PEUGEOT INVEST

Actifs cotés : belle fin d'année

L'ANR par action du S1-23 a progressé de +12,4%, dividende réinvesti. Cette tendance était portée par les participations cotées en dépit de la révision en baisse des actifs immobiliers. L'année 2023 s'est terminée par un rallye des marchés actions sur fond de baisse des taux d'intérêt. Nous profitons de ce mouvement pour mettre l'accent sur les performances opérationnelles et les perspectives de 3 participations cotées qui se sont distinguées. En dépit du ralentissement économique observé depuis 2023, la Chine (et l'Asie) constituent des relais de croissace pour chacun de ces 3 groupes. Soulignons toutefois que toute évolution dévaforable de la croissance chinoise a un impact négatif sur la perception de Forvia et de SEB bien présents sur ce continent (29% de leur CA).

- Stellantis (7,1% de détention et 42,9% de la GAV S1-23)
- Forvia (3,1% de détention et 1,6% de la GAV S1-23)
- SEB (4,0% de détention et 3,0% de la GAV S1-23)

L'envolée de Stellantis n'a pas constitué de catalyseur pour le titre PEUG l'an dernier. La décote spot demeure élevée à 61% et s'est même creusée depuis notre dernière publication de septembre dernier. Après une année 2023 marquée par la défiance du marché vis-à-vis des sociétés d'investissement, PEUG devrait conserver une approche prudente pour 2024 (immobilier, valorisation des fonds de PE, Chine...). Toutefois, avec une décote de 45% et sans potentiel de hausse sur les actifs cotés, notre scenario central fait apparaître un upside de 42%.

M€	30/06/2023
ANR	5516
ANR par action (€)	221,3
LTV (%)	14%
Dette Brute	-911
Capitalisation boursière (27/01/24)	2,46 Md€

Recherche financée par l'émetteur

CAROLE ROZEN
carole@theia-recherche.com

Paris, 31 janvier 2024

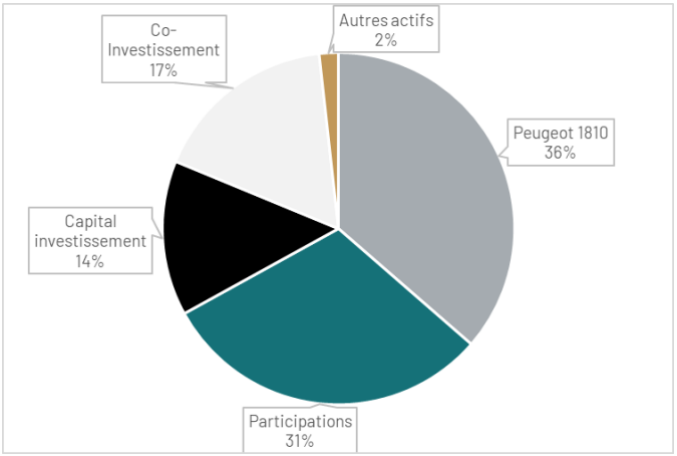
Table des matières

PEUG en images	**3**
Trois valeurs dans le top 10 du SBF120	**5**
Chine et Asie : enjeux importants	**6**
1 – Stellantis : véhicules électriques et Chine	6
2 – Forvia : augmentation de l'exposition à la Chine	9
3 – SEB : un profil de croissance	10
Trois évolutions récentes – Quid pour 2024 ?	**14**
1 – Signa : impact négatif attendu – la prudence demeure	14
2 – IHS Towers : évolution à venir de la gouvernance	14
3 – Cession d'une partie de la participation dans LISI	15
Mise à jour de nos 3 scenarii	**16**
Scénario central	17
Scénario conservateur	17
Scénario optimiste	18
Disclaimer	**23**

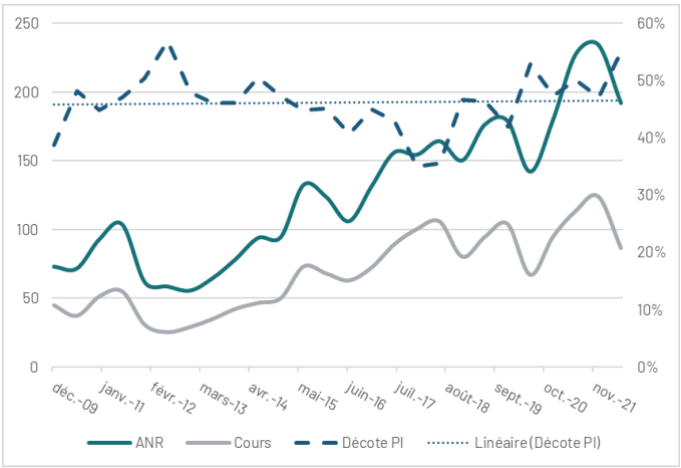
PEUG en images

Graphique 1: Cours de PEUG sur 10 ans

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

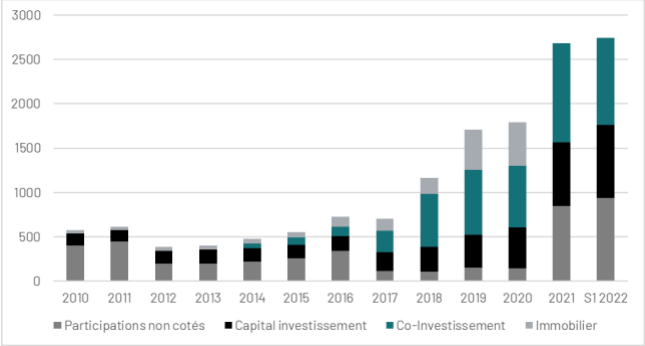


Graphique 3: Décote et ANR historiques sur 12 ans

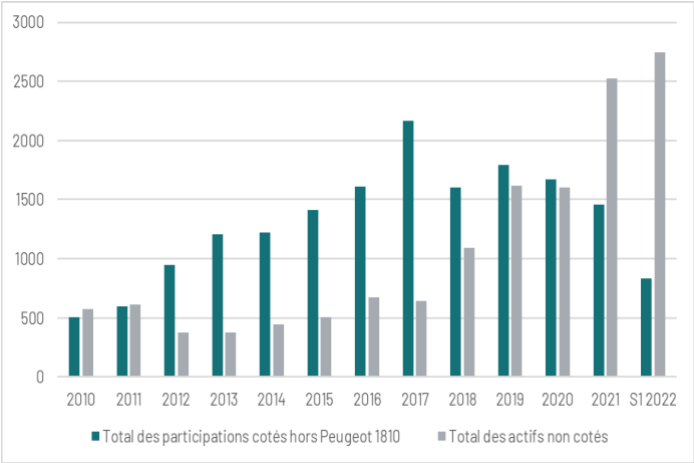


Source des graphiques : Euronext, Peugeot Invest, Theia Recherche *Investissements = Actifs hors Peugeot 1810

