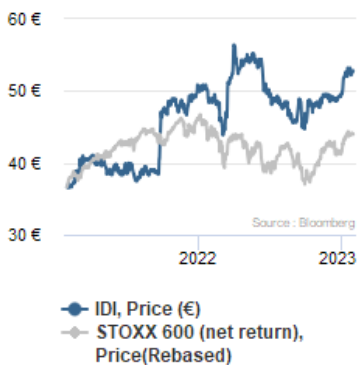


Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Opinion	Achat
Upside (%)	51,5
Cours (€)	52,8
Objectif de cours (€)	80,0
Bloomberg Code	IDIP FP
Capitalisation boursière (M€)	382
Enterprise Value (k€)	-161 751
Momentum	FORT
Sustainability	3/10

Analyste financier

Saïma Hussain
+33 (0) 1 70 61 10 50
otherfinancials@alphavalue.eu



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non

IDI

Après une année record, la conjoncture est devenue difficile pour le private equity

POUR

- Société de capital-investissement, l'IDI se distingue par son alignement avec toutes les parties prenantes car sa direction est exposée en tant que actionnaire engagé, tant au niveau de l'IDI qu'au niveau de ses participations.
- L'IDI opère sans contrainte de temps, libre d'accompagner les entreprises en portefeuille tout au long de leur développement et favorisant ainsi la création de valeur.
- Le modèle d'investissement de l'IDI, basé sur un actionariat engagé et entrepreneurial, s'est avéré fructueux, garantissant des paiements de dividendes réguliers, un rendement du dividende séduisant et un rendement total annuel moyen de 15% pour ses actionnaires depuis 1991.

CONTRE

- Les actionnaires minoritaires pourraient souffrir du statut de commandite par actions qui de facto confère au droits de vote une valeur nulle.
- Compte tenu de sa petite taille en termes absolus, l'IDI pourrait passer sous l'écran radar de nombre d'investisseurs.

Chiffres Clés	12/20A	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	13,2	2,98	25,0	24,0	20,5
Rendement net (%)	5,03	7,58	5,56	5,68	6,63
VE/EBITDA(R) (x)	21,4	11,6	8,41	5,27	2,74
BPA ajusté (€)	3,00	15,0	2,01	2,20	2,57
Croissance des BPA (%)	12,7	401	-86,6	9,21	17,1
Dividende net (€)	2,00	3,40	2,80	3,00	3,50
Chiffre d'affaires (k€)	3 880	5 098	5 225	5 487	5 761
Dividend contributions margin (%)	90,9	70,6	70,6	70,6	70,6
Résultat net pdg (k€)	21 722	108 980	14 586	15 929	18 649
ROE (après impôts) (%)	4,26	19,3	2,47	2,91	3,73
Taux d'endettement (%)	-3,83	-5,34	-5,64	5,33	21,4

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté	x	2,98	25,0	24,0	20,5
VE/EBITDA	x	11,6	8,41	5,27	2,74
P/ANC	x	0,53	0,64	0,73	0,80
Rendement du dividende	%	7,58	5,56	5,68	6,63
Rendement du cash flow libre	%	-8,80	-5,38	-7,97	-7,03
Rendement des fonds propres (ROE)	%	19,3	2,47	2,91	3,73
Rendement des capitaux investis	%	13,7	1,87	1,94	2,16
Dette nette/EBITDA	x	1,93	0,26	-2,07	-4,46

Compte d'exploitation consolidé		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	k€	5 098	5 225	5 487	5 761
EBITDA	k€	-29 218	-29 802	-30 696	-31 310
Résultat opérationnel courant	k€	-29 649	-30 244	-31 160	-30 798
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	111 650	15 263	16 623	19 375
Résultat financier net	k€	-480	-502	-502	-502
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	111 170	14 761	16 121	18 873
Impôts sur les sociétés	k€	-2 190	-175	-191	-224
Résultat net pdg	k€	108 980	14 586	15 929	18 649
Résultat net ajusté, pdg	k€	108 980	14 586	15 929	18 649

Tableau de financement		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Cash flows d'exploitation total	k€	-28 069	-19 124	-29 969	-26 352
Investissements matériels	k€	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0
Flux d'investissement net	k€	77 870	28 054	18 207	13 369
Dividendes (maison mère)	k€	-23 429	-20 280	-20 280	-21 728
Augmentation de capital	k€	0,00			
Flux financiers totaux	k€	-75 540	-57 672	-59 517	-62 902
Variation de la dette nette	k€	-10 720	-48 742	-71 279	-75 885
Cash flow disponible (avant div)	k€	-28 565	-19 642	-30 487	-26 870

Bilan		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Survaleurs	k€				
Total actif incorporel	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	k€	652	668	702	737
Droits de tirage	k€	1 492	1 492	1 492	1 492
BFR	k€	-16 713	-27 567	-28 486	-33 669
Actif total (net des engagements CT)	k€	574 944	578 720	607 792	634 099
Capitaux propres part du groupe	k€	612 432	567 828	525 427	475 646
Provisions pour retraite	k€	393	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	-56 387	-7 645	63 634	139 519
Passifs totaux	k€	574 937	578 720	607 792	634 099

Données par action		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	15,0	2,01	2,20	2,57
Dividende net par action	€	3,40	2,80	3,00	3,50
Cash flow libre par action	€	-3,94	-2,71	-4,21	-3,71
Actif net comptable par action	€	84,6	78,4	72,5	65,7
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	7 243	7 243	7 243	7 243

