

# LA LETTRE DE XAVIER PAPER

## WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 53

Novembre 2012

### PSA PEUGEOT CITROËN : UNE VALORISATION BOURSIERE A LA CASSE

Le 23 novembre 2012, l'action Peugeot clôture à 4,753 euros, ce qui, sur la base d'un capital constitué de 354 848 992 actions, correspond à une capitalisation boursière légèrement inférieure à 1,69 milliards d'euros. Ce cours de 4,753 euros, soit près de quatorze fois moins que son plus haut niveau de 65,030 euros enregistré en juillet 2007, est assez proche du plus bas historique de 4,396 euros observé il y a quelques jours, le 16 novembre 2012. Précisons que le groupe General Motors, qui a pris, en mars 2012, une participation de 7% dans le groupe Peugeot à l'occasion d'une augmentation de capital réalisée sur la base d'un prix d'émission de 8,27 euros par action, a déjà quasiment perdu la moitié de sa mise, d'environ 320 millions d'euros.

### LA DECONNEXION DU COURS DE BOURSE ET DES CAPITAUX PROPRES

Une telle capitalisation boursière, qui traduit, de manière excessive, la très grande méfiance actuelle des marchés financiers et la proximité, à leurs yeux, d'un scénario de faillite ou de démantèlement, apparaît aberrante, à la lumière de quelques indicateurs de nature purement comptable affichés par le groupe Peugeot au 30 juin 2012. En effet, cette capitalisation boursière représente :

- 25% de la valeur nette comptable des stocks, d'un montant de 6,71 milliards d'euros ;
- 12% de la valeur nette comptable des immobilisations corporelles, d'un montant de 14,49 milliards d'euros ;
- 24% des immobilisations incorporelles et écarts d'acquisition, d'un montant global de 7,19 milliards d'euros ; et
- 12% des capitaux propres (part du groupe), d'un montant de 14,09 milliards d'euros.

S'agissant du dernier indicateur, le groupe Peugeot n'est pas le seul constructeur automobile français à afficher une capitalisation boursière très largement inférieure à ses capitaux propres. En effet, le groupe Renault présente un profil similaire, mais dans des proportions toutefois bien moindres ; le 23 novembre 2012, sa capitalisation boursière s'élève à 11,29 milliards d'euros et représente ainsi 46% de ses capitaux propres (part du groupe), d'un montant de 24,67 milliards d'euros au 30 juin 2012.

Dans les secteurs d'activité industriels, généralement très capitalistiques, à l'image de l'industrie automobile, le montant des capitaux propres constitue habituellement une référence pertinente en termes d'évaluation. Or, l'écart, d'un montant de 12,4 milliards d'euros, qui existe, à ce jour, entre la capitalisation boursière et le montant des capitaux propres du groupe Peugeot, ces deux indicateurs évoluant quasiment dans un rapport de un à huit, est révélateur, d'une part de l'excès de pessimisme des marchés financiers, d'autre part des limites des règles et méthodes comptables, les normes IFRS au cas d'espèce, qui font abstraction du cours de bourse et reposent généralement, pour les besoins des tests de dépréciation, sur les business plans du management et sur les flux de trésorerie futurs actualisés correspondants.

### LA RECOMMANDATION DE L'AMF RELATIVE AUX TESTS DE DEPRECIATION

S'agissant des tests de dépréciation, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a publié le 16 novembre 2012, comme elle le fait chaque année à l'approche de la clôture de l'exercice, sa recommandation n° 2012-16 relative à l'arrêté des comptes 2012 et indique :

---

«Fin 2011, près de la moitié des sociétés du CAC 40 a une capitalisation boursière inférieure à ses capitaux propres. Fin 2010 cette proportion n'était que d'un tiers.

Il convient de rappeler qu'un tel écart n'entraîne pas automatiquement de dépréciation sur les goodwill et autres actifs corporels et incorporels. En revanche, il constitue un indice qu'une dépréciation peut être nécessaire et doit donc conduire à la mise en œuvre d'un test de dépréciation. Or, en 2012, on a pu constater que certains écarts se creusaient entre valeur de marché et capitaux propres des entreprises. Par conséquent, l'AMF souhaite particulièrement attirer l'attention des émetteurs sur l'importance de ces tests de dépréciation et la qualité des informations fournies en annexe. Un aspect important de ces informations en annexe porte sur l'approche retenue pour effectuer le test de dépréciation... Pour une activité ayant connu des pertes ou opérant sur un segment en récession, cela pourra prendre la forme d'une indication de l'horizon de temps à l'issue duquel un rétablissement est prévu...».