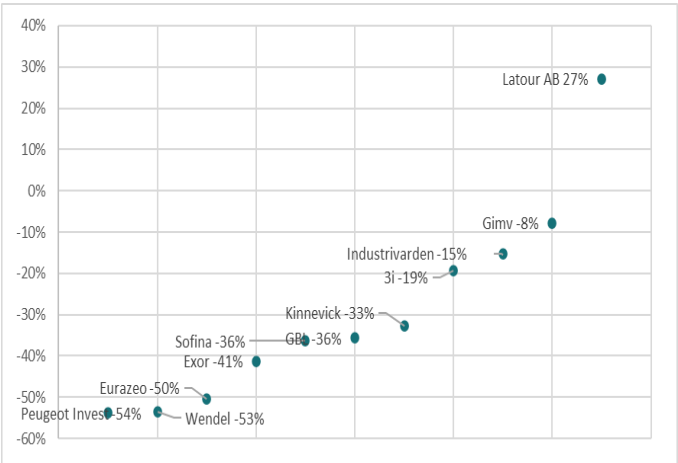
Graphique 4: Évolution des actifs non cotés



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



Graphique 6: Décotes/primes des pairs européens*



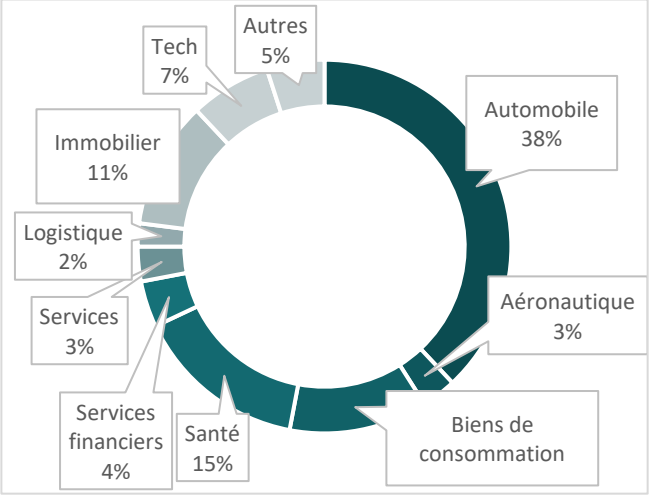
* cours au 27/01/2024 rapportés aux derniers ANR publié

Tableau 1: ANR de Peugeot Invest au 27/01/2024

	30/06/2023	Valeur (M€)
	Stellantis	4374
	Forvia	96
Peugeot 1810 (76,5%) - A		**3726**
	Lisi	105
	SEB	240
	CIEL	8
	Tikehau Capital	66
	Spie	262
	Immobilière Dassault	63
Participations cotées - B		**744**
Participations non cotés - C		**570**
Total des participations D = B+C		**1 315**
Véhicules de capital investissement - E		**894**
Co-Investissement - F		**1084**
	Autres actifs et passifs financiers	176
	Trésorerie	49
Autres actifs - J		**224**
Actif brut réévalué des investissements D+E+F+J		**3 517**
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J		7243
Endettement		-911
Actif net réévalué		**6322**
Actif net réévalué par action		**254,1**
Cours de bourse au 31/12/21		**98,7**
Décote		**61%**

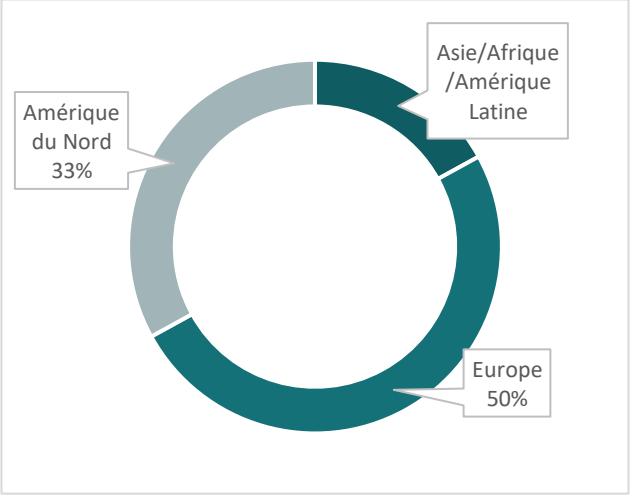
Source : Peugeot Invest, Theia Recherche

Graphique 7: Actifs ABR par secteurs (S1 23)



Source : Peugeot Invest

Graphique 8: Actifs ABR par géographie (S1 23)



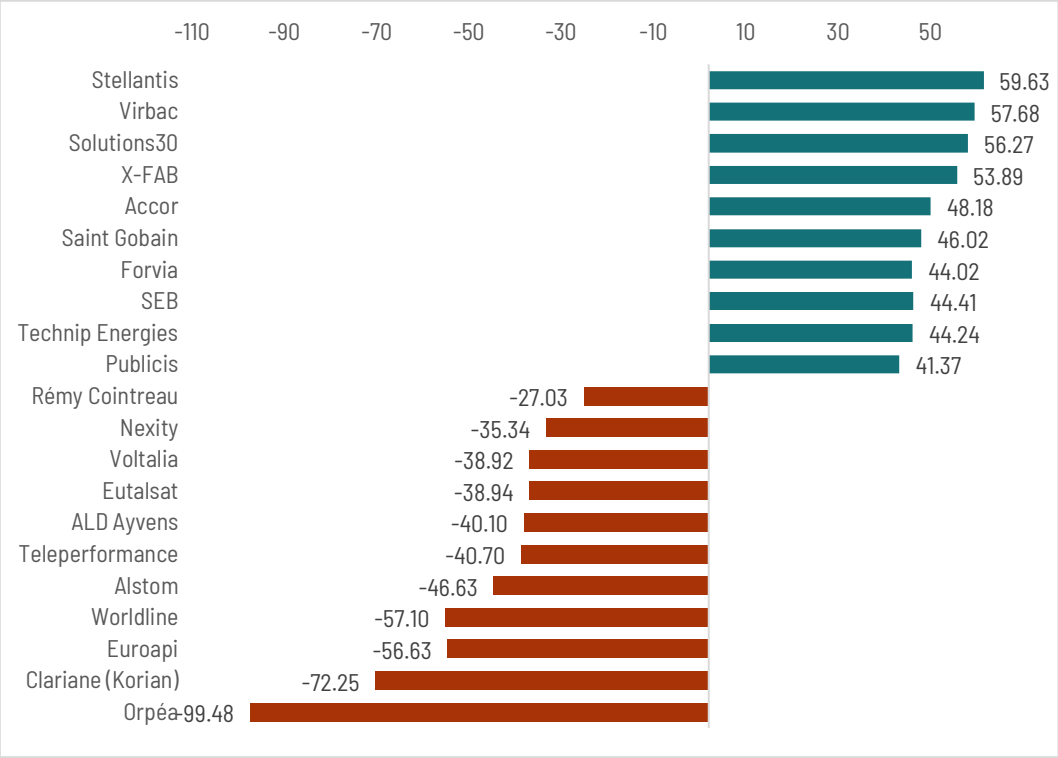
Source : Peugeot Invest

Trois valeurs dans le top 10 du SBF120

A l'issue du S1-2023, nous avions noté que la progression de l'ANR était portée par la performance de Stellantis. Cette surperformance s'est accentuée au S2-2023. Sur l'exercice, les titres Forvia et SEB ont également surperformé et se retrouvent très bien classés dans le top 10 de l'année passée. Nous passons en revue leurs publications récentes. Nous réitérons que l'Asie et notamment la Chine représentent à la fois des enjeux et des opportunités pour le développement de ces 3 groupes.