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	8
Valorisation.....	10
DCF.....	12
Actif net	13
Dette.....	14
A Savoir.....	15
Durabilité.....	16
Gouvernance & Management.....	17
Environnement.....	19
Social.....	21
Effectifs et retraites.....	23
Mises à jour.....	24
Objectif de cours & Opinion.....	31
Graphiques.....	32
Comptes.....	36
Méthodologie.....	43

Activités et tendances

L'IDI est un pionnier dans le domaine du capital-investissement en France, avec plus de 50 ans d'expérience dans ce domaine et un intérêt particulier pour les PME. L'IDI est l'une des premières sociétés d'investissement cotées en France (1991) dont le TRI annualisé (dividendes réinvestis) s'élève à 15% depuis 30 ans. Son ANR à la clôture du S1 21 s'élevait à 577 M€ et la décote moyenne par rapport à l'ANR s'établit à environ 30% depuis 2014.

L'IDI est une société de capital-investissement qui met au cœur de sa stratégie l'alignement d'intérêt avec toutes les parties prenantes à la différence de la majorité des acteurs du secteur, et ce, bien qu'elle ait la forme juridique d'une société en commandite par actions. L'IDI se distingue de ses pairs par le fait qu'elle n'a pas de contrainte de temps et que ses dirigeants sont actionnaires, tant au niveau de l'IDI qu'au niveau des participations. L'IDI exerce son activité avec ses fonds propres sans faire appel aux tiers et son modèle n'est pas soumis à la contrainte de temps ni celle de liquidité à laquelle sont contraints les fonds de capital-investissement.

D'une part, cette approche flexible et pragmatique permet à l'IDI d'accompagner les entreprises de son portefeuille tout au long du processus de développement et ainsi accroître la valeur de ses participations sans avoir à répondre aux attentes de retour des investisseurs. D'autre part, la liberté de ne pas être obligé de se conformer à un calendrier permet également à l'IDI d'être agile et de saisir les opportunités d'investissement ou de cessions lorsqu'elles se présentent. Cela peut amener l'IDI à sortir de ses investissements plus rapidement que son horizon d'investissement habituel de cinq à sept ans, afin de profiter des conditions favorables du marché et de cristalliser des TRI plus élevés.

Une approche d'investissement flexible et résiliente face à la crise

Cette approche pragmatique face au temps est animée par une équipe qui, ensemble, constitue la principale base d'actionnaires, représentant 55 % du capital social, ce qui donne toute confiance dans le fait que les capitaux propres de l'IDI sont alloués judicieusement afin de créer de la valeur sur le long terme. N'étant pas tenu au calendrier de liquidation des fonds, l'IDI peut ainsi mieux programmer les cessions des entreprises de son portefeuille en période de ralentissement du marché – comme ce fut le cas en 2020 au plus fort de la pandémie de Coronavirus – afin de profiter d'une reprise ultérieure des multiples de marché pour cristalliser des taux de rendement plus élevés, ce qui semble être le cas en 2021, à en juger les transactions annoncées depuis le début de l'année (avec un TRI moyen de 27,3 %).

La performance affichée en 2020, avec un taux de croissance de l'ANR de 6,11 %, affirme la résilience du modèle de l'IDI dans un environnement de marché volatil, comme ce fut le cas au milieu de la pandémie de COVID-19. Cette performance est principalement due à l'amélioration de la juste valeur des actifs de Private Equity Europe (+36 millions d'euros) et des liquidités (+12 millions d'euros), les premiers bénéficiant d'une meilleure performance opérationnelle et de multiples de valorisation plus élevés à la fin de l'année,

ainsi qu'aux plus-values réalisées sur la sortie de HEA Expertise dans des conditions de valorisation très favorables convenues avant la crise sanitaire, garantissant un solide TRI de 35%. Même en ayant investi 32 M€ au cours de l'année 2020, l'IDI a clôturé l'année avec une position de trésorerie augmentée des actifs liquides totale de 124 M€ (142 M€ au cours de l'exercice 19), qui avait rapidement atteint 185 M€ à la fin du mois de juin 2021, attestant de la poursuite de la dynamique positive du portefeuille.

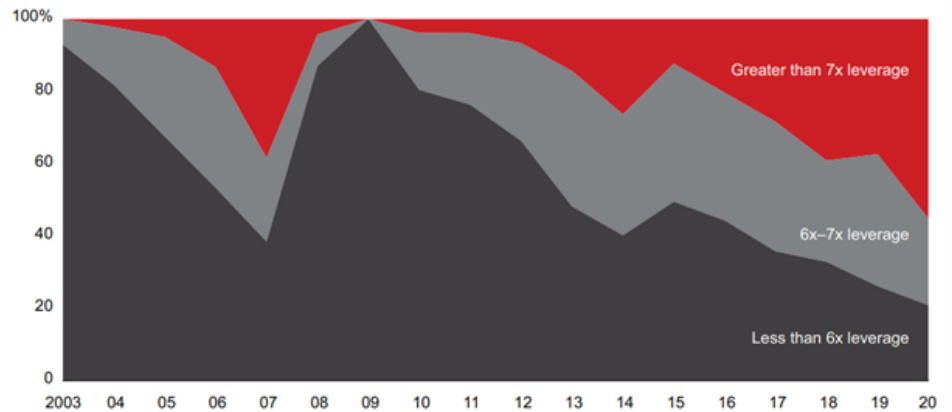
L'IDI : un actionnaire impliqué

Dans l'univers des holdings, on peut distinguer trois types de styles de gestion du portefeuille : d'abord, il y a ceux qui gardent leur distance vis-à-vis des investissements et se contentent de percevoir des dividendes périodiques, ensuite, il y a ceux qui mettent la main à la pâte, en s'impliquant directement dans les opérations de leurs entreprises investies, ce qui peut vite devenir compliqué lorsque les nouveaux investissements relèvent de secteurs complètement différents.

