

## PEUGEOT INVEST

### S1-2023 : merci Stellantis !

Au S1-23, l'ANR par action s'établit à 221,3€ vs. 199,5€ fin 2022, +12,4%, dividende réinvesti. Les participations cotées affichent une performance supérieure à celle des marchés grâce notamment à Stellantis (+31% ytd), la valorisation des co-investissements est tirée par la cession de Polyplus (thérapie génique, multiple de 3,8x, TRI : 62%) à Sartorius, et celle des fonds d'investissement est stable. Cette performance a été réalisée malgré la révision en baisse des actifs immobiliers (11% de l'ABR fin 2022).

L'endettement net ressort à 862 M€ incluant 152 M€ pour l'investissement dans Rothschild & Co sur le S2. Le LTV s'inscrit à 14 %, en baisse sur le S1, ce qui est de bon augure. Rappelons que l'intégralité de la dette est à taux fixe.

La décote du groupe demeure élevée à 54% et illustre la défiance des investisseurs pour les sociétés d'investissement faiblement liquides. La direction est consciente de cette situation et pourrait envisager de racheter des titres pour tenter de la réduire. Par ailleurs et par rapport à d'autres acteurs comparables, la performance boursière de PEUG a été satisfaisante au S1-2023 (+13%).

A décote inchangée notre scénario central fait apparaître un potentiel de hausse du titre de 31%.

M€	30/06/2023
<b>ANR</b>	5516
<b>ANR par action (€)</b>	221,3
<b>LTV (%)</b>	14%
<b>Dette Brute</b>	-911
<b>Capitalisation boursière (19/09/22)</b>	2,55 Md€



Recherche financée par l'émetteur

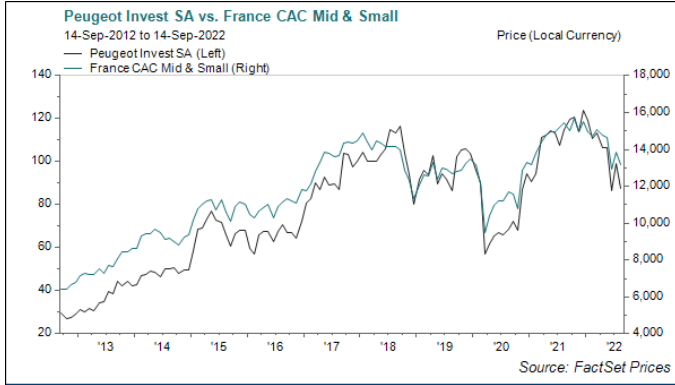
## Table des matières

<b>PEUG en images</b>	<b>3</b>
<b>Bonne performance semestrielle</b>	<b>5</b>
Un ANR largement porté par la performance de Stellantis	5
Cessions opportunes et bienvenues : un S1 dynamique	7
<b>IHS Towers et Ynsect : évolutions à surveiller</b>	<b>9</b>
1 – IHS Towers : lourdes questions de gouvernance et pertes de contrat	9
2 – Ynsect : probable révision en baisse de la valorisation	11
<b>Revue des actifs cotés au S1-23</b>	<b>13</b>
1 – Merci Stellantis !	13
2 – Forvia en bonne voie	15
3 – LISI fait de la résistance	16
4 – SEB poursuit son développement	17
5 – Spie gagne des parts de marché	17
6 – Tikehau résiste bien	18
<b>Mise à jour de nos 3 scenarii</b>	<b>19</b>
Scénario central : prise en compte des mutations menées par PEUG	21
Scénario conservateur : le statu quo	22
Scénario optimiste : changement profond de perception	23
<b>Risque de conflits d'intérêts</b>	<b>27</b>
<b>Disclaimer</b>	<b>27</b>

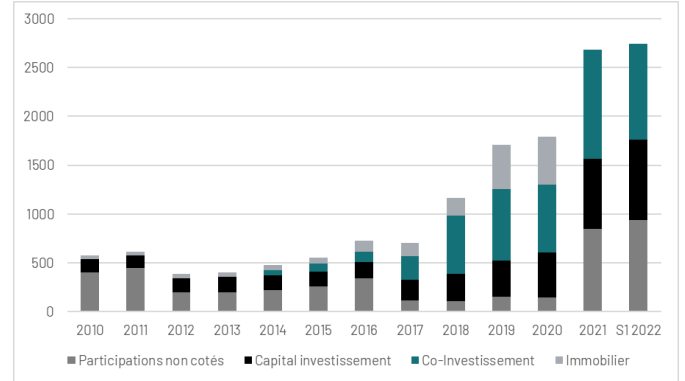


# PEUG en images

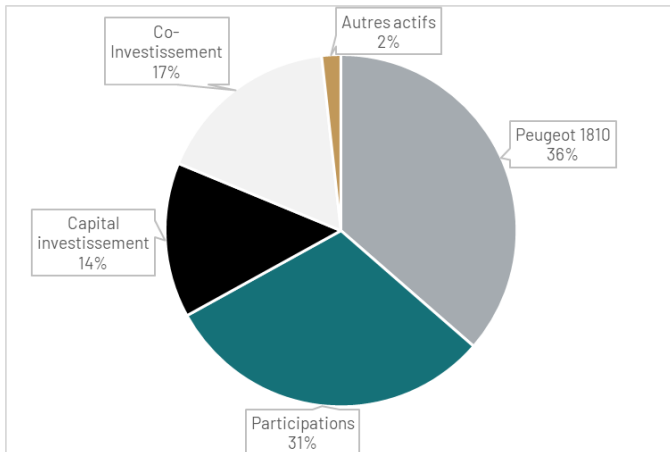
Graphique 1: Cours de PEUG sur 10 ans



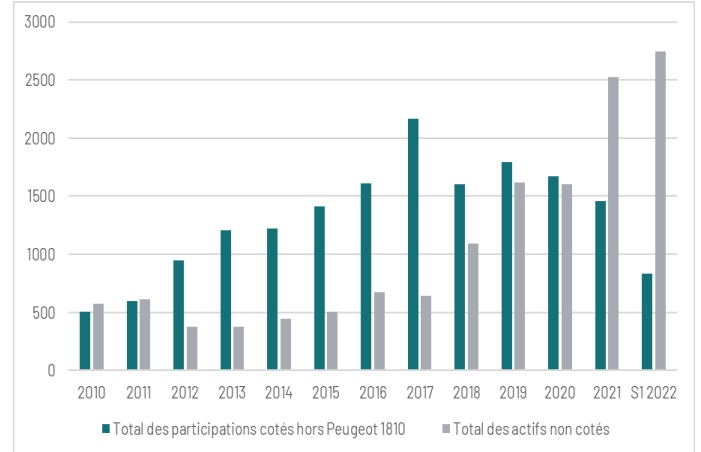
Graphique 4: Evolution des actifs non cotés



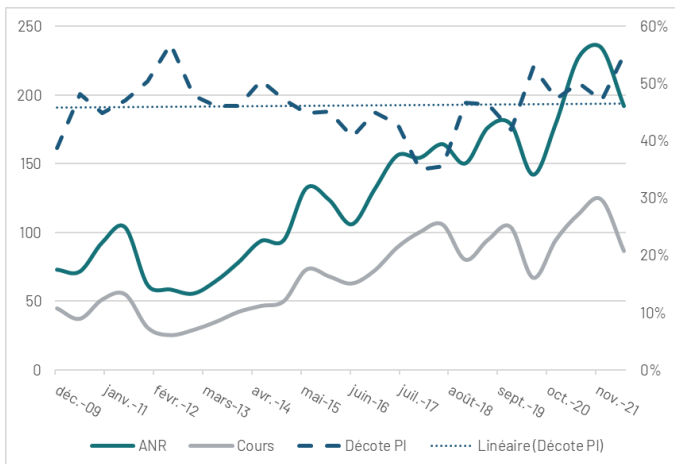
Graphique 2: ABR par type d'actifs au 30/06/23



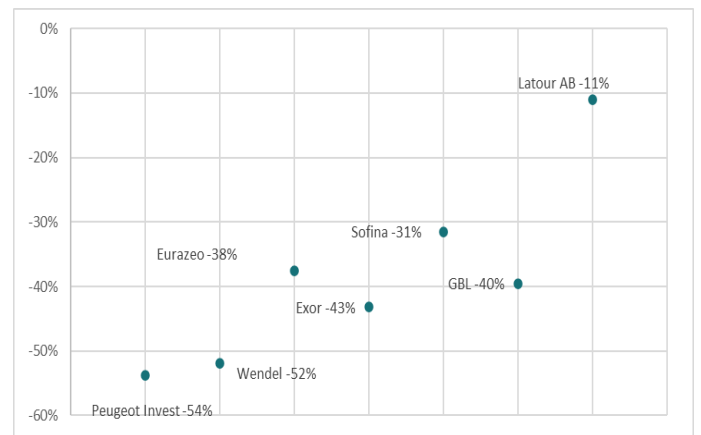
Graphique 5 : Coté vs non coté dans l'ABR Investissements\*