Palmarès du SBF120 en 2023

Graphique 9: Meilleures et moins bonnes performances du SBF120 l'an dernier



Source : Euronext

Le SBF 120 a gagné 15,2% en 2023 et les 3 groupes auxquels PEUG est exposé ont progressé de plus de 40%. Dans les pages qui suivent, nous revenons sur les événements récents qui ont été communiqués sur Stellantis, Forvia et SEB récemment d'une part, et aussi sur l'importance de l'Asie et notamment de la Chine dans la stratégie de gains de parts de marché pour ces 3 sociétés, d'autre part.

Chine et Asie : enjeux importants

Nous passons en revue les publications récentes de trois groupes. Même si l'Asie et la Chine ne représentent qu'un faible pourcentage des ventes de Stellantis (2%), Forvia y est bien représenté avec 29% du CA tout comme pour SEB., Nous rappelons que ces zones constituent des enjeux et des opportunités majeurs à moyen terme. Dans le cas de Forvia et de SEB, nous rappelons que toute information concernant l'évolution de la croissance chinoise a un impact sur la perception des performances futures de ces 2 groupes.

1 – Stellantis : véhicules électriques et Chine

En 2023, c'est **Stellantis** qui a fini en tête du CAC 40 et du SBF 120 avec une progression de 59,34%. Le groupe a encore démontré la qualité de son exécution avec une marge opérationnelle de 14,4% sur les six premiers mois de 2023. Seuls Porsche et Ferrari, mais avec un positionnement "luxe" très différent, dégagent une rentabilité supérieure.

Les marges de **Stellantis** sont impressionnantes par rapport à celles de ses homologues européens.

Graphique 10: Surperformance de Stellantis vs. Secteur et Stoxx600

L'action **Stellantis** a connu un beau parcours au cours des douze derniers mois, contrairement à la plupart de ses pairs et il en a été de même pour sa rentabilité. Des marges aussi élevées avec des volumes trois fois supérieurs à ceux de BMW et de Mercedes-Benz, soulèvent la question de leur pérennité. La puissance de feu en termes de synergies, de répartition géographique favorable et de gestion axée sur les performances favorisant la prise de décision rapide et la flexibilité des coûts constituent une réponse solide.

Nous nous attendons également à un changement majeur au fur et à mesure que l'industrie automobile évoluera vers les véhicules électriques. **Stellantis** dispose d'atouts pour esquiver les obstacles, ce qui pourrait être la configuration gagnante.

Dans quelle mesure ces marges sont-elles soutenables ? Une marge opérationnelle ajustée à deux chiffres est l'objectif de base de Stellantis depuis sa cotation n janvier 2021. Bien que le plan à l'horizon 2030 prévoie une prolongation de cette marge plancher de 10% jusqu'en 2027 (12% à partir de 2030), ces objectifs sont les résultats de tendances sous-jacentes contradictoires.

A cet égard, **Stellantis** veut éviter d'être entraîné dans une guerre des prix. Le groupe reste aujourd'hui protégé contre une tendance baissière sur les tarifs qui pourrait placer plusieurs concurrents en difficulté et en faire des cibles d'OPA, a récemment indiqué Carlos Tavares. A nouveau, Tesla vient de baisser ses tarifs cette fois sur son SUV Model Y en Allemagne et en France, une semaine après une baisse de prix en Chine faisant craindre comme en 2023 une guerre des prix.

- Rappelons que les véhicules électriques à batterie (BEV) génèrent une plus faible rentabilité accentuée par la pression sur les prix exercée par les nouveaux entrants,
- Rappelons que chez **Stellantis,** l'exposition géographique, les États-Unis et la région dite du "troisième moteur" (MEA + LATAM + APAC) a enregistré des marges d'EBIT ajustées similaires à celles de Porsche de 17,5% et 18,1% au premier semestre 2023
- Et que le groupe bénéficie toujours de synergies entre les marques ex-FCA et ex-PSA.

Ces synergies, qui vont au-delà d'un horizon de 5 ans après la fusion, pourraient s'avérer sous-estimées. L'alliance Renault-Nissan est un exemple de la manière dont la synchronisation des cycles de produits peut prendre du temps, avec une création de l'alliance en 1999 et une première plateforme commune lancée en 2015.

Un T3 meilleur que prévu grâce aux prix et aux volumes.

Le CA du T3 s'est élevé à 45,17 Md€ grâce à la croissance des expéditions (+11%) et à la tarification nette (environ +3,5%, avec un effet prix positif en Amérique du Nord d'environ 2-2,5%, également positif en Europe), tandis que le mix a été légèrement négatif pour le troisième trimestre consécutif. Les commentaires du CFO ont été favorables aux perspectives de marge pour 2023, les coûts devant avoir un impact neutre au S2-2023, hors grève. Stellantis a confirmé ses prévisions pour 2023. Les commentaires de la directrice financière Natalie Knight laissent entrevoir un S2-2023 solide, conforme aux prévisions de juillet.

Leader sur le marché principal de Tesla.

Stellantis a franchi la barre des 25000€ pour le BEV et se positionne en pole position. L'entreprise a présenté récemment sa Citroën ë-C3 avec un prix annoncé de 23,3k€ avant prise en compte des subventions écologiques. La voiture est équipée d'une batterie LFP (batterie moins chère mais moins performante largement utilisée sur le marché chinois) et dispose d'une autonomie de 320 km. Son lancement est prévu le 24 février 2024. Une autre version sera lancée d'ici 2025 avec un prix de départ inférieur à 20000€. Il s'agit d'une réponse à la concurrence chinoise. Tesla n'a pas encore dévoilé sa voiture populaire qui constitue l'étape clé de sa stratégie axée sur le volume.

Stellantis saute le pas en Chine : nouvelle stratégie présentée au CMD du 13 juin 2024 ?

Stellantis s'intéresse à la Chine : le groupe a acquis 20% de la start-up chinoise Leapmotor, spécialisée dans les véhicules électriques, pour un montant de 1,5 Md€ comme nous le notions dans notre dernière publication de septembre 2023. Cette opération fait écho à l'investissement de 700 M€ de VW pour 5% de Xpeng au début de l'année dernière.