Enfin, il y a une troisième voie, à laquelle l'IDI souscrit, une approche pragmatique en tant qu'actionnaire, puisqu'elle consiste à travailler en étroite relation avec la direction des entreprises du portefeuille et à prendre une part active au conseil de surveillance, tout en laissant les opérations quotidiennes aux dirigeants qualifiés des entreprises du portefeuille qui ont la connaissance des secteurs d'activité sur lesquels ils interviennent. Cela évite de disperser les ressources de l'IDI, ce qui pourrait augmenter les risques de mauvaise exécution.

En ce qui concerne les stratégies d'investissement, l'IDI est spécialisé dans les investissements de type LBO ainsi que dans les investissements en capital développement / growth dans les PME. L'approche prudente de l'IDI en matière d'investissement s'étend à l'effet de levier quasi nul au niveau de l'IDI et aussi très conservateur au niveau des participations, avec un ratio d'endettement moyen pour ses investissements de 2,6x l'EBITDA en 2020, faisant preuve d'une prudence exceptionnelle sur un marché du capital-investissement qui a vu les ratios d'endettement augmenter régulièrement depuis des années (et s'accélérer encore en 2020). Il suffit de regarder le marché américain du capital-investissement, où l'effet de levier sur le marché des LBO a atteint des niveaux excessifs de plus de 6,0x l'EBITDA dans près de 80 % des opérations réalisées en 2020, comme le montre le graphique ci-dessous, tiré du Global Private Equity Report 2021 de Bain & Company.

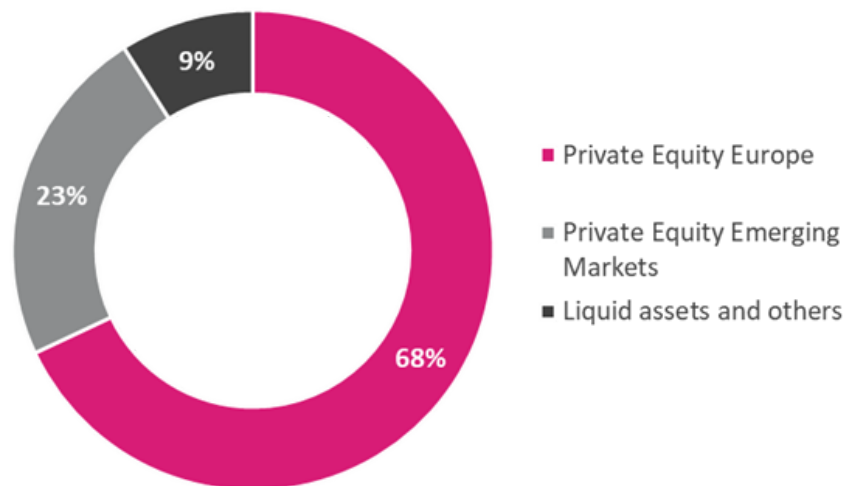
Share of US leveraged buyout market, by leverage level



Source: Refinitiv LPC

En termes de répartition géographique, la majeure partie des entreprises du portefeuille est basée en Europe (notamment en France), représentant 68 % de l'ANR (selon le rapport annuel de l'exercice 20), l'exposition aux marchés émergents (9 % de l'ANR) étant gérée selon un modèle de gestion pour compte de tiers (combiné à un investissement en fonds propres) sous l'égide d'IDI Emerging Markets Partners.

Répartition de l'ANR en décembre 2020



Source : Rapport annuel IDI FY20, AlphaValue.

En ce qui concerne la taille des investissements, l'IDI étant un acteur relativement plus petit dans le domaine du capital-investissement par rapport à ses pairs côtés, ceux-ci se situent entre 10 et 50 millions d'euros et peuvent aller jusqu'à 150 millions d'euros avec des co-investisseurs de type family office, c'est-à-dire sans contrainte de temps. L'IDI est flexible quant à la taille des sociétés dans lesquelles elle investit, puisque son portefeuille actuel comprend des investissements majoritaires, co-contrôlés et de « gros » minoritaire, généralement déterminés par l'ampleur de la transaction.

Un portefeuille séduisant à forte croissance

Le portefeuille PE Europe est composé de 16 participations en septembre 2021, réparties dans divers secteurs, dont de nombreuses entreprises présentes dans des activités du monde « digital » (rappelant un Kinnevik plus petit), qui sont soutenues par des tendances sous-jacentes à fort potentiel de croissance telles que le sous tirage de films, vidéos etc... (Dubbing Bros), le e-commerce (Group Label), la transition énergétique (TucoEnergie) ainsi que des sociétés engagées dans des activités liées aux enjeux sociaux tels que l'éducation (Talis) et la santé (Winnicare Group).