## **LES TESTS DE DEPRECIATION DU GROUPE PEUGEOT AU 30 JUIN 2012**

Lors de l'établissement de son rapport financier semestriel au 30 juin 2012, le groupe Peugeot n'enregistre pas de dépréciation au titre de l'UGT division Automobile et indique, à la note 7 de l'annexe aux comptes (Produits et charges opérationnels non courants), qu'il utilise un taux d'actualisation de 8,5% et un taux de croissance à l'infini de 1%. Néanmoins, une dépréciation serait nécessaire avec un taux d'actualisation majoré de 0,5%, un taux de croissance à l'infini limité à 0,5% ou un taux de résultat courant rapporté au chiffre d'affaires inférieur de 0,5% pour l'année de référence de la valeur terminale. Concernant les UGT Véhicules et autres actifs automobiles, le test au 30 juin 2012 conclut à l'absence de dépréciation, sous réserve des exceptions suivantes :

- 127 millions d'euros au titre de la dépréciation des actifs de production de l'usine d'Aulnay, hors terrains et certains outillages ;
- 161 millions d'euros au titre de la dépréciation d'actifs résultant des pertes prévisionnelles assises sur les engagements d'approvisionnement des UGT des véhicules produits en coopération et 215 millions d'euros au titre d'une provision complémentaire pour pertes sur contrats déficitaires ; et
- 109 millions d'euros au titre de la dépréciation d'autres actifs.

Les provisions constituées au 30 juin 2012 au titre de dépréciations d'actifs et de pertes sur contrats déficitaires s'élèvent donc à un montant global de 612 millions d'euros.

En outre, il ressort de la note 21 de l'annexe aux comptes (Evénements postérieurs à la clôture) que les coûts liés au projet de réorganisation des activités industrielles et de redéploiement des effectifs, annoncé le 12 juillet 2012, et devant se traduire par le reclassement ou le départ de 8 000 salariés, dont le montant est estimé entre 500 et 600 millions d'euros, seront comptabilisés par voie de provision au titre du deuxième semestre 2012.

Sur la base des seules provisions complémentaires précitées, telles qu'attendues au titre du deuxième semestre 2012, le montant des capitaux propres du groupe Peugeot au 31 décembre 2012 sera toujours environ huit fois supérieur à sa capitalisation boursière.

## **CONCLUSION**

Le cas du groupe Peugeot est symptomatique des écarts susceptibles d'exister entre la capitalisation boursière de certains groupes, en proie à de graves récessions, et le montant de leurs capitaux propres, qui, d'un strict point de vue comptable, n'ont pas à répliquer les mouvements erratiques [...]

---

[...] de la bourse. Pour un esprit logique, la coexistence de méthodes d'évaluation (le cours de bourse et les capitaux propres) présentant des écarts de un à huit pose problème. Soit les règles et méthodes comptables ont raison et il faut alors se précipiter acheter des actions Peugeot, soit les marchés financiers ont raison et il faut alors se demander si le montant des capitaux propres du groupe Peugeot peut durablement représenter huit fois sa capitalisation boursière. Sous tous ces aspects, l'évolution du cours de bourse et l'arrêté des comptes au 31 décembre 2012 seront donc très riches d'enseignements.

---

**PAPER AUDIT & CONSEIL**

222, boulevard Pereire  
75017 Paris, France  
+33 1 40 68 77 41  
[www.xavierpaper.com](http://www.xavierpaper.com)

**Xavier Paper**  
+33 6 80 45 69 36  
[xpaper@xavierpaper.com](mailto:xpaper@xavierpaper.com)

**Patrick Grinspan**  
+33 6 85 91 36 23  
[pgrinspan@xavierpaper.com](mailto:pgrinspan@xavierpaper.com)