Le directeur financier de **Stellantis** a également précisé qu'il n'était pas prévu d'utiliser la plateforme de Leapmotor pour les autres marques de **Stellantis,** ce qui semble être une marque de confiance dans les capacités de la plateforme BEV propriétaire (matériel + logiciel) de l'entreprise.

Poursuite de la revalorisation des multiples ?

Fin novembre, **Stellantis** a annoncé l'exécution d'une transaction dans laquelle le groupe a racheté 50m de ses actions (1,58% de son capital avant annulation) pour 93 M€. La transaction a été exécutée conformément à un cadre de rachat annoncé en juillet 2022 avec le prix fixé au cours de clôture moyen sur cinq jours des actions Stellantis sur sa ligne italienne. Dongfeng conserve 49,2m d'actions Stellantis, soit 1,58% de son capital après l'annulation. Ce rachat d'actions n'a pas d'impact sur le programme de rachat d'actions en cours pour un montant de 1,5 Md€ que le groupe prévoit d'achever avant la fin de l'année.

Le groupe a clairement indiqué ne pas avoir l'intention d'accumuler des liquidités supplémentaires, en conséquence, l''augmentation des rendements par le biais d'un dividende plus élevé et de rachats d'actions supplémentaires demeurent des éléments importants du cas d'investissement.

La cession de Maserati : option pour créer de la valeur ?

Une éventuelle cession ou désengagement partiel de Maserati serait un moyen intéressant pour la direction de créer de la valeur pour les actionnaires. CNH en 2011 et Ferrari en 2015 ont prouvé l'efficacité d'une telle démarche avec le soutien de la famille Agnelli.

L'évaluation de Stellantis

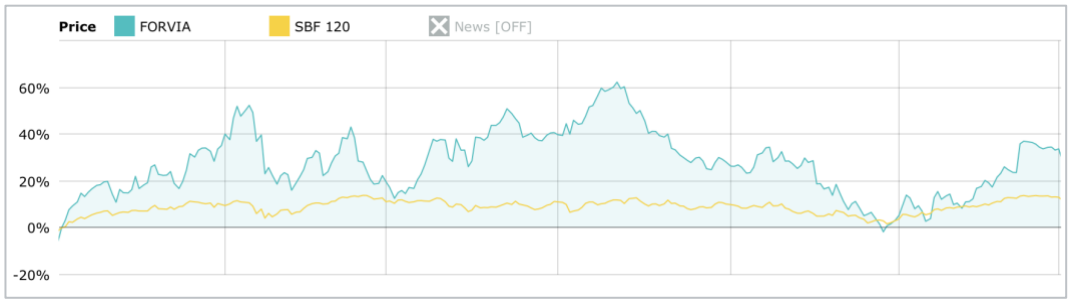
A ce stade, **Stellantis** semble avoir démontré que les constructeurs automobiles européens peuvent s'adapter avec succès au nouveau monde des VE, y compris en termes de volumes. L'évaluation fondée sur le DCF reflète le potentiel de hausse du titre dans le cadre de son plan 2021-30. Toutefois, la plupart des méthodes d'évaluation confirment la sous-

évaluation de l'action, même après avoir pris en compte les multiples déprimés de l'industrie. Avec les familles Agnelli et Peugeot à bord en tant que soutiens de longue date, et Carlos Tavares aux commandes, la structure de gouvernance est à la hauteur du défi mondial auquel l'entreprise est confrontée. Néanmoins, il faudra surveiller les controverses autour de la rémunération du PDG lorsque les discussions sur les suppressions d'emplois dans le secteur se joindront inévitablement à la transition des véhicules électriques. A ce stade, **Stellantis** semble avoir démontré que les constructeurs automobiles européens peuvent s'adapter avec succès au nouveau monde des VE, y compris en termes de volumes.

2 – Forvia : augmentation de l'exposition à la Chine

Fin octobre 2023, **Forvia** a publié son CA pour le T3-2023. Il est ressorti en ligne avec les attentes du consensus, à 6,2 Md€, avec un mix géographique favorable. La croissance organique a atteint 10,7%, soit une surperformance de 7 points, tirée par la surperformance de 12 points de la Chine. **Forvia** a enregistré la plus forte croissance organique parmi les équipementiers français au T3-23.

Graphique 11: Surperformance de Forvia vs. SBF120



Source : Euronext

Focus sur l'Asie notamment la Chine

L'exposition combinée à Tesla et BYD représente aujourd'hui 10% du CA soit la plus élevée parmi les équipementiers européens, avec une solide exposition aux équipementiers chinois dans l'ensemble.

Récemment, le CEO Patrick Koller a présenté sa vision de l'évolution du secteur automobile en grande partie électrique. Pour lui, l'épicentre de ce futur sera en Asie et plus particulièrement en Chine, où l'industrie est portée par des moyens économiques, industriels et humains considérables.

En Europe, la production automobile est d'environ 16,5m d'unités, niveau qui a tendance a stagné. Aux États-Unis, les volumes sont identiques. En revanche, en Asie, elle est de 55m et ne cesse de progresser, poussée par les constructeurs chinois. De cette production, 60% sont exportés vers l'Europe. En ce qui concerne le mix énergétique, il a indiqué qu'en 2030, le véhicule électrique à batterie (BEV) affichera une part de marché de 60% en Europe contre 42% en Chine et 30% en Amérique du Nord.

Concernant la prédominance des acteurs asiatiques et principalement chinois, on estime qu'en 2030, 50% des BEV seront produits en Chine avec des moyens humains considérables. En effet, la Chine et l'Inde ensemble forment 2,8m d'ingénieurs par an contre seulement 400 000 en Europe.

En Chine, les thermiques sont plus chers. Mr Koller a également souligné qu'outre la maîtrise de la technologie, les constructeurs chinois bénéficient d'un coût de l'énergie jusqu'à trois fois inférieur à celui pratiqué en Europe. D'autant plus que les constructeurs chinois, poussés par le gouvernement, investissent massivement dans le développement des BEV. En Europe, en 2022, un BEV coûtait 23% plus cher que son équivalent thermique. En Chine, sans que cela soit dans les mêmes proportions, les BEV sont moins chers que les véhicules thermiques.

En Chine, le renouvellement est très rapide. En outre, les propositions des constructeurs chinois évoluent vite. Ainsi, certains modèles sont renouvelés tous les trois ans avec un temps de développement court (inférieur à 2 ans), alors que chez les constructeurs occidentaux, les prises de décision et les délais de développement sont beaucoup plus longs. Le marché chinois, extrêmement compétitif, favorise ce turnover très important des modèles. En parallèle, les voitures électriques restent encore trop chères d'autant plus que les européens abandonnent le segment A, alors que les constructeurs chinois ont sur leur marché des propositions intéressantes autour des 10000€ avec une autonomie d'environ 300 km.