En ce qui concerne les entreprises de type plus industriel comme Flex Composite Group, elles suivent un modèle opérationnel basé sur la proposition de solutions et pas seulement de produits, ce qui apporte une valeur ajoutée et permet de générer des revenus récurrents, les distinguant de leurs pairs dont le modèle opérationnel est plus banal et les revenus plus cycliques. La base d'actifs diversifiée de l'IDI permet aux parties prenantes de s'exposer à ces PME non cotées, à fort potentiel, qui peuvent passer sous le radar des investisseurs en actions.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Chgt 22E/21		Chgt 23E/22E		
					k€	% du total	k€	% du total	
Chiffre d'affaires	5 098	5 225	5 487	5 761	127 ↑	100 %	262 ↑	100 %	
PE Europe	Sociétés holdings	3 810	3 905	4 101	4 306	95	75 %	196	75 %
PE Emergents	Sociétés holdings	741	760	798	837	19	15 %	38	15 %
Actifs Liquides	Conseil en gestion	336	344	362	380	8	6 %	18	7 %
Other		211	216	227	238	5	4 %	11	4 %

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Euro	75,0 %	75,0 %	75,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Europe	72,0 %
Other	28,0 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

Les participations de l'IDI ne sont pas consolidées, quelle que soit la taille de la participation détenue (majoritaire ou co-contrôlée), et les comptes de la société reflètent donc uniquement l'activité au niveau de la holding. Compte tenu de sa structure de société d'investissement, le compte de résultat n'est pas particulièrement éclairant et revêt donc une importance moindre par rapport à l'ANR, qui constitue le principal indicateur de performance pour ce type de structure.

En ce qui concerne la génération de cash, comme c'est le cas pour les sociétés d'investissement pures, la part du lion des liquidités provient des sorties d'investissements et des plus-values réalisées sur les cessions. Ces plus-values sont comptabilisées sous la rubrique "Variations de la juste valeur des actifs financiers", qui comprend à la fois les plus-values réalisées et les plus-values non réalisées, qui ont évidemment des implications très différentes en termes de trésorerie. En 2020, les variations de la juste valeur des actifs se sont élevées à 39,6 M€, représentant 91,6 % du résultat des activités d'investissement.

En termes de revenus récurrents, la principale source provient des remontées de dividendes des sociétés en portefeuille qui en versent, ce qui est généralement le cas pour les actifs plus matures. En 2020, l'IDI a reçu 3,5 M€ de dividendes, dont 76 % (2,7 M€) provenant des sociétés en portefeuille appartenant au segment Private Equity Europe.

Bien que marginale, l'activité de gestion pour compte de tiers nichée dans la filiale IDI Emerging Markets Partners génère également des revenus d'intérêts sur les AUM investis, ce qui, combiné aux *carried interest* perçus sur ces fonds-là, en fait la troisième source de trésorerie – bien que tout à fait mineure – de la holding. En 2020, les produits d'intérêts se sont élevés à 108k€, les segments PE Emergents représentant 57% du résultat (62k€).

Le rendement attractif du dividende se distingue de celui des pairs

L'approche d'investissement flexible de l'IDI soutient sa capacité à identifier le meilleur moment pour les sorties, permettant à la société d'atteindre des TRI élevés (en moyenne 15-25% pour son activité PE Europe) et de réaliser des plus-values importantes. Ceci, combiné à une posture disciplinée quant au maintien d'une part moyenne de 20% d'actifs liquides et de liquidités dans le portefeuille, se traduit par une politique de dividende robuste, capable de résister à un environnement de marché volatile (au bénéfice des actionnaires familiaux et minoritaires), ce qui a été le cas en 2020. Malgré l'impact de la pandémie mondiale, l'IDI a pu distribuer un dividende de 1,50 € par action (modestement réduit par rapport à une proposition de 1,90 € avant la pandémie), ce qui a représenté un solide rendement du dividende de 5,0 % et se comparait assez favorablement au rendement moyen de dividende de 3,1 % observé pour l'ensemble des sociétés de portefeuille sous notre couverture l'année dernière.

Lorsque les conditions du marché s'améliorent, l'IDI n'hésite pas à se montrer enclin à verser des dividendes plus généreux, ce qui contribue à considérer l'IDI comme une proposition d'investissement séduisante pour des investisseurs valorisant des dividendes attractifs et récurrents. Motivé par le succès des cessions réalisées au premier semestre de 2021 et par une position de trésorerie augmentée des actifs liquides de 185 millions d'euros à la clôture du premier semestre, l'IDI a décidé de distribuer un acompte sur dividende de 1,10 € par action à la fin du mois de septembre, avant la proposition de dividende final sur les résultats de l'exercice 2021 (qui sera décidée lors de la prochaine AG en 2022). Nous attendons actuellement un dividende de 2,10 € par action, ce qui correspondrait à un rendement de 5,10%, bien supérieur au rendement moyen de 2,3% que nous prévoyons pour les pairs de l'IDI.

REMONTEES DE DIVIDENDES par division

	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Chgt 22E/21		Chgt 23E/22E	
					k€	% du total	k€	% du total
Total	3 600	3 690	3 875	4 068	90 ↑	100 %	185 ↑	100 %
PE Emergents	635	651	683	718	16	18 %	32	17 %
Actifs Liquides	336	344	362	380	8	9 %	18	10 %
PE Europe	2 629	2 695	2 829	2 971	66	73 %	134	72 %
Other/cancellations	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %

Marge de REMONTEES DE DIVIDENDES par division

	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Total	70,6 %	70,6 %	70,6 %	70,6 %
PE Emergents	85,7 %	85,7 %	85,7 %	85,7 %
Actifs Liquides	100 %	100 %	100 %	100 %
PE Europe	69,0 %	69,0 %	69,0 %	69,0 %

Valorisation

La base de notre évaluation commence par l'ANR, qui est estimé comme la somme des valorisations individuelles des 16 participations (en septembre 2021) du portefeuille, segmentées dans les deux piliers opérationnels de l'IDI, Private Equity Europe et Private Equity Emergents. Eu égard à la valorisation prudente de ses actifs par l'IDI, nous envisageons un potentiel de hausse substantiel de la valeur de son portefeuille d'actifs diversifiés, et qui est reflété dans la décote de plus de 50% par rapport à notre ANR estimé.

