'environnement économique : il ne nous paraît donc 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.

Figurer la valorisation d'Orpée dans tous les cas en attendant une visibilité sur les conséquences à long terme.

Le second concerne le cas particulier d'Orpée. Certains analystes ont suspendu leurs recommandations et objectifs, d'autres ont maintenu des recommandations avec des objectifs faisant apparaître un potentiel important (consensus : +97,7% à 71,59€ !). L'atteinte à la réputation du groupe est telle que quelque soient les résultats des enquêtes en cours il nous semble qu'il apparaîtra comme non investissable pour la plupart des fonds institutionnels retenant des critères ESG au titre des « controverses ». Par ailleurs, la rentabilité du modèle d'affaires et son rythme de croissance resteront, selon nous, questionnés pendant une longue période. Ces éléments nous font retenir dans tous nos scénarii la valeur actuelle du cours de bourse.

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

- des participations, (73% de l'ABR total au 31/12/21)
 - 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 Tikehau, International SOS, Acteon...).
 - Dans tous les cas Orpée est maintenue à sa valeur actuelle.

- des véhicules de capital investissement, des co-investissements non cotés, des actifs immobiliers et de certains actifs cotés (tel KDP) destinés à être monétisés.
 - 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

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 aujourd'hui de 51% sur la base de l'ANR au 31/12/21 et de 45% sur la base de l'ANR spot à la clôture du 22/03/22, elle se situe donc dans le haut de sa fourchette historique comprise entre 35 et 50%.

- 10% de décote pour le scénario optimiste
- 30% de décote pour le scénario central
- 50% de décote pour le scénario conservateur

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

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

Il se fonde sur un TRI à 12 mois de 15% pour les actifs non cotés. Il aboutit à un ANR potentiel de 264€ par action soit un upside de 26%. L'application d'une décote de 30% au lieu de 47% actuellement dégagerait un upside de 59% sur le cours de bourse.

Tableau 4 : Scénario central

	50% de l'objectif de cours Factset	Nbre de titres	Valeur (M€)
Stellantis	19,5	224 150	4 367
Faurecia	37,7	4 680	176
Peugeot 1810 (76,5%) - A			3 476
Lisi (total)	27,9	10 330	288
SEB	145,4	2 224	323
Safran	118,1	410	48
Orpea	36,4	3 261	119
CIEL	6,7	115 000	16
Tikehau Capital	27,1	3 100	84
Spie	24,3	8 500	207
Immobilières Dassault			82
Participations cotées - B			1 167
Participations non cotés - C	TRI 12 mois	15%	978
Total des participations D = B+C			5 621
Véhicules de capital investissement - E	15%		822
JDE			6
Keuring Dr Pepper	40,2		160
Krispy Kreme			14
Co-investissements non cotés	15%		1 099
Co-Investissement - F			1 273
Autres actifs et passifs financiers			13
Trésorerie			51
Autres actifs - J			64
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J			7 780
Endettement			-1 198
Actif net réévalué			6 582
Actif net réévalué par action			264
Potentiel de hausse de l'ANR/spot			26%
Cours de bourse au 22/03/22			116
Décote cible / cours cible	30%		185
Potentiel de hausse du cours			59%

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 217€ par action soit un upside de 3% et un cours potentiel de 108€ soit -7%.

Tableau 5: Scénario conservateur

22/03/2022	Cours (ML)	Nbre de titres	Valeur (M€)
Stellantis	14,82	224 150	3 322
Faurecia	25,16	4 680	118
Peugeot 1810 (76,5%) - A		76,50%	2 631
Lisi (total)	22,6	10 330	233
SEB	124,2	2 224	276
Safran	104,94	410	43
Orpea	37,01	3 261	121
CIEL	6,7	115 000	16
Tikehau Capital	24,9	3 100	77
Spie	22	8 500	187
Immobilières Dassault	61,8	1 333	82
Participations cotées - B			1 036
Participations non cotés - C			850
Total des participations D = B+C			1 886
Véhicules de capital investissement - E	10%		787
JDE			6
Keuring Dr Pepper	40,2		160,0
Krispy Kreme			14,0
Co-investissements non cotés	10%		1 052
Co-Investissement - F			1 232
Autres actifs et passifs financiers			13
Trésorerie			51
Autres actifs - J			64
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J			6 599
Endettement			-1 198
Actif net réévalué			5 401
Actif net réévalué par action			217
Potentiel de hausse de l'ANR/spot			3%
Cours de bourse au 22/03/22			116
Décote cible / cours cible	50%		108
Potentiel de hausse du cours			-7%

Source : Factset, Theia Recherche

Scénario optimiste : changement profond de perception

Il se fonde sur un TRI de 20% pour les actifs non cotés et une décote de 10%. Il aboutit à un ANR potentiel de 305€ par action soit un upside de 46%. L'application d'une décote de 10% au lieu de 47% actuellement dégagerait un upside de 137% sur le cours de bourse.

Tableau 6: scenario optimiste

	Objectif de cours Factset	Nbre de titres	Valeur cible (M€)
Stellantis	24,1	224 150	5 412
Faurecia	50,3	4 680	235
Peugeot 1810 (76,5%) - A			4 320
Lisi (total)	33,2	10 330	343
SEB	166,5	2 224	370
Safran	131,2	410	54
Orpea	36,4	3 261	119
CIEL	6,7	115 000	16
Tikehau Capital	29,4	3 100	91
Spie	26,6	8 500	226
Immobilières Dassault	5%		85
Participations cotées - B			1 304
Participations non cotés - C	TRI 12 mois	10%	935
Total des participations D = B+C			2 239
Véhicules de capital investissement - E	20%		858
JDE			6
Keuring Dr Pepper	40,2		160,0
Krispy Kreme			14,0
Co-investissements non cotés	20%		1 147
Co-Investissement - F			1 327
Autres actifs et passifs financiers			13
Trésorerie			51
Autres actifs - J			64
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J			8 808
Endettement			-1 198
Actif net réévalué			7 610
Actif net réévalué par action			305
Potentiel de hausse de l'ANR/spot			46%
Cours de bourse au 22/03/22			116
Décote cible / cours cible	10%		275
Potentiel de hausse du cours			137%

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 Etats-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.