Le groupe reste focalisé sur la génération de FCF

Les besoins limités en investissements sont un soutien au FCF 2023-24. Un nouveau programme de cession d'1Md€ a été annoncé récemment, destiné à accélérer le désendettement et la baisse des frais financiers nets à partir de 2025 ; la cession de BHTC par Hella a constitué la première étape de ce plan et devrait contribuer à hauteur de 200 M€.

La direction a confirmé ses prévisions pour 2023, tout en soulignant les incertitudes liées à la durée de la grève de l'UAW, qui a eu un impact relatif sur **Forvia** pour l'instant. Le groupe bénéficie de solides positions mondiales dans les systèmes d'échappement, les sièges et les systèmes intérieurs, d'une concentration sur la rationalisation des coûts et des dépenses d'investissement pour maximiser la création de valeur.

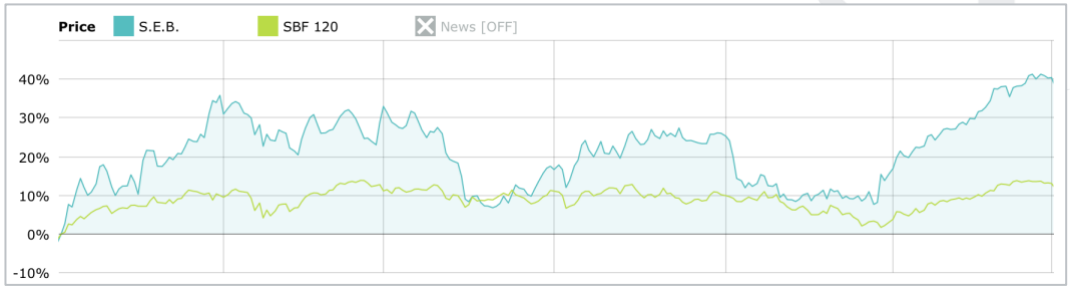
A moyen terme, **Forvia** reste favorisé par la Chine, qui est la région la plus rentable et qui connaît la croissance la plus rapide. Les équipementiers coréens et japonais sont de plus en plus réceptifs à l'offre du groupe et l'amélioration des marges en Amérique du Nord.

3 – SEB : un profil de croissance

SEB est le leader mondial du petit électroménager, marché mondial de 75Md€, marché en croissance, rentable, peu gourmand en investissements et générateur de cash qui permet au groupe de générer un cash flow libre récurrent et d'autofinancer sa croissance externe, tant dans le Grand Public que dans le Professionnel.

Le groupe a tenu un Capital Market Day début décembre 2023. Le président du conseil d'administration a souligné que les marchés finaux de **SEB** sont en croissance structurelle sous l'effet de l'expansion de la classe moyenne, notamment dans les marchés émergents (de 2 Md€ en 2010 à 3 Md€ d'ici 2030), du vieillissement de la population, de l'intensification des échanges, de la sensibilisation croissante à une alimentation saine et de la demande croissante de produits durables, réparables et réutilisables, notamment dans les marchés développés.

Graphique 12: Surperformance de SEB vs. SBF120



Source : Euronext

L'équipement professionnel constitue un axe de croissance. Le marché professionnel est attractif, en croissance et plus rentable que le marché grand public (>15% EBIT, marge ajustée). Il offre un fort potentiel de fusions-acquisitions, car il est encore très fragmenté.

SEB bénéficie : 1) de la stabilité de son actionnariat, avec à la fois un actionnariat familial (huitième génération) et des actionnaires de long terme (BPI, Peugeot Invest) ; 2) de la stabilité managériale (les 200 premiers dirigeants ont en moyenne 14 ans d'ancienneté) et 3) d'une gouvernance qui tient compte d'une séparation des pouvoirs entre le président du conseil d'administration et le directeur général.

SEB entend renforcer son leadership sur le marché en croissance structurelle (>3%) du Grand Public (marché de 75 Md€, dont 50 Md€ pour le petit électroménager et 25 Md€ pour les ustensiles de cuisine), tiré par la montée en puissance de la classe moyenne, l'augmentation des besoins locaux, le trading up et le multi-équipement.

Dans le segment professionnel (marché de 15 Md€), **SEB** vise à devenir un acteur de référence grâce à l'expansion géographique (l'Europe représente aujourd'hui moins de 30% des ventes de la division) et au développement dans des catégories adjacentes au segment principal des machines à café professionnelles, notamment par le biais d'acquisitions. Dans la division Consumer & Professional, **SEB** bénéficie d'une empreinte industrielle solide et flexible. 60% de tous les produits vendus sont fabriqués en interne grâce aux 41 sites de production que **SEB** possède dans 14 pays.

Le groupe bénéficie d'une forte puissance de feu dans le domaine de l'innovation. L'éco-conception est également devenue au fil du temps une priorité essentielle pour le groupe et s'impose comme un argument de vente (90% des produits chez **SEB** seront réparables dans les 15 ans suivant l'achat à un prix juste).

3000 employés se consacrent à l'innovation chez **SEB** et 300 M€ sont investis chaque année. **SEB** dépose environ 500 nouveaux brevets par an et compte aujourd'hui environ 10000 brevets actifs. Le groupe a développé un centre mondial d'innovation à Ecully (France) ainsi que six autres centres dans le monde. L'innovation est un moteur essentiel de la croissance puisqu'environ un tiers des recettes totales (en 2023) proviennent de produits lancés depuis 2021.

La Chine : développement de Supor

Supor est passé d'une marque de niche à une position de leader (numéro 1 du petit électroménager et des ustensiles de cuisine) dans toutes les catégories (de 11 au départ à 38 catégories couvertes aujourd'hui). Supor vend 150m de produits chaque année et dispose de 20000 brevets actifs dans le pays.

La direction de Supor est optimiste sur le potentiel de croissance du marché chinois du petit électroménager et des ustensiles de cuisine en s'appuyant sur : 1) une base de clientèle en croissance : malgré les enjeux démographiques actuels, le nombre de ménages ne cesse d'augmenter, les plus jeunes et les plus aisés étant désireux de s'équiper (8m de personnes supplémentaires de la classe moyenne chaque année d'ici 2030). 2) une urbanisation croissante : on estime que 9m de personnes quitteront les villes rurales pour s'installer dans les villes urbaines d'ici 2030, ce qui entraîne une demande croissante de petits appareils ménagers et d'ustensiles de cuisine (13 équipements par ménage dans les zones urbaines contre une moyenne globale de 10 en Chine). 3) Un taux d'équipement en hausse : le taux d'équipement en Chine a plus que doublé, passant de 4 à 10 aujourd'hui en moyenne dans le pays. Toutefois, il ne représente qu'à peine la moitié du niveau des pays développés occidentaux.