S'agissant d'une société d'investissement pure, sans activités consolidées au niveau de l'IDI, le DCF n'est pas particulièrement éclairant lorsqu'il s'agit de valoriser ce type de structure de holding. En conséquence, le DCF reflète uniquement les flux de dividendes versés par les entreprises du portefeuille, car essayer d'estimer les entrées de trésorerie provenant de cessions potentielles de ces mêmes entreprises est un exercice trop approximatif étant donné le profil d'investissement de l'IDI, qui n'est pas soumis au calendrier de liquidation des fonds comme la majorité de ses pairs dans l'univers du *private equity*. Ce fut le cas en 2020, où en raison d'un environnement de marché défavorable du fait de la pandémie de COVID-19, le management de l'IDI a freiné les cessions, venant de réaliser la vente de HEA Expertise en avril 2020 à des conditions convenues avant la crise sanitaire et économique (et réalisant un solide TRI de 35% sur son investissement).

En ce qui concerne l'évaluation par les pairs, l'approche est beaucoup plus claire. Nous nous basons sur un groupe de sociétés holding de type familial avec une forte implication en matière de contrôle et de gestion des actifs sous-jacents. Plusieurs d'entre elles possèdent dans leurs portefeuilles respectifs des actifs orientés vers les services, qui soutiennent les ambitions de valeur ajoutée et la génération de revenus récurrents, ce qui les distingue de leurs homologues plus axés sur les matières premières et, par conséquent, plus cycliques. La valorisation basée sur le rendement saute aux yeux, présentant un potentiel de hausse de 2x, justifié par le solide rendement du dividende de l'IDI de 5,1% prévu pour l'exercice 2021, contre un modeste 2,0% pour ses pairs.

Veillez également lire la section 'A savoir' concernant l'impact du statut de SCA sur la valorisation.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
Somme des parties		88,4	68 %	55 %
Rendement	<i>Comparables</i>	106	100 %	20 %
DCF		37,2	-30 %	10 %
P/E	<i>Comparables</i>	38,2	-28 %	10 %
Cours/Actif net comptable	<i>Comparables</i>	53,5	1 %	5 %
Objectif de cours		80,0	51 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	24,8	0,75	2,13
Ratios IDI	23,0	0,74	5,92
Prime	-33,0 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	38,2	53,5	106
Bolloré	33,4	0,77	1,17
GBL	32,4	0,61	3,66
Ackermans & van Haaren	11,3	1,23	1,98
Wendel	21,6	1,44	3,39
Kinnevik Investment	55,1	0,57	0,00
Corporacion Financiera Alba	14,8	0,63	2,26

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,34	Dettes (trésorerie) nette moyenne	k€	27 994
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	k€	-164 7...	Provisions	k€	3 873
Free cash flow de l'année 11	k€	-21 465	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	k€	610 381
"g" de Durabilité	%	1,65	Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	0,00
Valeur terminale	k€	-320 9...	Valeur des fonds propres	k€	269 594
Valeur actuelle de la valeur terminale	k€	-144 1...	Nombre d'actions	Th	7 243
en % de la valeur totale	%	46,7	DCF par action	€	37,2
Valeur totale actuelle	k€	-308 9...	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	3,04

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	0,00
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	3,50
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	0,95
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	-2,00
Bêta sectoriel	x	0,97	Dettes/VE	%	-2,04
Bêta de la dette	x	0,00	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	8,27
Capitalisation boursière	k€	382 413	Coût de la dette	%	2,45
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	k€	-7 645	Coût des fonds propres desendettés	%	8,34
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	k€	-7 645	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,34