Graphique 3: Décote et ANR historiques sur 12 ans



Graphique 6: Décotes/primes des pairs européens\*



Source des graphiques : Factset, Peugeot Invest, Theia Recherche

\*Investissements = Actifs hors Peugeot 1810

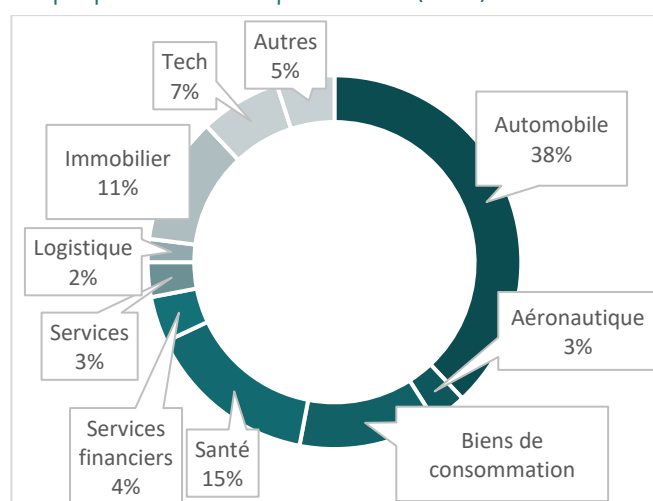
\* cours au 15/09/2023 rapportés aux derniers ANR publiés

Tableau 1: ANR publié de Peugeot Invest au 30/06/2023

	30/06/2023	Valeur (M€)
	Stellantis	2 760
	Faurecia	101
<b>Peugeot 1810 (76,5%) - A</b>		<b>2861</b>
	Lisi	176
	SEB	210
	Orpea	6
	CIEL	15
	Tikehau Capital	65
	Spie	252
	Immobilière Dassault	68
<b>Participations cotées - B</b>		<b>835</b>
<b>Participations non cotés - C</b>		<b>570</b>
<b>Total des participations D = B+C</b>		<b>1 772</b>
<b>Véhicules de capital investissement - E</b>		<b>895</b>
<b>Co-Investissement - F</b>		<b>1084</b>
	Autres actifs et passifs financiers	176
	Trésorerie	49
<b>Autres actifs - J</b>		<b>224</b>
<b>Actif brut réévalué des investissements D+E+F+J</b>		<b>3 566</b>
<b>Actif brut réévalué total A+D+E+F+J</b>		6427
Endettement		-911
<b>Actif net réévalué</b>		<b>5516</b>
<b>Actif net réévalué par action</b>		<b>221,3</b>
<b>Cours de bourse au 30/06/23</b>		<b>102,2</b>
Décote		<b>54%</b>

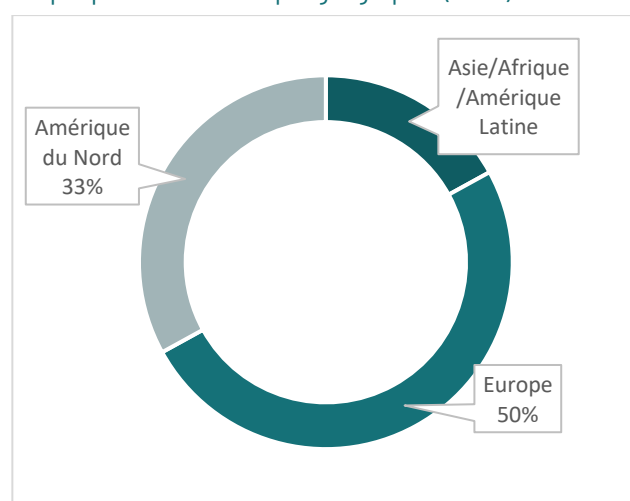
Source : Peugeot Invest, Theia Recherche

Graphique 7: Actifs ABR par secteurs (S1 23)



Source : Peugeot Invest

Graphique 8: Actifs ABR par géographie (S1 23)



Source : Peugeot Invest

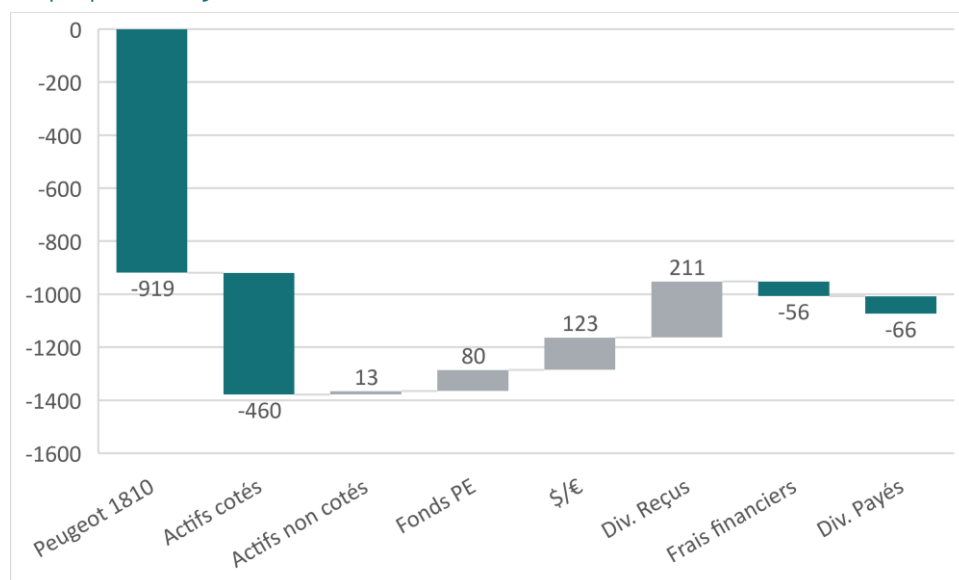


## Bonne performance semestrielle

A l'issue du S1-2023, l'ANR ressort à 5,516 Md€ et l'ANR par action à 221,3€ contre 199,5€ fin 2022 soit +12,4%, dividende réinvesti. Sur la période, la performance de Stellantis permet de plus que compenser la stabilité des fonds de PE (14% de l'ABR) et la baisse de la valorisation des actifs immobiliers impactés par la décompression des taux de capitalisation (11% de l'ABR).

### Un ANR largement porté par la performance de Stellantis

Graphique 9: Bridge ANR Dec-2022 / Juin-2023



Source : Peugeot Invest

### Participations cotées : 55% de l'ABR

Au sein de Peugeot 1810 (45% de l'ABR semestriel), la performance opérationnelle et financière de Stellantis (PEUG : 7,1%) a été excellente au S1-2023. Son cours, qui a progressé de 31% au S1, constitue la meilleure performance boursière du secteur en Europe.

Celle-ci explique l'essentiel de la progression de l'ANR. Le groupe a profité d'une croissance de près de 10% des volumes vendus à 3,3m d'unités. Le REX a bénéficié d'une forte contribution de la zone Amérique du Nord (marge opérationnelle de 17,5%) et de celle de la zone Afrique et Moyen-Orient où la rentabilité est très élevée (25,9%).

Le titre Forvia (PEUG : 3,1%) a progressé de 54% porté par la hausse de la production automobile mondiale, notamment en Europe et en Chine. Ces facteurs ont porté les ventes mais aussi la marge opérationnelle. Par ailleurs, le groupe a poursuivi sa

stratégie de cessions afin de réduire l'endettement élevé résultant notamment de l'acquisition de Hella.

Parmi les autres participations cotées, LISI a profité de l'annonce de son OPRA avec une prime intéressante, SEB et Spie ont chacun progressé de 21% sur 6 mois, notamment grâce à leur capacité à générer des cashflows libres élevés.

### **Ensemble des actifs non cotés : 45% de l'ABR**

Nous détaillons beaucoup plus de détails dans la section suivante, les dernières cessions réalisées de façon opportune, par Peugeot Invest.