Supor vise à renforcer ses parts de marché dans les catégories existantes tout en entrant dans de nouvelles catégories telles que la cuisson électrique, le nettoyage domestique et le confort de la maison, en s'appuyant sur :

- L'innovation,
- Des marques fortes,
- La maîtrise du time to market,
- Une empreinte de production solide et compétitive, notamment en Chine.

Supor est reconnu pour son potentiel d'innovation avec une mise sur le marché très rapide et une qualité supérieure (3000 brevets déposés par an, taux de rappel inférieur à 1%, le meilleur niveau en Chine) et le taux de recommandation le plus élevé pour ses produits. Supor réalise déjà plus de 70% de son CA en ligne, avec une présence solide chez les principaux acteurs du commerce électronique (Tmall, Pinduoduo, Tik Tok et JD.com) et continue d'étendre sa présence.

Le marché professionnel du café : l'Asie à conquérir

SEB est déjà leader mondial sur le segment des machines à café professionnelles avec une part de marché de 30% sur les machines à café entièrement automatiques grâce à WMF & Schaerer. **SEB** est leader dans les trois plus grands pays que sont la Chine, les États-Unis et l'Allemagne.

Le groupe couvre toute la chaîne de valeur, de la fabrication à la distribution, en passant par la R&D, l'installation, la maintenance et les services (30 % des ventes aujourd'hui). Les machines à café professionnelles représentent un marché attractif qui devrait croître à un taux de croissance annuel moyen de 5%, dont environ 10% pour les machines à café entièrement automatiques qui gagnent des parts de marché par rapport aux machines à café d'entrée de gamme et aux machines à café filtre (+3% de taux de croissance annuel moyen). La consommation de café est en croissance structurelle dans les marchés sous-pénétrés d'Asie (Chine, Asie du Sud-Est et Inde) qui sont des marchés de premier équipement, tandis que les marchés occidentaux sont considérés comme des marchés de remplacement.

Le modèle de croissance est fondé sur :

- Une large base de clients (>60000 clients dans la division avec notamment 7 des 10 plus grandes chaînes de café couvertes),
- Une offre couvrant toutes les catégories avec un portefeuille de marques complémentaires (WMF, Schaerer, Wilbur Curtis, et La San Marco) et,
- Une connaissance du consommateur permettant de développer des innovations.

Perspectives à moyen terme

Lors du CMD, le nouveau DAF Olivier Casanova a réitéré le taux de croissance annuel moyen des ventes de 7% et la marge d'EBIT moyenne de 10%. Celle-ci s'appuie sur :

- Une exposition aux pays matures et émergents,
- Une exposition équilibrée aux segments,
- Une large couverture des catégories,
- L'innovation,
- L'amélioration du mix,
- Le pricing power,
- Les économies d'échelle et une capacité d'adaptation de la structure de coûts.

La génération de FCF permet d'autofinancer des opérations de croissance externe tout en conduisant un désendettement régulier. Par ailleurs, le groupe verse des rendements réguliers par le biais de dividendes (taux de distribution moyen de 32%).

Pour la 1ère fois, le groupe s'est engagé financièrement sur le moyen terme en annonçant un taux de croissance annuel moyen des ventes LFL d'au moins 5%, une marge proche de 10% en 2024 et d'environ 11% à moyen terme (trois à cinq ans, 2027 ?), tout en continuant à générer un FCF libre annuel substantiel. Le levier financier devrait rester dans la fourchette de 1,5 à 2x, mais pourrait augmenter temporairement à > =3,5x en cas d'acquisition transformante.

Trois évolutions récentes – Quid pour 2024 ?

Dans cette section, nous rappelons trois évolutions récentes, communiquées fin novembre pour la 1ère, en janvier pour la 2ème et la 3ème et qui peuvent influencer l'ANR de PEUG (négatif ou positif) pour l'exercice 2023, puis sur le moyen terme. Compte tenu des incertitudes autour du secteur de l'immobilier d'une part et de la valorisation des investissements non cotés d'autre part, nous pensons que Peugeot Invest abordera 2024 de façon prudente.

1 – Signa : impact négatif attendu – la prudence demeure

A l'issue du S1-2023, dans un environnement qui s'est notamment traduit par une hausse de l'inflation et une remontée rapide des taux d'intérêt, le secteur immobilier (11% de l'actif brut réévalué mi-2023) a été impacté avec une pression haussière sur les taux de capitalisation, l'impact du télétravail et l'attractivité des emplacements pour les bureaux. Dans cet environnement incertain, la valorisation de la majorité des actifs immobiliers a été ajustée à la baisse.

Le 30 novembre dernier, Peugeot Invest a pris acte de l'ouverture de procédures d'insolvabilité à l'égard de plusieurs entités du groupe Signa. A cette date, la participation dans Signa Prime Selection était valorisée à 132 M€ et celle dans Signa Development Selection à 51 M€. L'exposition de Peugeot Invest au groupe Signa représentait fin 2023 2,9% de l'ABR qui s'élevait à 6,4 Md€ fin S1-2023.

Compte tenu de ces éléments, il est probable que PEUG révise à nouveau en baisse la valeur de son exposition à Signa au 31/12/2023. Selon nous, PEUG devrait en conséquence demeurer prudent vis-à-vis de ce secteur et de sa valorisation en 2024.

2 – IHS Towers : évolution à venir de la gouvernance

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.

Dans notre dernière publication de septembre 2023, nous avions expliqué les problèmes opérationnels et de gouvernance auxquels IHS faisait face depuis son introduction en bourse. Ceux-ci avaient entraîné une lourde chute du titre sur les 2 dernières années. Aujourd'hui, son actionnaire principal Wendel a annoncé qu'IHS Towers et Wendel ont conclu un accord pour présenter et soutenir des changements à la gouvernance d'entreprise d'IHS lors de sa prochaine AG.

L'objectif de cet accord est d'aligner la gouvernance d'IHS avec les meilleures pratiques des sociétés cotées aux États-Unis, de créer un alignement entre le Conseil d'administration

de la société et les actionnaires, et d'améliorer la perception générale d'IHS par le marché. Le règlement du différend sur la gouvernance d'entreprise devrait permettre à IHS Towers de se concentrer sur l'exécution de sa stratégie et de favoriser la restauration de la valeur pour les actionnaires.

3 – Cession d'une partie de la participation dans LISI

Très récemment, PEUG a cédé une partie de sa participation dans LISI pour 1,9m titres, représentant environ 4,08% du capital au 31 décembre 2023.

PEUG est présent auprès de LISI depuis 1977 (holding). Cette cession intervient à la suite de la réorganisation de la structure actionnariale du groupe, (OPRA chez Lisi puis fusion de la holding CID et du groupe coté) à laquelle Peugeot Invest a contribué aux côtés des autres actionnaires familiaux de la société.