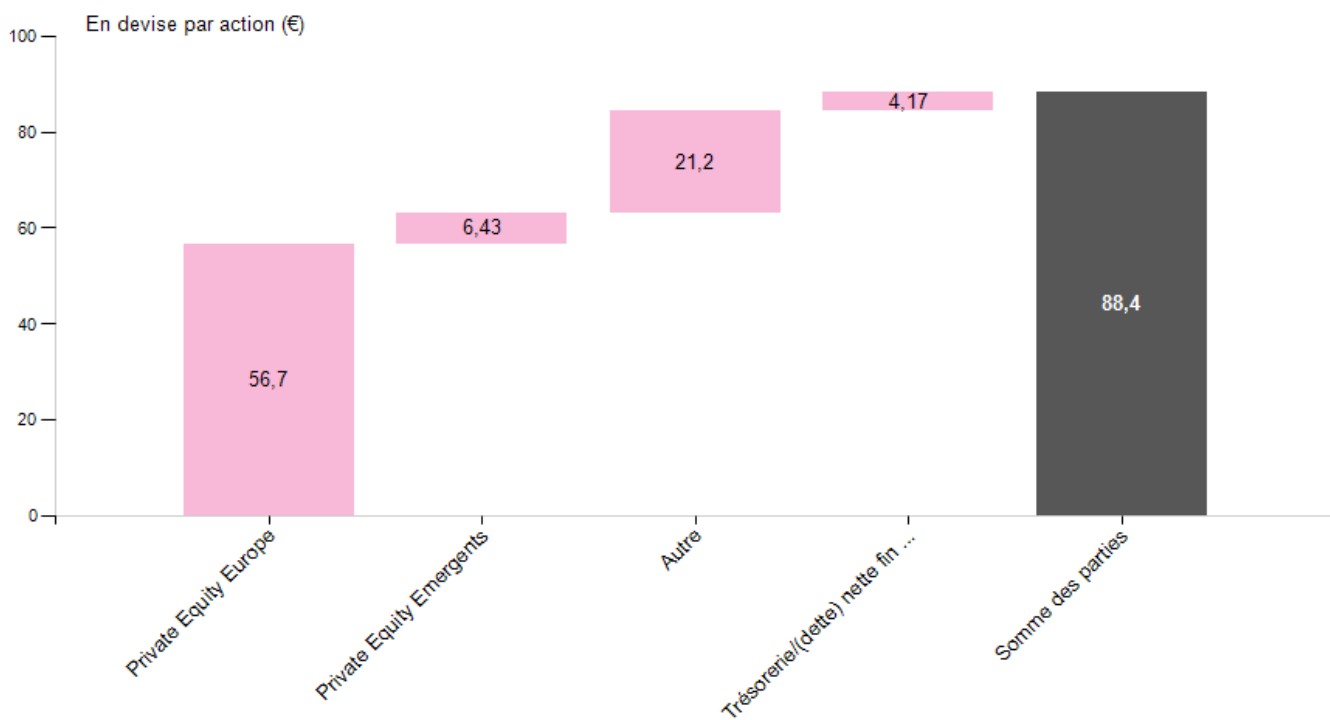
Calcul du DCF

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Croissance	12/25E	12/32E
Chiffres d'affaires	k€	5 098	5 225	5 487	5 761	2,00 %	5 876	6 750
EBITDA	k€	-29 218	-29 802	-30 696	-31 310	-2,00 %	-30 684	-26 638
Marge d'EBITDA	%	-573	-570	-559	-543		-522	-395
Variation du BFR	k€	4 440	10 854	919	5 183	2,00 %	5 287	6 073
Cash flow d'exploitation total	k€	-25 879	-18 948	-29 778	-26 127		-25 398	-20 565
Impôts sur les sociétés	k€	-2 190	-175	-191	-224	3,00 %	-231	-284
Bouclier fiscal	k€	-144	-151	-151	-151	2,00 %	-154	-176
Investissements matériels	k€	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0	2,00 %	-16,3	-18,7
Investissements matériels/CA	%	-0,31	-0,31	-0,29	-0,28		-0,28	-0,28
Cash flows libres avant coût du financement	k€	-28 205	-19 265	-30 111	-26 493		-25 798	-21 044
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	k€							
Free cash flow ajustés	k€	-28 205	-19 265	-30 111	-26 493		-25 798	-21 044
Free cash flow actualisés	k€	-28 205	-19 265	-27 794	-22 572		-20 289	-9 449
Capitaux investis	€	568	572	601	628		640	735

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (k€)	Valorisation participation (k€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Private Equity Europe	100 %	AlphaValue valuation		410 500	410 500	56,7	67,3 %
Private Equity Emerg...	100 %	ANR		46 600	46 600	6,43	7,63 %
Autre					153 300 ⁽¹⁾	21,2	25,1 %
Actif brut					610 400	84,3	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					30 177	4,17	4,94 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					640 577	88,4	105 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					7 243		
Somme des parties par action (€)						88,4	
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						40,3	

1. Corresponds to other non-cash liquid assets.



Dettes

L'IDI a une approche très prudente de l'effet de levier, une rareté parmi les pairs du capital-investissement, en ne recourant pas à l'endettement au niveau de l'IDI pour financer ses acquisitions. L'IDI est très attentif au niveau des ratios de levier de ses sociétés de son portefeuille, qui s'établissent à un prudent 2,6x dette nette/EBITDA à la fin de l'année 2020, contre une moyenne de 5,8x pour les opérations de capital-investissement européennes l'année dernière. Il est important de noter que, même dans le cas où l'une des participations connaîtrait des difficultés, les participations sont « cloisonnées » afin de ne pas avoir d'impact sur les autres actifs du portefeuille ou sur l'IDI.

Au total, la dette brute dans les comptes consolidés s'élève à 86,1 M€ à fin juin 2021 (elle s'élevait à 129,5 M€ à la clôture de l'exercice 2020), mais elle correspond principalement à des comptes courants intra-groupe et à une petite partie de capital souscrit non appelé sur les fonds IDI Emerging Markets. IDI maintient une position de trésorerie nette, et détenait 184,5 M€ de trésorerie augmentées des actifs liquides au S1 21, en augmentation par rapport aux 123 M€ de décembre 2020.

Dans le cadre de sa stratégie d'investissement, l'IDI maintient un niveau significatif d'actifs liquides en pourcentage du portefeuille total, s'élevant en moyenne à c.20% historiquement (23% en 2020, en baisse par rapport à 27% en 2019).