En termes de co-investissements (17% de l'ABR), notons que Peugeot Invest s'est, pour la première fois aux côtés de Permira, exposé au secteur du luxe avec un engagement de 20 M€ dans Gruppo Florence, leader de la confection d'articles de luxe pour le compte des grandes maisons LVMH, Hermès ou encore Gucci notamment). Le groupe a également investi 12,5 M€ dans le projet de rénovation et de repositionnement haut de gamme de l'hôtel California à Paris, aux côtés de Tikehau Real Estate Opportunity II.

Par ailleurs, en ce qui concerne les fonds de capital investissement (14% de l'ABR), Peugeot Invest a poursuivi sa stratégie sélective d'investissement (11 fonds), pour l'essentiel dans des fonds Growth et Buy-out et pour un montant total de 124 M€ sur le semestre.

### **Maîtrise de l'endettement et baisse du LTV**

Sur le semestre, les flux nets de trésorerie générés par l'activité ont représenté 203 M€ contre 222 M€ au 31 décembre 2022. Ceux-ci ont bénéficié de la hausse du versement de dividendes en cash par les participations (248 M€) essentiellement en provenance de Stellantis.

Les produits de cession et distributions du S1-23 représentent 262 M€ contre 291 M€ au S1-22. Les investissements correspondent essentiellement à la prise de participation dans Rothschild & Co (152 M€), et à la poursuite d'engagements dans 11 nouveaux fonds d'investissement pour un montant de 124 M€. La dette nette a été maîtrisée, permettant au ratio de LTV de diminuer à 14% (16% au 31/12/2022).



## Opérations notables au S1-23

Dans un environnement économique et financier compliqué, Peugeot Invest a été actif et opportun sur les 6 premiers mois de l'exercice. Nous répertorions ci-dessous les mouvements récents les plus pertinents selon nous.

### Cessions opportunes et bienvenues : un S1 dynamique

#### 1 - Cession de la quote-part dans la holding de Tikehau

Le 11 février, Peugeot Invest a annoncé la cession de sa participation dans Tikehau Capital Advisors (TCA), principal actionnaire de Tikehau Capital, à son management, après 7 années de partenariat. Principal actif de TCA, Tikehau Capital a connu depuis l'investissement de Peugeot Invest en 2016 un développement accéléré pour devenir un acteur de référence de la gestion d'actifs alternatifs. Aux côtés des fondateurs, Peugeot Invest a accompagné, en tant qu'actionnaire de TCA et de Tikehau Capital, ce parcours de croissance soutenue et la constitution d'une plateforme structurée, avec notamment la cotation de Tikehau Capital, un développement international réussi et des acquisitions fructueuses. Conservant une petite participation de 1,7% dans la filiale cotée, Peugeot Invest continuera d'être un partenaire de Tikehau Capital, notamment comme actionnaire de la société cotée, au travers d'investissements communs et en tant qu'investisseur dans certains de ses fonds.

#### 2 - Participation à la privatisation de la banque Rothschild

Le 13 février, Peugeot Invest a annoncé s'associer à Concordia, holding de la famille Rothschild et premier actionnaire de Rothschild & Co, pour déposer une offre publique d'achat simplifiée sur les actions Rothschild & Co et de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions légales étaient remplies. L'offre s'est terminée le 8 septembre dernier, à un prix de 38,60€ par action. A ce montant s'ajoutent le dividende ordinaire, d'un montant de 1,40€ et une distribution exceptionnelle de 8€ soit un total de 48€ par action. Le 12 septembre, Concordia a indiqué détenir 95,6% de Rothschild & Co (squeeze out à venir). Peugeot Invest a investi 152 M€ dans cette opération et détient aujourd'hui 5,1% du capital de la banque et sera représenté au Conseil de Surveillance.

#### 3 - Simplification des structures de contrôle de LISI

A l'issue des opérations annoncées le 23 février dernier, Peugeot Invest a annoncé le 11 juillet qu'il détenait 14,4% du capital de LISI et plus aucune action de la Compagnie Industrielle de Delle (CID), holding de contrôle de LISI. En participant à l'OPRA LISI, Peugeot Invest a d'abord vendu deux tiers de sa participation directe et reçu 48 M€ en numéraire. La performance sur cette opération est de 6,9x et 10% de TRI depuis 2002. Puis l'offre d'échange sur CID a permis à Peugeot Invest de convertir l'intégralité de sa participation dans CID en actions LISI et en numéraire (10 M€ supplémentaires reçus).

Ces opérations ont permis de simplifier les structures de CID et de LISI et de pérenniser le contrôle des familles fondatrices (Kohler et Viellard) sur le groupe. La nouvelle gouvernance mise en place confirme le rôle de Peugeot Invest au sein du Conseil d'administration de LISI, notamment au sein du comité RSE.

#### **4 - Cession immobilière**

Le 17 avril, Gefco a acquis auprès de Peugeot Invest un ensemble immobilier dédié à la logistique pour 37 M€. Peugeot Invest a cédé 15 000 m<sup>2</sup> de locaux d'activités à Gennevilliers. Le prix de cession est ressorti 40% au-dessus de la valeur indicative de fin 2021, bénéficiant de conditions de marché encore très favorables. Cette cession a généré un TRI de 13% sur 23 ans.

#### **5 - Cession de la participation dans Total Eren**

Fondée par Pâris Mouratoglou et David Corchia en 2012, Total Eren développe, finance, construit et exploite des centrales d'énergie renouvelable dans les pays où ils représentent une réponse économiquement viable à une demande énergétique croissante. La société a atteint une capacité de production supérieure à 3,5 GW dans le monde et travaille à de futurs projets solaires, éoliens, hydroélectriques et de stockage de plus de 10 GW dont près de 1,2 GW sont en construction ou à un stade de développement avancé. Depuis 2015, la capacité totale installée a été multipliée par 10, passant de 350 MW à 3,5 GW, et le CA a crû de c. 52M€ à c. 540M€. La société a également diversifié son empreinte géographique avec plus de 60% de sa capacité installée située en dehors d'Europe, y compris en Asie et en Amérique latine.

Outre ses activités de producteur d'énergie renouvelable à destination des secteurs privé et public, Total Eren a lancé ces dernières années des projets pionniers dans le domaine de l'hydrogène vert en Afrique du Nord, Amérique latine et Australie.

Le 25 juillet, Total Energies a annoncé le rachat de l'intégralité du capital de Total Eren, portant sa participation de près de 30% à 100%. Cette opération fait suite à l'accord stratégique conclu entre les deux groupes en 2017, qui prévoyait que TotalEnergies pourrait prendre le contrôle de Total Eren à l'issue d'une période de cinq ans. Dans le cadre de cette transaction, Total Eren a été valorisée 3,8 Md€. L'acquisition de 70,8% représente un investissement net de 1,5md€ pour TotalEnergies. Rappelons qu'en 2015, Bpifrance, Tikehau Capital, Peugeot Invest et NextWorld avaient investi dans Total Eren afin d'aider la société à accélérer son rythme de développement. D'autres investissements ont suivi en 2017 et 2019 pour répondre au développement de l'entreprise dans le monde. Ils ont été rejoints par TotalEnergies en 2017.

Peugeot Invest a réalisé un multiple de l'ordre de 2,3x son investissement initial réalisant plus de 60M€ de produits de cession.



## IHS Towers et Ynsect : évolutions à surveiller

L'investissement étant, par nature, risqué, nous avons décidé, dans cette section de mentionner 2 cas de co-investissements différents. Notre démarche cherche à illustrer les problématiques de gouvernance, ou bien les opportunités auxquelles Peugeot Invest peut être confronté. Rappelons que PEUG ne détient qu'une participation de 1,5% dans IHS Towers.

### 1 – IHS Towers : lourdes questions de gouvernance et pertes de contrat

**Peugeot Invest a investi 78 M\$ dans IHS Towers au cours de 4 augmentations de capital. Après un premier investissement de 5 M\$ en 2013 aux côtés du fonds Emerging Capital Partners, Peugeot Invest a réinvesti 10 M\$ début 2014, puis de nouveau 60 M\$ en novembre 2014, dont 50 M\$ aux côtés de Wendel.**

**PEUG détient aujourd'hui 1,5% du capital de IHS. Toutefois compte tenu d'importants problèmes de gouvernance d'une part et de la perte d'un important contrat d'autre part, le cours a chuté de plus de 70% depuis son introduction en bourse de New York en 2021 et de 22% cette année. Sa capitalisation actuelle est de 1,6Md\$ à comparer à près de 4Md\$ à l'IPO. Si PEUG est relativement discret sur cette petite participation, Wendel (2<sup>nd</sup> actionnaire d'IHS Towers avec 19% du capital) est, lui, beaucoup plus vocal.**

#### Que fait IHS Towers ?

Fondé en 2001, IHS Towers est l'un des plus grands propriétaires, opérateurs et développeurs indépendants d'infrastructures de communication partagées au monde. Avec près de 40 000 tours dans son portefeuille, HS est le plus grand opérateur indépendant sur 7 des marchés sur lesquels il opère notamment en Afrique, et le seul opérateur de tours indépendant sur 4 d'entre eux. Les tours de télécommunications sont des infrastructures importantes pour l'Afrique qui en comptait en 2021 entre 160 000 et 170 000 (source : TowerXchange). A titre de comparaison, il y en a 750 000 en Inde.