A l'issue de cette opération, Peugeot Invest conserve 10% du capital et 5% des droits de vote et reste le 2nd actionnaire de Lisi. Peugeot Invest s'est engagée à conserver l'intégralité de sa participation résiduelle pendant 6 mois.

Mise à jour de nos 3 scenarii

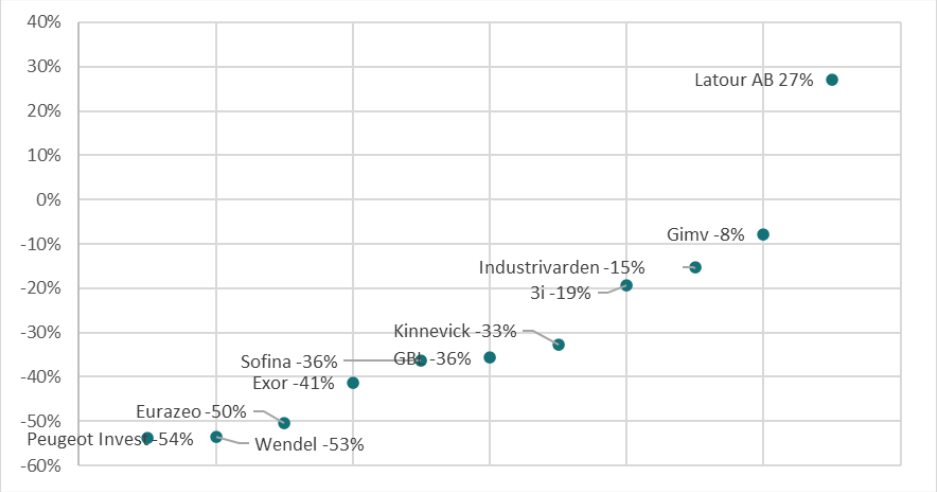
Theia Recherche propose un scénario central et deux scenarii alternatifs, plus optimiste pour l'un, plus pessimiste pour l'autre. Avec une décote de 45%, notre scenario central fait apparaître un potentiel de hausse de 42%. De façon très prudente, nous retenons tous les cours des actifs cotés à fin janvier (sans potentiel de hausse).

Pour refléter l'incertitude qui habite les marchés, il ne nous semble pas pertinent de retenir les objectifs de cours du consensus d'analystes pour les participations cotées. Nous avons repris les cours de fin janvier 2024. Nous appréhendons donc nos calculs de façon conservatrice avec des hypothèses prudentes.

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

- des participations cotées (55% de l'ABR total au 30/06/2023) retenues au cours de clôture du 27 janvier dernier.
- les participations non cotées auxquelles nous appliquons un TRI forfaitaire de 7% à 15% (il s'agit de sociétés où le groupe exerce une influence dans la gouvernance, par exemple Tikehau, International SOS, Acteon…).
- 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 à 12 moisde 15% pour le scénario optimiste
    - TRI à 12 mois de 12% pour le scénario central
    - TRI à 12 mois de 7% pour le scénario conservateur

Graphique 13 : Décotes / Primes de holdings européens au 27/01/2024



Source : Theia Recherche, sociétés

Scénario central

Il se fonde sur un TRI à 12 mois de 12% pour les actifs non cotés. Il aboutit à un ANR potentiel de 255€ par action. L'application d'une décote de 45% au lieu de 61% actuellement dégagerait un upside de 42% sur le cours de bourse.

Tableau 1 : Scenario central

	Cours au 27/01/2024	Nbre de titres	Valeur (M€)
Stellantis	19,5	224 075	4374
Forvia	15,8	6 050	96
Peugeot 1810 (76,5%) - A		**76,50%**	3419
Lisi	21,9	4 795	105
SEB	107,2	2 224	240
CIEL	7,0	115 000	8
Tikehau Capital	21,5	3 100	66
Spie	30,8	8 500	262
Immobilières Dassault	5%		63
Participations cotées - B			**4163**
Participations non cotés - C	TRI 12 mois	10%	**638**
Total des participations D = B+C			**4802**
Véhicules de capital investissement - E	12%		1001
Co-Investissement - F	**12%**		**1214**
Autres actifs et passifs financiers			176
Trésorerie			49
Autres actifs - J			**225**
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J			**7273**
Endettement			-911
Actif net réévalué			**6362**
Actif net réévalué par action			**255**
Cours de bourse au 27/01/2024			**99**
Décote cible / cours cible	45%		140
Potentiel de hausse du cours			42%

Source : Theia Recherche

Scénario conservateur

Il se fonde les cours de bourse des participations cotées au 27/01/2024, un TRI à 12 mois de 7% pour les actifs non cotés et une décote de 55%. Il aboutit à un ANR potentiel de 260€ par action et un cours potentiel de 117€ soit +18%.

Tableau 2 : Scenario conservateur

	Cours au 27/01/2024	Nbre de titres	Valeur (M€)
Stellantis	19,5	224 075	4374
Forvia	15,8	6 050	96
Peugeot 1810 (76,5%) - A		76,50%	**3419**
Lisi	21,9	4795	105
SEB	107,8	2 224	240
CIEL	7,0	115 000	8

Tikehau Capital	21,5	3 100	66
Spie	30,8	8 500	262
Immobilières Dassault	5%		63
Participations cotées - B			4163
Participations non cotés - C	**TRI 12 mois**	**7%**	**610**
Total des participations D = B+C			**4763**
Véhicules de capital investissement - E	**7%**		**957**
Co-Investissement - F	7%		**1 160**
Autres actifs et passifs financiers			176
Trésorerie			49
Autres actifs - J			**225**
Actif brut réévalué total A+D+E+F+J			**7383**
Endettement			-911
Actif net réévalué			**6472**
Actif net réévalué par action			260
Cours de bourse au 27/01/2024			99
Décote cible / cours cible	55%		117
Potentiel de hausse du cours			18%

Source : Theia Recherche

Scénario optimiste

Il se fonde sur un TRI de 15% pour les actifs non cotés et une décote de 45%. Il aboutit à un ANR potentiel de 392€ par action. L'application d'une décote de 45% au lieu de 61% actuellement dégagerait un upside de près 120% sur le cours de bourse.