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	k€	-29 218	-29 802	-30 696	-31 310
Cash flow des opérations	k€	-33 610	-30 480	-31 390	-32 036
Fonds propres	k€	612 432	567 828	525 427	475 646
Dette brute	k€	87 306	87 306	87 306	87 306
+ Trésorerie brute	k€	143 693	94 951	23 672	-52 213
= Dette nette / (trésorerie)	k€	-56 387 ⁽¹⁾	-7 645 ⁽¹⁾	63 634 ⁽¹⁾	139 519
Ratio d'endettement	%	-5,34	-5,64	5,33	21,4
Fonds propres/Actif total (%)	%	107	98,1	86,4	75,0
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	1,93	0,26	-2,07	-4,46
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-3,13	-3,06	-2,98	-2,92
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...</i>	%	13,0	13,8	14,8	16,1
<i>Ebit cover</i>	x	-61,8	-60,2	-62,1	-61,3
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-36,7	-33,4	-34,4	-35,0
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	59,6	399	-49,3	-23,0
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-31,2	-21,5	-33,4	-29,3
<i>(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	2,53	1,65	-0,15	-1,74
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-0,64	-0,43	-0,67	-0,59

1. Includes all current and non-current financial debt minus cash, short-term placements, as well as the fair value of liquid assets, which historically averages at c.20% of the total portfolio.

A Savoir

La forme juridique de société en commandite par actions de l'IDI « *stand alone* » est assez unique, car elle est issue d'un processus de privatisation en 1987, lorsque la France a mis fin à sa vision du socialisme. Le PDG de l'époque, qui l'est toujours, a saisi une opportunité de coter l'IDI et de s'organiser pour en devenir un actionnaire de référence.

L'un des dispositifs juridiques a été de créer en 1990 une SCA, c'est-à-dire une société en commandite par actions. Les associés commandités ont le pouvoir et assument tous les risques (une notion devenue plutôt marginale de nos jours). Cette structure juridique sépare en fait les intérêts économiques et le processus décisionnel, car les droits de vote détenus par les "associés commanditaires" ne leur donnent aucun moyen de pression pour renverser la direction/les associés commandités. Les "commandites" françaises sont très robustes/difficiles à briser. Aussi la valeur des droits de vote est-elle essentiellement nulle et il n'existe pas de formule simple permettant d'évaluer la décote que cela crée sur l'évaluation. Comme pour tout ce qui est coté en bourse, l'absence de droits de vote n'est pertinente que lorsque les choses se gâtent et lorsque les marchés expriment une aversion pour le risque.

Lorsque l'argent est bon marché et que le ciel est bleu, l'espoir règne en maître et les droits de vote n'ont pas d'importance. La structure juridique de SCA est un point négatif, mais elle n'a pas nécessairement un grand impact dans les conditions actuelles du marché. Il existe un nombre limité de cas, répartis sur plusieurs décennies, où une SCA a été transformée en société anonyme (SA) qui n'éclaire pas sur l'impact de la forme de la SCA sur la décote de la détention d'une action émise par une SCA par rapport à une action émise par une SA.

Dans l'IDI, l'unique Associé Commandité est la société par actions simplifiée dénommée Ancelle et Associés. Le contrôle d'Ancelle assure le contrôle de l'IDI. Ancelle en tant qu'Associé Commandité offre des garanties illimitées aux débiteurs de l'IDI alors que le risque des autres actionnaires est limité au nominal de leurs actions. Le risque indéfini d'Ancelle est évidemment très limité dans la vie réelle car l'activité de l'IDI n'est pas d'accumuler des dettes et des risques au niveau de l'IDI. Il est évident également que le fait que le commandité soit une personne morale signifie que les risques sont également absorbés à ce niveau.

Voir la section Gouvernance pour revoir cette dimension.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Ancelle & Associés	67,8 %	85,5 %	0,00 %
Allianz IARD	5,26 %	3,29 %	5,26 %
Flottant			32,2 %

Sustainability

Le score de durabilité issu des outils d'AlphaValue n'est pas applicable à IDI, étant donné que plusieurs données nécessaires au calcul des scores environnementaux et sociaux ne concernent pas les structures de type holding telles que IDI. Par conséquent, le calcul du score de durabilité n'est pas pertinent dans le cas de cet émetteur.

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	5/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	0/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✓	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	1/10	25 %
Prélèvement d'eau	1/10	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	5 %
Satisfaction au travail	3/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
Score de durabilité	2,9/10	100%

Gouvernance & Management

Les quatre personnes qui composent le top management font partie d'un comité exécutif. Le contrôle est assuré par un conseil de surveillance composé de 11 membres (dont six sont qualifiés d'indépendants selon les critères appliqués par AlphaValue), trois d'entre eux siégeant au comité d'audit.

Le conseil de surveillance a une influence limitée car, en définitive, c'est l'associé commandité (Ancelle et Associés ; voir la section A savoir) qui a tous les pouvoirs. Les statuts stipulent qu'Ancelle et Associés ne peut être membre du conseil de surveillance, mais deux membres de la famille contrôlante d'Ancelle et Associés (Langlois-Meurinne) y siègent.

Score de gouvernance

Société (Secteur)





5,1 (5,6)

Independent board























Oui

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	11	9	7/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	45	33	9/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	100	64	0/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	58	59	6/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	54	42	5/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✓	0,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			5,1/10	100,0 %

Management

Nom	Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
					Trésorerie	Rémunération en titres
Christian LANGLOIS-MEURINNE	M  DG	1944	1971			
Julien BENTZ	M  Managing Partner	1975	2005			
Marco DE ALFARO	M  Partner	1961	2004			
Tatiana NOURISSAT	F  General Secretary	1969	2004			