Les principaux actionnaires de IHS Towers accusent l'entreprise de :

- Cacher des informations à la direction,
- Ignorer les appels à la restructuration du conseil d'administration et,
- Ne pas investir suffisamment dans les infrastructures qui soutiendront le plan de déploiement de la 5G de MTN Group, actionnaire principal de IHS avec 26% du capital.

MTN a besoin de plus d'infrastructures pour soutenir son développement. Les investisseurs affirment qu'IHS Towers ne fait pas assez dans ce domaine, que la société emprunte à des taux d'intérêt élevés et qu'elle dépense trop sans expliquer ses investissements. Blackwells, investisseur activiste américain affirme qu'IHS Towers, constituée aux îles Caïmans, se cache derrière les règles du territoire britannique pour éviter de divulguer les détails de ses dépenses. Blackwells souhaite qu'IHS déplace son lieu d'incorporation aux États-Unis (Delaware ou Maryland), afin de s'aligner sur les intérêts des actionnaires et d'accroître la transparence.

Un an après avoir annoncé l'acquisition de 5701 tours de télécommunications auprès de MTN Group et quelques jours après l'assemblée générale annuelle d'IHS, MTN Group a publié un communiqué dans lequel il se plaignait de ne pas pouvoir vendre ses actions sans droit de vote souhaitant que sa participation dans l'entreprise soit reflétée dans ses DV. En effet, MTN Group détient 26% du capital mais ne contrôle que 20% des droits de vote.

En réponse, IHS a déclaré que "les propositions demandées n'étaient pas dans le meilleur intérêt de la société dans son ensemble ou de l'ensemble des actionnaires" (source : Bloomberg). En retour, MTN a demandé au conseil d'administration de convoquer une réunion extraordinaire. Deuxième actionnaire d'IHS Towers avec 19% des parts, Wendel, a soutenu la proposition de MTN.

IHS Towers a finalement publié une réponse laconique près de trois semaines après la nouvelle initiale indiquant que « l'équipe de direction et le conseil d'administration d'IHS Towers ont toujours eu à cœur de s'engager auprès des actionnaires, d'écouter attentivement leurs points de vue et d'agir dans le meilleur intérêt de tous les actionnaires. IHS prend note des commentaires récents faits par certains de nos actionnaires et continue de dialoguer avec eux".

Enfin, mardi 11 juillet dernier, Wendel a mentionné tenter un procès à IHS pour ne pas avoir informé tous ses actionnaires des propositions visant à reconstituer son conseil d'administration., et espère forcer un vote sur la question.

### **Comment IHS en est-il arrivé là ?**

Les tours de télécommunications et l'infrastructure sont coûteuses à construire et à entretenir. Toutefois et compte tenu d'endettements élevés, séparer ses actifs de l'exploitation des Telcos a rapidement été un moyen facile de résoudre ce problème. En conséquence et depuis près de 10 ans maintenant, IHS Towers, Eaton Towers, Helios Towers Africa et American Tower Corporation (ATC) se livrent une concurrence féroce pour acquérir les pylônes de télécommunications vendus par les principaux opérateurs tels que Vodacom, Vodafone, Etisalat, Orange, MTN et Airtel.

Le bras de fer entre IHS et des actionnaires comme MTN met en lumière le choix pour les opérateurs de vendre leurs actifs ou non. Récemment, Telkom Kenya a été mis hors service par American Towers après avoir omis de payer ses loyers. Cette fermeture a déconnecté des millions d'utilisateurs de Telkom Kenya.

## Conséquences des désaccords et perte de contrat

Début 2023, IHS a envisagé plusieurs possibilités d'achat d'unités de tours à Telkom SA SOC, en Afrique du Sud. IHS aurait également envisagé d'acheter les tours africaines à Orange. Toutefois, et puisqu'IHS a été critiqué pour ne pas justifier ses dépenses, la société pourrait décider d'abandonner les pourparlers qui ont été signalés pour la première fois en février 2023 et se concentrer sur le règlement de ses querelles d'actionnaires.

De plus, le 8 septembre dernier, un nouveau problème est venu affecter les perspectives d'IHS. En effet, MTN Nigeria a choisi American Towers Corp. (ATC) comme fournisseur à la place d'IHS Towers dans le cadre du conflit au sein du conseil d'administration, sachant que le bail d'IHS pour gérer les 2 500 sites du réseau de MTN expirera en 2024 et 2025. MTN Nigeria a donc déclaré que ses tours seront gérées par la filiale nigériane de l'American Towers Corp. (ATC) à partir de 2025.

Cet accord devrait sérieusement affecter les revenus d'IHS Tower à compter de 2024 puisque le Nigeria est son marché principal en termes de revenus. Ces mauvaises nouvelles ont beaucoup pesé sur le titre IHS qui a perdu près de 40% en quelques semaines.

## 2 - Ÿnsect : probable révision en baisse de la valorisation

Fondée en 2011, Ÿnsect est une société française, leader dans l'élevage et la transformation d'insectes en ingrédients utilisés comme alternative aux protéines animales. Ÿnsect exploite des technologies protégées par 300 brevets, lui permettant d'élever des scarabées dans des fermes verticales à empreinte carbone négative. La société construit actuellement sa 3ème unité de production (plus grande ferme verticale du monde à Amiens) et exploite deux sites en France (depuis 2016) et aux Pays-Bas (depuis 2017).

En 2021, le CA était de 17,8 M€ pour une perte nette de 36 M€.

En avril 2023, et quelques semaines après un tournant stratégique destiné à accélérer l'atteinte de la rentabilité, Antoine Hubert, cofondateur et président, a cédé la direction opérationnelle. S'il est resté vice-président exécutif en charge de l'innovation, il a passé la main à Shankar Krishnamoorthy, ancien membre du Comex d'Engie, arrivé chez Ÿnsect en 2021.

Récemment, l'entreprise a décidé de lever le pied sur les ingrédients pour les élevages de poissons et volailles. Antoine Hubert a indiqué : « dans un contexte d'inflation sur l'énergie et les matières premières, mais aussi sur le coût du capital et de la dette, nous ne pouvons pas nous permettre d'investir des ressources considérables sur les marchés les moins rémunérateurs (alimentation animale), alors qu'il existe d'autres marchés où la demande est forte, où les rendements sont bons et les marges meilleures ».

Pour mener à bien ce plan, Ÿnsect, a décidé de fermer son site de production aux Pays-Bas, supprimant 35 postes. Les équipes de R&D y seront, elles, maintenues. En France, l'entreprise a lancé un plan de départ volontaire concernant 38 emplois. Toutefois, la société envisage de recruter une quarantaine de personnes cette année sur des métiers pour lesquels elle a besoin de forces vives. Au Pays-Bas, où Ÿnsect s'était emparé de son concurrent Protifarm en avril 2021, 36 postes ont été supprimés. Au total, il ne devrait plus rester que 8 collaborateurs dans ce pays.

En avril 2023, la start-up a levé 160 M€, destinés notamment à financer le recentrage des activités. Apparemment, cette levée aurait été effectuée sur la base d'une valorisation revue en baisse mais dont le montant n'a pas été communiqué.

Rappelons que depuis sa création en 2011, Ÿnsect a récolté 625 M€ sans être, à date, rentable.

En 2021, Peugeot Invest a investi 10 M€ dans la société et a indiqué avoir souscrit à la dernière augmentation de capital à hauteur de 20 M€ supplémentaires. A date, Peugeot Invest détient entre 5% et 10% du capital d'Ÿnsect.



## Revue des actifs cotés au S1-23

Stellantis a publié des résultats semestriels supérieurs aux attentes et des perspectives encourageantes. Bien que non spécialiste du secteur mais afin de mettre en perspective ces performances, nous nous sommes autorisés à rappeler les initiatives récentes prises par Stellantis en Chine alors que des menaces pèsent sur l'industrie européenne.

