

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 79

février 2015

PSA PEUGEOT CITROËN : LE LION PULVÉRISE SON PRICE TO BOOK RATIO

Dans une précédente lettre (Novembre 2012 - Numéro 53), nous faisons le constat que, le 23 novembre 2012, l'action Peugeot clôturait à 4,753 euros, ce qui correspondait à une capitalisation boursière légèrement inférieure à 1,69 milliard d'euros. Ce cours de 4,753 euros était près de quatorze fois inférieur à son plus haut niveau de 65,030 euros enregistré en juillet 2007. Vingt-sept mois plus tard, le 20 février 2015, l'action Peugeot clôture à 14,230 euros, ce qui correspond à une capitalisation boursière de 11,19 milliards d'euros ; le cours de l'action Peugeot a donc triplé durant cette période.

UNE CAPITALISATION BOURSIERE DESORMAIS SUPERIEURE AUX CAPITAUX PROPRES

La capitalisation boursière que nous observions en novembre 2012, soit 1,69 milliard d'euros, traduisait, de manière excessive, la méfiance des marchés financiers et la proximité d'un éventuel scénario de faillite ou de démantèlement. Le caractère déraisonnable d'une telle capitalisation boursière apparaissait notamment à la lumière de quelques indicateurs de nature purement comptable affichés par le groupe Peugeot au 30 juin 2012 :

- 54 % de la valeur nette comptable des stocks, d'un montant de 3,13 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.

Au 31 décembre 2014, les capitaux propres (part du groupe) du groupe Peugeot s'établissent désormais à 9,27 milliards d'euros.

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

Depuis, la capitalisation boursière du groupe Renault a plus que doublé ; elle s'établit à 25,18 milliards d'euros au 20 février 2015 ; de leur côté, ses capitaux propres (part du groupe) au 31 décembre 2014 n'ont quasiment pas évolué et s'établissent désormais à 24,48 milliards d'euros. En vingt-sept mois, le Price to Book Ratio (PBR), indicateur mesurant le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et la valeur comptable des capitaux propres (les capitaux propres part du groupe), est donc passé pour le groupe Renault de 46% à 103%.

Sur la même période, la capitalisation boursière du groupe Peugeot a quasiment été multipliée par sept, passant de 1,69 milliards d'euros à 11,19 milliards d'euros. De leur côté, sous l'effet combiné des pertes enregistrées au cours des exercices 2012 à 2014 et des augmentations de capital notamment souscrites par le groupe chinois Dongfeng, l'Etat français et le public, ses capitaux propres (part du groupe) ont baissé de 34%, passant de 14,09 milliards d'euros au 30 juin 2012 à 9,27 milliards d'euros au 31 décembre 2014. Ce faisant, le Price to Book Ratio du groupe Peugeot, passé de 12% à 121%, met en évidence que sa capitalisation boursière excède désormais le montant de ses capitaux propres (part du groupe).

On a coutume de dire que, 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 matière d'évaluation. Or, l'écart, d'un montant de 12,4 milliards d'euros, qui existait, le 23 novembre 2012,

entre la capitalisation boursière du groupe Peugeot, soit 1,69 milliard d'euro, et le montant de ses capitaux propres (part du groupe) au 30 juin 2012, soit 14,09 milliards d'euros, à l'origine d'un Price to Book Ratio de 12%, était 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

CONCLUSION

En novembre 2012, en présence d'un Price to Book Ratio de 12%, correspondant à une capitalisation boursière de 1,69 milliard d'euros au 23 novembre 2012 pour des capitaux propres (part du groupe) de 14,09 milliards d'euros au 30 juin 2012, le cas du groupe Peugeot était 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 vocation à répliquer les mouvements erratiques des marchés financiers.

En février 2015, en présence d'un Price to Book Ratio de 121%, dix fois supérieur à celui de 12% observé en novembre 2012, et correspondant à une capitalisation boursière de 11,19 milliards d'euros au 20 février 2015 pour des capitaux propres (part du groupe) de 9,27 milliards d'euros au 31 décembre 2014, les marchés financiers ont bien compris que le groupe Peugeot était désormais sur la voie du redressement.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com