Tableau 3 : scenario optimiste

	Cours au 27/01/2024	Nbre de titres	Valeur cible (M€)
Stellantis	19,5	224 075	4 374
Forvia	15,8	6 050	96
Peugeot 1810 (76,5%) - A		**76,50%**	**3 419**
Lisi	21,9	4795	105
SEB	107,8	2 224	240
CIEL	7,0	115 000	8
Tikehau Capital	21,5	3 100	66
Spie	30,8	8 500	262
Immobilières Dassault	5%		63
Participations cotées - B			**4163**
Participations non cotés - C	TRI 12 mois	15%	**656**
Total des participations D = B+C			**4819**
Véhicules de capital investissement - E	15%		**1028**
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			10738
Endettement			-911
Actif net réévalué			**9827**
Actif net réévalué par action			**394**

Cours de bourse au 27/01/2024			99
Décote cible / cours cible	45%		217
Potentiel de hausse du cours			120%

Source : Theia Recherche

Compte de résultats au 31/12 (M€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Produits des immobilisations financières	159	172	230	154	186	227	640	309
Produits des immeubles de placement	1	3	1	2	2	5	6	13
Produits des autres activités	3	3	4	4	3	3	0	0
Produits des activités ordinaires	**164**	**178**	**235**	**160**	**190**	**235**	**646**	**322**
Frais d'administration générale	-17	-18	-21	-23	-32	-37	-34	-37
	1	1	0					
Dépréciation d'actifs disponibles à la vente	-5	-1	-4					
Coût de l'endettement financier	-12	-10	-13	-15	-20	-28	-29	-28
Résultat des sociétés intégrées avant impôt	**130**	**150**	**197**	**122**	**138**	**170**	**583**	**257**
Quote-part dans le résultat net des entreprises associées	32	18	21	6	9	-14	13	24
Résultat consolidé avant impôt	**161**	**168**	**218**	**128**	**147**	**155**	**596**	**281**
Impôts sur les résultats (y compris impôts différés)	-3	-18	4	-13	-16	11	-75	-17
Résultat net consolidé	**159**	**150**	**222**	**115**	**131**	**166**	**521**	**264**
Dont part des minoritaires	1	0	0	0	0	-32	-62	-48
Dont part du groupe	159	150	222	115	131	134	456	237
Par action								
publié	6,3	6,0	8,9	4,6	5,3	5,4	18,3	9,5
dilué	6,4	6,0	9,0	4,6	5,3	5,4	18,41	9,56
Nombre d'actions moyen								
publié	25,16	25,07	25,07	24,92	24,92	24,92	24,92	24,92
dilué	25,16	25,07	25,07	24,92	24,92	24,92	24,92	24,92

Source : Peugeot Invest

Autres éléments du résultat global au 31/12 (M€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Résultat net consolidé	159	150	222	115	131	166	521	264
Effets des mises en équivalence sur le résultat global net	9	-3	-6	7	17	11	9	17
Réévaluations nettes des actifs financiers	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	3	-2	3	-1	-3	0	4	14
Écarts de change			-14	12	10	-49	46	31
Autres réévaluations directes nettes par capitaux propres	-7	11	-16	11	7	-3	41	20
Total des autres éléments du résultat global	585	32	292	-4	540	255	1 023	-1 116
RÉSULTAT GLOBAL CONSOLIDÉ	**743**	**182**	**513**	**111**	**671**	**422**	**1 541**	**-831**
Dont part du Groupe	744	182	513	111	671	112	1 286	-677
Dont part des minoritaires	-1	0	0	0	0	310	255	-154

Source : Peugeot Invest

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

Source : Peugeot Invest

Bilan au 31/12 (M€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Concessions, brevets, valeurs similaires	0	0	0	0	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	0	0	0	0	0	0	0	0
Immeubles de placement	16	18	18	19	19	22	27	
Terres	13	13	13	13	13	13		
Constructions	0	0	0	2	2	1		1
Plantations	1	1	1	1	1	1		
Autres immobilisations	1	1	2	1	1	1	1	1
Droits d'utilisation locatif					4	3	3	4
Immobilisations corporelles	32	34	35	36	41	43	30	6
Participations dans les entreprises associées (mises en équivalence)	286	222	248	258	287	274	300	321
Participations non consolidées	2 686	2 967	3 341	3 172	3 792	4 738	5 834	4 598
Titres immobilisés de l'activité de portefeuille (TIAP)	363	485	745	1 133	1 515	1 607	2 210	2 346
Autres actifs financiers non courants	206	4	12	6	6	25	27	43
Actifs financiers non courants	3 540	3 678	4 347	4 568	5 600	6 644	8 371	7 308
Impôts différés – Actif	21	3	5	3	4	29	12	2
Actifs non courants	3 593	3 715	4 386	4 607	5 644	6 716	8 413	7 316
Stocks	11	10	10	7	8	9		
Impôts courants	0	2	4	0		7	0	5
Autres créances	1	2	7	2	3	5	14	25
Trésorerie et équivalents de trésorerie	16	6	17	11	31	88	52	70
Actifs courants	29	20	38	21	41	108	66	101
Actifs Totaux	3 622	3 736	4 424	4 628	5 685	6 825	8 479	7 417
Capital apporté	25	25	25	25	25	25	25	25
Primes liées au capital	158	158	158	158	158	158	158	158
Réserves	2 586	2 737	3 104	3 271	3 874	4 011	4 928	4 405
RÉSULTAT DE L'EXERCICE (part du Groupe)	159	150	222	115	131	134	456	237
Total capital et réserves (part du Groupe)	2 928	3 070	3 509	3 570	4 189	4 328	5 568	4 825
Intérêts minoritaires	-1	-1	0	0	-1	619	859	651
TOTAL CAPITAUX PROPRES	2 928	3 069	3 509	3 569	4 188	4 947	6 427	5 476
Passifs financiers non courants	593	587	817	935	1 340	1 713	1 814	1 779
Impôts différés – Passif	85	68	83	98	134	125	206	164
Provisions	0	1	1	1	1	1	1	0
Autres dettes non courantes	0	1	0	0	0	0		
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	679	656	901	1 034	1 474	1 838	2 021	1 943
Passifs financiers courants	5	5	7	12	9	10	7	14
Impôts courants	5	0	0	7	2	13	13	9
Autres dettes	6	5	8	6	11	17	11	13
TOTAL PASSIFS COURANTS	15	10	14	25	23	39	31	36
Passifs totaux	3 622	3 736	4 424	4 628	5 685	6 825	8 479	7 455
					24,92	24,92		
Verif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	38,10
Trésorerie nette	11,68	1,66	10,65	-0,63	21,32	78,31	45,12	56,05
Capitaux permanents	3 525,40	3 660,72	4 332,55	4 516,03	5 537,25	6 669,42	8 247,86	7 269,26
Actifs immobilisés	3 593,20	3 715,36	4 386,27	4 606,84	5 644,07	6 716,05	8 412,87	7 316,23
Fonds de roulement	-67,80	-54,64	-53,72	-90,81	-106,82	-46,63	-165,01	-46,97
BFR	1,61	8,60	12,75	-3,01	-3,27	-9,08	-10,29	9,01
FR-BFR	-69,41	-63,24	-66,47	-87,81	-103,55	-37,55	-154,72	-55,98
Dette brute	693,65	665,31	914,26	1 057,80	1 496,80	1 876,59	2 050,89	1 978,62
Dette nette	677,33	658,94	896,85	1 046,39	1 466,14	1 788,55	1 999,14	1 908,72
dont dette locative					4,011	3,471		

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 réfléchie 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