### 1 - Merci Stellantis !

**Résultats récents :** au S1-23, le CA a atteint 98,4 md€, en hausse de 12 % par rapport au S1-22, principalement lié à augmentation de volumes de ventes. Le résultat opérationnel courant est ressorti à 14.1 Md€, +11%, soit une marge de 14.4%. La marge opérationnelle en Amérique du Nord, région la plus profitable, a reculé de 60 points de base à 17,5%. La capacité tarifaire du groupe reste, encore et toujours, un moteur important de ses résultats puisque Stellantis a passé diverses hausses de prix qu'il a bien réussi maintenir.

Le bénéfice net a atteint 10.9 Md€, +37%. Le FCF est ressorti à 8.7 Md€, en hausse de 3,3 Md€ par rapport au S1-22. Ces performances traduisent des ventes mondiales de véhicules électriques (BEV) et électrifiés (LEV) en hausse de respectivement 24% à 169 000 unités, et de 28% à 315 000 unités vs. S1-22. Stellantis détient à présent la 3ème place comme constructeur pour les ventes de BEV en Europe 30 et se classe en 2nde position sur le marché américain pour les ventes de LEV. Par ailleurs, le groupe devrait finaliser son programme de rachat d'actions de 1,5md€ avant la fin de l'exercice.

**Perspectives :** Pour l'ensemble de l'année, Stellantis a confirmé sa prévision d'une marge à deux chiffres. La stratégie de Carlos Tavares met l'accent sur les marchés et les modèles les plus rentables et poursuit sa politique de chasse permanente aux coûts. Cette stratégie a déjà permis de ramener le point mort à 33% au S1 contre moins de 40% l'an dernier.

Les bons chiffres du S1-23 suggèrent qu'il devrait être aisé d'atteindre les perspectives annuelles. En ce qui concerne le marché, le groupe a relevé ses prévisions pour l'Europe et la zone MEA de +5% à +7% en glissement annuel, ce qui est un bon signe pour les volumes dans l'UE et la rentabilité dans la zone MEA qui demeure très élevée.

Toutefois, le marché demeure extrêmement compétitif et le groupe doit travailler plus dur sur les réductions de coûts. Le CEO a indiqué que si le groupe doit faire face à des constructeurs chinois qui ont un avantage de plus de 25% sur les coûts, une des manières de lutter, c'est d'utiliser les mêmes armes qu'eux, c'est-à-dire ne pas hésiter

à utiliser des partenariats stratégiques asiatiques notamment pour les approvisionnements en matières premières et les semi-conducteurs.

### **3 évolutions récentes intéressantes :**

**1 - Michelin a cédé une partie de sa participation dans Symbio à Stellantis** qui entre au capital de la société leader de la mobilité par pile à combustible, chaque actionnaire détenant 33,33% du capital. L'entrée de Stellantis permet à Symbio d'accélérer son développement en Europe et aux Etats-Unis.

**2 - Initiative sur le marché chinois :** la presse spécialisée a relaté que Stellantis envisagerait un rapprochement avec un constructeur chinois de véhicules électriques afin de renforcer sa présence sur le plus grand marché mondial. Le groupe étudierait la possibilité de travailler avec divers fabricants chinois de VE, notamment Zhejiang Leapmotor Technologies créée en 2015.

Plusieurs options pourraient être envisagées dont un investissement dans une entreprise locale de VE et un partenariat commercial qui aiderait Stellantis à se développer dans le pays. D'autres constructeurs, dont Volkswagen, ont aussi exprimé leur intérêt pour un éventuel rapprochement avec Leapmotor. Toutefois, le groupe allemand a récemment annoncé son intention d'investir 700 M\$ dans Xpeng (équivalent à 5% du capital) et développer conjointement des véhicules électriques en Chine.

Un partenariat cadrerait avec la stratégie d'asset-light de Carlos Tavares, après que l'entreprise a arrêté la production dans sa seule usine chinoise pour Jeep l'année dernière et envisagé de mettre fin à toute construction automobile dans le pays. Au mois de juillet dernier, Carlos Tavares s'est montré satisfait de sa décision de réduire ses effectifs, affirmant que Volkswagen et GM étaient sous pression dans le pays alors que les constructeurs locaux réduisent leurs prix à l'instar de Tesla. Notons que Stellantis a conservé une coentreprise avec Dongfeng Motor qui vend des voitures Peugeot et Citroën en Chine.

**3 - Enquête sur les subventions accordées par la Chine aux voitures électriques :** alors que les importations montent en flèche et très récemment (13/09/2023), l'UE a ouvert une enquête anti-subsidiation sur les BEV chinois. Sur la dernière décennie, les Chinois ont bénéficié d'un soutien gouvernemental important. En effet, compte tenu de droits de douane élevés aux US (25% contre 10% en Europe) et des tensions sino-américaines, l'UE est une cible évidente pour la Chine.

Les constructeurs chinois n'ont jamais été très crédibles sur le marché du véhicule traditionnel. En revanche, la voiture électrique change la donne car sa chaîne de valeur élimine le moteur au profit des batteries et du logiciel, expertises dominées depuis plus de 10 ans par l'écosystème chinois. Ainsi, BYD est à la fois le premier constructeur chinois et le leader de la production de batteries dans le monde.

La Chine est le premier exportateur mondial de voitures devant la Japon et l'Allemagne. Une partie significative de ses exportations émane de constructeurs occidentaux qui y ont trouvé compétences et approvisionnements de haute qualité.

Or, les constructeurs européens sont handicapés par l'obligation de financer à la fois le véhicule électrique et le véhicule traditionnel. Ils doivent aussi réaliser leur transition industrielle dans un délai très court.

En conférant à Tesla une valeur comparable à celle de l'ensemble de ses concurrents, les marchés financiers ont décidé que les acteurs traditionnels n'y survivront pas. C'est probablement la raison pour laquelle l'UE lance une enquête anti-dumping. Le parallèle fait par Mme Von der Leyen avec l'industrie des panneaux solaires est représentatif de la situation, puisque cette industrie a été totalement laminée en Europe par la concurrence chinoise. Toutefois, freiner la concurrence chinoise est une chose, mais permettre aux acteurs européens de rattraper l'offre des acteurs chinois, qui ont au moins trois ans d'avance dans l'électrique, en est une autre.

## 2 – Forvia en bonne voie

**Résultats récents :** sur la période, l'équipementier a réalisé un EBITDA ajusté de 1,607 Md€ (+26,9%) pour un CA de 13,62 Md€ (+21,3%). Le résultat opérationnel a augmenté de 69,6% à 675 M€, matérialisant une marge de 5%, en hausse de 150 pb. Le cash-flow net a progressé de 11% à 172 M€. Forvia a par ailleurs enregistré des prises de commandes supérieures à 15 Md€, niveau élevé reflétant la forte dynamique combinée de Faurecia et de Hella.

Ces chiffres sont conformes aux attentes et laissent présager d'un meilleur second semestre grâce à l'accélération de la mise en œuvre des synergies. Forvia s'attend désormais à une montée en puissance de sa performance opérationnelle grâce à trois leviers de poids quasiment équivalents : 1/ l'amélioration du mix, 2/ une meilleure répercussion de l'inflation des coûts (négociée au premier semestre et qui atteindra le compte de résultat au second semestre), et 3/ l'optimisation des coûts fixes et des synergies de fusion.

Les prises de commandes, supérieures à 15 Md€ (avec une rentabilité supérieure aux objectifs du plan à moyen terme) au S1-23, montrent une part croissante de l'activité en Chine où 25% des commandes y ont été enregistrées, Forvia mentionnant un partenariat renforcé avec BYD et Tesla.

**Perspectives :** sur la base de la croissance réelle de la production automobile mondiale au S1 et de l'évolution attendue au S2, Forvia a revu à la hausse son hypothèse de production automobile mondiale pour 2023 à 86m de véhicules légers, contre une estimation établie à 82m. Ce chiffre reste inférieur à la dernière prévision de S&P Global Mobility (86,7m d'unités), ce qui témoigne de la prudence de la direction. En conséquence, le groupe a relevé ses perspectives de chiffre d'affaires et de marge d'exploitation pour l'année fiscale 2023 à un niveau attendu par le consensus, et sans

resserrer les fourchettes communiquées (à l'exception de l'objectif de dette nette/EBITDA ajusté).

En conséquence, le groupe a ajusté à la hausse ses objectifs 2023 avec un CA compris entre 26,5 Md€ et 27,5 Md€ (vs. 25,2 Md€ et 26,2 Md€), une marge opérationnelle comprise entre 5,2% et 6,2% (vs. 5% et 6%), confirmant l'amélioration séquentielle au S2 ; un cash-flow net supérieur à 1,5% du CA et un ratio dette nette/EBITDA ajusté compris entre 2,0x et 2,2x au 31 décembre 2023 (vs. 2,0x et 2,4x).

Le plan de cession d'un montant de 1 Md€ devrait être finalisé dans les prochains mois. La principale inconnue réside dans l'ampleur d'autres cessions potentielles que la direction envisagerait, ce qui ferait de toute annonce un déclencheur positif pour le titre.

### 3 - LISI fait de la résistance

**Résultats récents :** au S1-23, le CA consolidé s'est élevé à 821,8 M€, en hausse de +18,2% par rapport au S1-2022. En ligne avec l'objectif de maintenir une croissance organique positive en 2023, la progression du CA à périmètre et taux de change constant s'est établie à +17,4%. La marge d'Ebitda a atteint 9,4%. Elle subit les effets de l'inflation généralisée sur les coûts de fabrication avec une forte hausse des consommations (+20,3%) et ne bénéficie pas encore pleinement des actions de répercussion dans les prix de vente en discussion avec les principaux clients. Le résultat opérationnel courant a atteint 36,9 M€, soit 4,5% du CA à comparer à 5,9% au S1-22. Le résultat financier s'établit à -7,8 M€ (4,1 ME au S1- 2022). Le résultat net demeure néanmoins positif à 13,5 M€ (soit 1,6% du CA), à comparer à 33,4 M€ (4,8% du CA) au S1-2022. A 54,7 M€, la capacité d'autofinancement a représenté 6,7% du CA. Elle permet de financer la majeure partie du besoin de financement des programmes d'investissements de 51,3 M€ (6,2% du CA) essentiellement consacrés aux nouveaux produits, innovation et programmes industriels pluriannuels.

Le niveau élevé du BFR (88 jours de CA contre 84 jours au 31/12/22) s'explique par l'accélération de l'activité et le maintien de stocks stratégiques pour répondre aux délais d'approvisionnement incertains ainsi que pour sécuriser la hausse des niveaux de production dans la division Aerospace.

**Perspectives :** le CA annuel devrait progresser grâce à des carnets de commandes élevés en nouveaux produits dans ses trois divisions. LISI devrait retrouver un niveau de performance progressivement conforme à ses objectifs corrigés de l'effet inflation au cours du S2. Le groupe continue à viser en 2023 une progression des indicateurs financiers en valeur absolue, conditionnée par l'issue favorable des négociations commerciales en cours, et un FCF positif avec la baisse des stocks.



## 4 – SEB poursuit son développement

**Résultats récents :** le groupe a réalisé une performance satisfaisante au T2 tant en termes de ventes que de profitabilité. L'activité Grand Public a renoué avec la croissance organique, alimentée par les principaux marchés historiques, tels que l'Europe occidentale et la Chine. L'activité professionnelle a connu un excellent début d'année avec une croissance de 25% en lfl au S1-23. Au T2, les ventes ont atteint 1,79 Md€ (+2,3%). Les ventes organiques ont augmenté de +6,8% tirées par la zone EMEA (+12,8% dont +3,3% en Europe de l'Ouest et +37,3% dans les autres pays de la zone EMEA). Le CA a été porté par les activités Grand Public (+5,2% contre -6,6% au T1 23) et les activités professionnelles (+21% contre +29% au T1 23). Dans l'activité Grand Public, la zone EMEA (+12,8%) et la Chine (+5,5% contre -4,6% au T1 23) ont été les plus forts contributeurs. En Professionnel, la croissance a été soutenue par des contrats pour machines à café en Chine et un fort développement en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Au S1 23, les ventes ont représenté 3 612 M€ (-1,5% et +1,3% en lfl) et le résultat opérationnel d'activité a atteint 180 M€ (-9,5%), soit 5% du CA.

Le free cashflow est ressorti à 132 M€ (vs-683 M€ au S1 22). Le BFR opérationnel s'est amélioré à 18,1% des ventes (-4,2pts vs S1 22) (vs. 17,5% des ventes à fin 22) grâce à une forte baisse des stocks. Au 30 juin 23, la dette nette s'est élevée à 2 346 M€ (-4%) (+19% vs fin 22) compte tenu du financement des acquisitions, du paiement du dividende 2022 et des rachats d'actions pour Seb et Supor.

**Perspectives :** la guidance annuelle a été revue à la hausse incluant une croissance organique des ventes de +5% et une augmentation du résultat opérationnel d'activité d'au moins +10%. En données publiées, il devrait y avoir un impact négatif des devises d'environ 5% des ventes totales et un effet neutre sur le résultat opérationnel d'activité compte tenu des hausses de prix passées pour compenser la dépréciation des devises dans les pays émergents.

## 5 – Spie gagne des parts de marché

**Résultats récents :** Spie a annoncé une Production de 4.114 M€, en hausse de +9,6% par rapport au S1 2022 (+9,8% en organique) au S1-23. La Production au T2 a crû de +8% par rapport au T2 2022 (+8,8% en organique). L'EBITA s'est établi à 220 M€, en hausse de 16,1% par rapport au S1-2022. La marge d'EBITA a atteint 5,3%, +30pb et le résultat net ajusté a progressé de +15,1% à 122,3 M€.

Le BFR est resté structurellement négatif dans un contexte de forte croissance organique. La baisse du ratio d'endettement financier à fin juin 2023 à 2,3x, contre 2,8x à fin juin 2022 (hors impact de la norme IFRS 16) confirme le modèle de génération de trésorerie.

**Perspectives :** les bons résultats du S1-2023 ont permis de réviser à la hausse les prévisions annuelles avec une croissance organique d'au moins 6% et une augmentation de la marge d'EBITA d'environ +30pb. Stratégiquement, la priorité

demeure sur les acquisitions bolt-on, qui restent au coeur du modèle. Le taux de distribution du dividende demeure maintenu autour de 40% du résultat net ajusté PdG.

## 6 – Tikehau résiste bien

**Résultats récents** : le groupe a annoncé un encours pour l'activité de gestion d'actifs de 40,5 Md€ au 30 juin 2023, en progression de 14% par rapport au 30 juin 2022.

Le niveau de collecte nette est ressorti à 3,3 Md€ au S1-23, dans un marché peu porteur. Les revenus réalisés du portefeuille ont progressé de 4%, portés par la contribution croissante des fonds Tikehau Capital. Avec 72 M€, de RN PdG au S1, Tikehau Capital est bien positionné pour traverser la période actuelle. Le bilan est solide avec 3,1 Md€ de fonds propres et 1,1 Md€ de ressources financières à court-terme. Au 30 juin 2023, les montants disponibles à l'investissement au niveau des fonds gérés par le groupe et de son bilan ("dry powder") représentent 7,8 Md€ (dont 6,7 Md€ au niveau des fonds).

**Perspectives** : le S2-2023 devrait être marqué par :

- Le lancement du 6ème millésime de la stratégie phare de Direct Lending, un an après le closing de la 5ème génération à 3,3 Md€ ;
- La commercialisation du deuxième millésime de la stratégie de décarbonation en private equity, portée par les solides performances de la première génération qui a réalisé plusieurs cessions créatrices de valeur et,
- Le lancement du deuxième millésime du fonds de dette privée secondaire, une stratégie qui délivre des rendements élevés.

Les objectifs 2026 ont été réitérés à savoir des AUM d'au moins 60 Md€ à cet horizon.



## Mise à jour de nos 3 scenarii

Theia Recherche propose aux investisseurs un scénario central que nous jugeons probable et deux scenarii alternatifs, plus optimiste pour l'un, plus pessimiste pour l'autre. A décote inchangée notre scenario central fait apparaître un potentiel de hausse de l'action de 31%.

Pour refléter la forte incertitude 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.

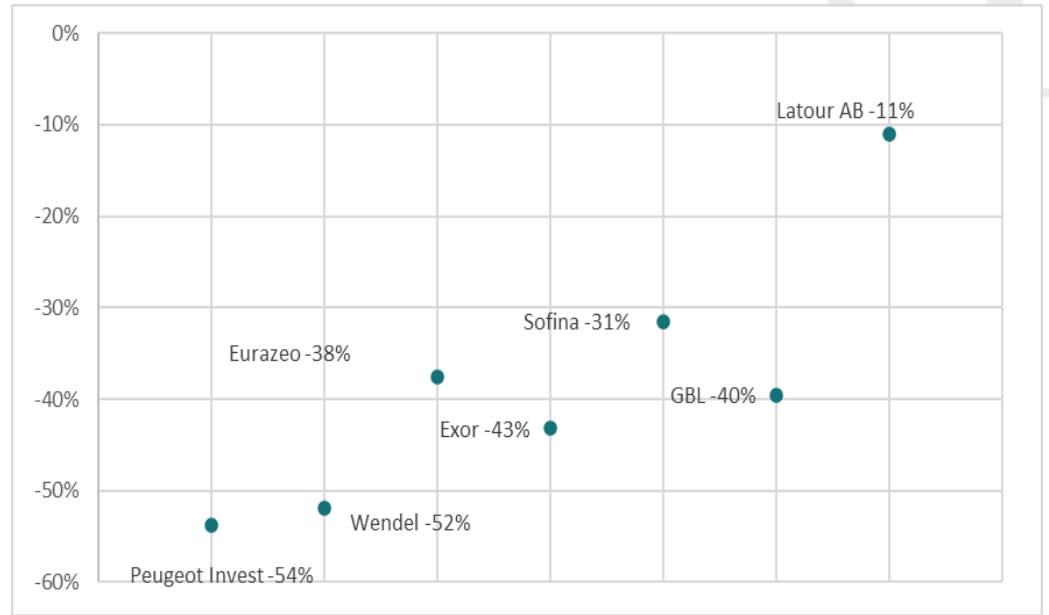
Nous retenons :

- 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, (55% de l'ABR total au 30/06/23)
  - 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 scenario 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% (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 (tel KDP) destinés à être monétisés.
  - TRI de 20% pour le scénario optimiste,
  - TRI de 15% pour le scénario central,
  - TRI de 10% pour le scénario conservateur.

Graphique 10: Décotes / Primes de holdings européens au 15/09/2023



Source : Theia Recherche, Factet, sociétés

## Scénario central : prise en compte 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 266€ par action et une hausse de 31% du titre.

Tableau 2 : Scenarion central

Stellantis	19,5	224 075	4 363
Faurecia	24,6	6 050	149
Peugeot 1810 (76,5%) - A			3 451
Lisi (total)	26,0	10 400	270
SEB	108,1	2 224	240
Orpea	3,9	3 261	13
CIEL	6,1	115 000	15
Tikehau Capital	25,7	3 100	80
Spie	31,3	8 500	266
Immobilières Dassault			68
Participations cotées - B			951
Participations non cotés - C	TRI 12 mois	10%	627
Total des participations D = B+C			5 030
Véhicules de capital investissement - E	15%		1 028
Co-Investissement - F	15%		1 247
Autres actifs et passifs financiers			176
Trésorerie			49
Autres actifs - J			225
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J			7 529
Endettement			-911
Actif net réévalué			6 618
Actif net réévalué par action			
Potentiel de hausse de l'ANR/spot			266
Cours de bourse au 30/06/23			202
Décote cible / cours cible	55%		266
Potentiel de hausse du cours			31%

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 229€ par action et un cours potentiel de 115€ soit +13%.

Tableau 3: Scenarior conservateur

30/06/2023	Cours (ML)	Nbre de titres	Valeur (M€)
Stellantis	16,08	224 075	2 760
Faurecia	21,57	6 050	101
<b>Peugeot 1810 (76,5%) - A</b>		76,50%	2 861
Lisi (total)	26,3	10 400	176
SEB	94,65	2 224	210
Orpea			
CIEL	1,8895	3 261	6
Tikehau Capital	6,1	115 000	15
Spie	22,65	3 100	65
Immobilières Dassault	29,6	8 500	252
<b>Participations cotées - B</b>	50,4	1 333	68
<b>Participations non cotés - C</b>			792
<b>Total des participations D = B+C</b>			570
<b>Véhicules de capital investissement - E</b>	<b>10%</b>		983
<b>Co-Investissement - F</b>	10%		1 192
Autres actifs et passifs financiers			176
Trésorerie			49
<b>Autres actifs - J</b>			225
<b>Actif brut réévalué total A+D+E+F+J</b>			6 625
<b>Endettement</b>			-911
<b>Actif net réévalué</b>			5 714
<b>Actif net réévalué par action</b>			229
<b>Potentiel de hausse de l'ANR/spot</b>			
<b>Cours de bourse au 30/06/23</b>			102
<b>Décote cible / cours cible</b>	55%		115
<b>Potentiel de hausse du cours</b>			<b>13%</b>

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 20%. Il aboutit à un ANR potentiel de 296€. L'application d'une décote de 20% au lieu de 55% actuellement ferait ressortir une hausse très significative du cours de bourse.

Tableau 4: scenario optimiste

	Objectif de cours Factset	Nbre de titres	Valeur cible (M€)
Stellantis	22,9	224 075	5 122
Faurecia	27,6	6 050	167
<b>Peugeot 1810 (76,5%) - A</b>			4 046
Lisi (total)	25,7	10 400	267
SEB	121,5	2 224	270
Orpea	3,9	3 261	13
CIEL	6,1	115 000	15
Tikehau Capital	28,7	3 100	89
Spie	32,9	8 500	280
Immobilières Dassault	5%		71
<b>Participations cotées - B</b>			1 005
<b>Participations non cotés - C</b>	TRI 12 mois	10%	627
<b>Total des participations D = B+C</b>			1 632
<b>Véhicules de capital investissement - E</b>	20%		1 073
<b>Co-Investissement - F</b>	20%		1 301
Autres actifs et passifs financiers			176
Trésorerie			49
<b>Autres actifs - J</b>			225
<b>Actif brut réévalué total A+D+E+F+J</b>			8 277
<b>Endettement</b>			-911
<b>Actif net réévalué</b>			7 366
<b>Actif net réévalué par action</b>			<b>296</b>
<b>Potentiel de hausse de l'ANR/spot</b>			
<b>Cours de bourse au 30/06/23</b>			102
<b>Décote cible / cours cible</b>			236
<b>Potentiel de hausse du cours</b>	20%		235%

Source : Factset, Theia Recherche

Compte de résultats au 31/12 (M€)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Produits des immobilisations financières	99	53	89	159	172	230	154	186	227	640	309
Produits des immeubles de placement	2	1	1	1	3	1	2	2	5	6	13
Produits des autres activités	3	4	3	3	3	4	4	3	3	0	0
<b>Produits des activités ordinaires</b>	<b>104</b>	<b>57</b>	<b>93</b>	<b>164</b>	<b>178</b>	<b>235</b>	<b>160</b>	<b>190</b>	<b>235</b>	<b>646</b>	<b>322</b>
Frais d'administration générale	-10	-12	-15	-17	-18	-21	-23	-32	-37	-36	-37
Dépréciation d'actifs disponibles à la vente	-11	-1	-2	-5	-1	-4					
Coût de l'endettement financier	-13	-14	-14	-12	-10	-13	-15	-20	-28	-29	-28
Résultat des sociétés intégrées avant impôt	<b>70</b>	<b>30</b>	<b>61</b>	<b>130</b>	<b>150</b>	<b>197</b>	<b>122</b>	<b>138</b>	<b>170</b>	<b>581</b>	<b>257</b>
Quote-part dans le résultat net des entreprises associées	-971	-1 096	236	32	18	21	6	9	-14	13	<b>24</b>
<b>Résultat consolidé avant impôt</b>	<b>-901</b>	<b>-1 066</b>	<b>298</b>	<b>161</b>	<b>168</b>	<b>218</b>	<b>128</b>	<b>147</b>	<b>155</b>	<b>594</b>	<b>281</b>
Impôts sur les résultats (y compris impôts différés)	0	0	10	-3	-18	4	-13	-16	11	-75	-17
<b>Résultat net consolidé</b>	<b>-901</b>	<b>-1 066</b>	<b>307</b>	<b>159</b>	<b>150</b>	<b>222</b>	<b>115</b>	<b>131</b>	<b>166</b>	<b>518</b>	<b>264</b>
Dont part des minoritaires	0	0	1	1	0	0	0	0	-32	-62	-48
<b>Dont part du groupe</b>	<b>-900</b>	<b>-1 066</b>	<b>308</b>	<b>159</b>	<b>150</b>	<b>222</b>	<b>115</b>	<b>131</b>	<b>134</b>	<b>456</b>	<b>237</b>
Par action											
publié	-35,8	-42,4	12,2	6,3	6,0	8,9	4,6	5,3	5,4	18,3	9,5
dilué	35,8	-42,4	12,2	6,4	6,0	9,0	4,6	5,3	5,4	18,41	9,56
Nombre d'actions moyen											
publié	25,16	25,16	25,16	25,16	25,07	25,07	24,92	24,92	24,92	24,92	24,92
dilué											

Source : Peugeot Invest

Autres éléments du résultat global au 31/12 (M€)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Résultat net consolidé	-901	-1 066	307	159	150	222	115	131	166	521	264
Effets des mises en équivalence sur le résultat global net	-399	-120	1	9	-3	-6	7	17	11	9	17
Réévaluations nettes des actifs financiers	147	198	84	580	26	323	-264	372	203	-313	-1 217
Plus-values sur cessions de titres de participations							232	137	94	1 235	18
Réévaluations nettes des instruments dérivés	-6	-17	23	3	-2	3	-1	-3	0	4	14
Écarts de change						-14	12	10	-49	46	31
Autres réévaluations directes nettes par capitaux propres			-2	-7	11	-16	11	7	-3	41	20
Total des autres éléments du résultat global	-258	62	106	585	32	292	-4	540	255	1 023	-1 116
<b>RÉSULTAT GLOBAL CONSOLIDÉ</b>	<b>-1 159</b>	<b>-1 004</b>	<b>413</b>	<b>743</b>	<b>182</b>	<b>513</b>	<b>111</b>	<b>671</b>	<b>422</b>	<b>1 541</b>	<b>-831</b>
Dont part du Groupe	-1 159	-1 004	413	744	182	513	111	671	112	1 286	-677
Dont part des minoritaires	0	0	-1	-1	0	0	0	0	310	255	-154

Source : Peugeot Invest



Cash flow au 31/12 (M€)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Résultat net consolidé	-901	-1 066	307	159	150	222	115	131	166	518	286
Dotations nettes aux amortissements et provisions	13	1	2	5	1	5	2	1	1	1	1
Produits sans incidences sur la trésorerie										-173	
Résultat sur cessions d'actifs non courants	-72	-30	-63	-48	-135	-153	2	-7	-61	-34	-124
Gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur	1	3	4	-80	-2	0	-73	-63	-148	-296	90
Quotes-parts de résultats liées aux sociétés mises en équivalence, nettes des dividendes reçus	975	1 099	-232	-28	-14	-16	-1	-4	16	-11	-1
Coût de l'endettement financier net	13	14	14	12	10	13	15	20	29	29	28
Charge d'impôt (exigibles et différés)	0	0	-10	3	18	-4	13	16	-11	75	17
<b>Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier net et impôt</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>94</b>	<b>-8</b>	<b>109</b>	<b>296</b>
Impôts exigibles	0	-1	0	-6	-3	0	-7	-7	-1	-12	-36
Variation du BFR lié à l'activité	-10	6	-2	8	-7	-2	14	1	-14	-15	-9
<b>Flux nets de trésorerie liés générés par l'activité</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>18</b>	<b>64</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>-22</b>	<b>82</b>	<b>252</b>
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	0	0	0	-1	0	-2	-1	0	0	0	-2
Produits de cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles		0	0	0	0	0	0	0	0		0
Acquisitions, cessions d'actions propres	0	0	-3	-1	0	-29	-1	0	0	0	-1
Acquisitions d'immobilisations financières	-120	-15	-197	-148	-169	-439	-382	-453	-473	-758	-318
Produits de cessions d'immobilisations financières	166	48	196	47	84	346	249	235	273	631	502
Variation des autres actifs non courants	-7	0	-3	33	-3	-8	7	0	-11	1	-4
<b>Flux nets de trésorerie liés aux opérations d'investissement</b>	<b>39</b>	<b>32</b>	<b>-7</b>	<b>-70</b>	<b>-88</b>	<b>-132</b>	<b>-128</b>	<b>-218</b>	<b>-212</b>	<b>-126</b>	<b>177</b>
Dividendes mis en paiement au cours de l'exercice	-28	0	0	-50	-40	-45	-49	-53	-53	-58	-66
Encaissements liés aux nouveaux emprunts	51	14	7	1	112	243	107	301	373	87	-243
Remboursements d'emprunts	-48	-54	0	-52	-1	-110	0	-79	0	0	0
Variation des autres passifs financiers non courants	-19	-4	-1	163	-1	5	0	0	0	0	0
Intérêts financiers nets versés	-13	-14	-14	-12	-10	-13	-15	-19	-28	-28	-28
<b>Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement</b>	<b>-57</b>	<b>-59</b>	<b>-8</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>79</b>	<b>42</b>	<b>149</b>	<b>291</b>	<b>0,4</b>	<b>-336,8</b>
Variation de la trésorerie nette	1	-1	7	5	-10	11	-6	19	57	-44	92
Trésorerie en début d'exercice	4	5	4	11	16	6	17	11	31	88	52
Trésorerie en fin de période	5	4	11	16	6	17	11	31	88	52	70

Source : Peugeot Invest

Bilan au 31/12 (M€)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
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	16	16	16	18	18	19	19	22	27	
Terres	13	13	13	13	13	13	13	13	13		
Constructions	1	0	0	0	0	0	2	2	1		1
Plantations	1	1	1	1	1	1	1	1	1		
Autres immobilisations	0	0	1	1	1	2	1	1	1	1	1
Droits d'utilisation locatif								4	3	3	4
Immobilisations corporelles	32	32	31	32	34	35	36	41	43	30	6
Participations dans les entreprises associées (mises en équivalence)	2 033	815	206	286	222	248	258	287	274	300	321
Participations non consolidées	1 002	1 200	2 035	2 686	2 967	3 341	3 172	3 792	4 738	5 834	4 598
Titres immobilisés de l'activité de portefeuille (TIAP)	151	164	259	363	485	745	1 133	1 515	1 607	2 210	2 346
Autres actifs financiers non courants	10	16	114	206	4	12	6	6	25	27	43
Actifs financiers non courants	3 195	2 195	2 616	3 540	3 678	4 347	4 568	5 600	6 644	8 371	7 308
Impôts différés - Actif	12	22	16	21	3	5	3	4	29	12	2
Actifs non courants	3 239	2 248	2 663	3 593	3 715	4 386	4 607	5 644	6 716	8 413	7 316
Stocks	9	10	10	11	10	10	7	8	9		
Impôts courants	4	0	1	0	2	4	0		7	0	5
Autres créances	2	1	1	1	2	7	2	3	5	14	25
Trésorerie et équivalents de trésorerie	5	4	11	16	6	17	11	31	88	52	70
Actifs courants	20	15	23	29	20	38	21	41	108	66	101
<b>Actifs Totaux</b>	<b>3 259</b>	<b>2 264</b>	<b>2 686</b>	<b>3 622</b>	<b>3 736</b>	<b>4 424</b>	<b>4 628</b>	<b>5 685</b>	<b>6 825</b>	<b>8 479</b>	<b>7 417</b>
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	3 546	2 708	1 744	2 586	2 737	3 104	3 271	3 874	4 011	4 928	4 405
RÉSULTAT DE L'EXERCICE (part du Groupe)	-900	-1 066	308	159	150	222	115	131	134	456	237
Total capital et réserves (part du Groupe)	2 829	1 825	2 236	2 928	3 070	3 509	3 570	4 189	4 328	5 568	4 825
Intérêts minoritaires	1	0	0	-1	-1	0	0	-1	619	859	651
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>2 830</b>	<b>1 826</b>	<b>2 236</b>	<b>2 928</b>	<b>3 069</b>	<b>3 509</b>	<b>3 569</b>	<b>4 188</b>	<b>4 947</b>	<b>6 427</b>	<b>5 476</b>
Passifs financiers non courants	376	372	376	593	587	817	935	1 340	1 713	1 814	1 779
Impôts différés - Passif	40	52	56	85	68	83	98	134	125	206	164
Provisions	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0
Autres dettes non courantes	0	0	1	0	1	0	0	0	0		
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	417	424	432	679	656	901	1 034	1 474	1 838	2 021	1 943
Passifs financiers courants	10	10	15	5	5	7	12	9	10	7	14
Impôts courants		0	0	5	0	0	7	2	13	13	9
Autres dettes	3	4	3	6	5	8	6	11	17	11	13
TOTAL PASSIFS COURANTS	12	14	18	15	10	14	25	23	39	31	36
<b>Passifs totaux</b>	<b>3 259</b>	<b>2 264</b>	<b>2 686</b>	<b>3 622</b>	<b>3 736</b>	<b>4 424</b>	<b>4 628</b>	<b>5 685</b>	<b>6 825</b>	<b>8 479</b>	<b>7 455</b>

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 réfléchié 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](http://www.theia-recherche.com)