Conseil d'administration

Nom		Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)	Valeur des titres, en k€ (année)
Luce GENDRY	F	 	Président	2023	1950	2008		18,0 (2021)	
Gilles BABINET	M	 	Membre	2022	1967	2019		8,00 (2021)	
Nathalie BALLA	F	 	Membre	2023	1967	2021			
Philippe CHARQUET	M	 	Membre	2023	1963	2011		12,0 (2021)	
Grégoire CHERTOK	M	 	Membre	2023	1966	2017		8,00 (2021)	
Aimery LANGLOIS-MEURINNE	M	 	Membre	2023	1943	2008		0,00 (2021)	
Iris LANGLOIS-MEURINNE	F	 	Membre	2023	1976	2017		4,80 (2021)	
Domitille MEHEUT	F	 	Membre	2023	1973	2014		12,0 (2021)	
Hélène MOLINARI	F	 	Membre	2023	1963	2020		8,00 (2021)	
Corentin PETIT	M	 	Membre	2023	1986	2021			
Jacques RICHIER	M	 	Membre	2023	1955	2016		8,00 (2021)	

Environnement

Le score d'Environnement issu des outils d'AlphaValue n'est pas applicable à IDI, étant donné que plusieurs données nécessaires au calcul de la notation de l'environnement ne concernent ni ne s'appliquent à des structures de type holding telles qu'IDI.

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Emissions CO ²	1/10	5/10	30 %
Prélèvement d'eau	1/10	3/10	30 %
Energie	1/10	4/10	25 %
Déchets	2/10	3/10	15 %
Score d'Environnement	1,2		100%





























Société (Secteur)

1,2^(3,6)









Paramètres environnementaux

	Société		
	2021	2022	2023
	1,3	1,0	1,2

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
En+		2/10	326 400 000	52 100 000	872 100 000	213 300 000
DWS		4/10		4 329		
AURELIUS		4/10		507		
Adyen		5/10	49 969	2 443		
Nexi		5/10	95 571	6 471	974 300	751
HBM Healthcare Investments		1/10				
IDI		1/10				
Wise		4/10	7 486	807		
Prosus		3/10	81 408	23 561	n/a	n/a
EdenRed		4/10	53 334	7 427	32 312	467
Vivendi		7/10	536 722	38 194		20 237
Deutsche Boerse		7/10	275 915	3 989	74 633	22
Porsche SE		1/10				
Bouygues		2/10	30 772 800	2 250 000	1 000 000	
GBL		4/10		140		
Investor		6/10	4 165	77		
Hal Trust		1/10				
Heineken Holding		6/10	20 900 000	1 303 000	90 200 000	4 253 600
London Stock Exchange Group		5/10	240 876	4 138	1 166	185
Eurazeo		1/10	10 062 709	790 076	37 181 108	41 600
Industrivärden		4/10		24		
Corporacion Financiera Alba		9/10	28 055	4 957	34 990	40 890
Kinnevik Investment		4/10		11		
Sonae		8/10	2 733 179	190 357	1 906 820	97 190
Ackermans & van Haaren		4/10		229	811	
Partners Group		4/10		578 076	2 374 472	
Exor		4/10		72		
Bolloré		10/10	1 002 974	377 805	1 641 115	35 823

IDI (Achat)

Wendel		4/10		128		
D'leteren Group		5/10	2 436 594	150 015		170 502
Tessenderlo Group		5/10	2 026		17 254 251	n/a
MPC Capital		1/10				
Deutsche Beteiligungs AG		4/10		210		
Picanol		1/10				
Amundi		10/10	69 739	2 932	19 753	161
Euronext NV		4/10	23 522	4 660	253 892	
Worldline		10/10	336 781	8 993	16 826	1 501

Social

Le score Social issu des outils d'AlphaValue n'est pas applicable à IDI, étant donné que plusieurs données nécessaires au calcul du score social ne concernent ni ne s'appliquent à des structures de type holding telles qu'IDI.

Social score

Société (Secteur)

5,0

(5,5)

Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	4/10	20 %
Evolution du salaire moyen	10/10	35 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	1/10	25 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	1/10	20 %
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	0 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	4,8/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	10/10	25 %
Developpement des ressources humaines	5/10	35 %
Paye	0/10	20 %
Satisfaction au travail	3/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	5,6/10	100%

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui  / Non 	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
Score Qualitatif	5,6/10	100.0%

Effectifs et retraites

Les participations du portefeuille d'IDI n'ont jamais été consolidées, d'où des frais de personnel limités à l'IDI et à ses 14 salariés (à partir de 2021). Les dépenses de personnel se sont élevées à 1,97 M€ en 2020.

Recent updates

25/01/2023

What does the future hold for private equity in 2023?

Nouvelle importante

H2 2022 marked the worst second half of the year since 2017 for the European private equity landscape, which was not spared by rising interest rates, bank funding withdrawals, looming recession and soaring inflation. Still, 2023 doesn't look quite as bleak and the trend may well tip over in late 2023. The difficulties associated with fundraising, leveraged buyout financing and institutional investor withdrawal may be lessened but there are still many challenges ahead.

Actualité

- After a record FY 2021, H2 2022 marked the worst second half since 2017 for Private Equity.
- According to Refinitiv, in H2 2022, acquisition volume fell to \$49.6bn (1,600 deals), a 76% drop versus H1 2022.
- According to Les Echos, high yield debt issuance has fallen by more than 80% in 2022 and 69% for LBO loans.
- The companies in our coverage exposed to European Private Equity are Eurazeo with 82% of its GAV, IDI with 67% of its GAV and GBL, 13.6% of its GAV.

Analyse

A review of the lacklustre 2022

Private equity was not the sector of choice in 2022 and will likely continue to be impacted by rising interest rates, withdrawal of bank financing, impending recession and rising inflation in early 2023. As expected since the onset of the current macroeconomic and geopolitical crisis, H2 marked a decline in private equity funds in Europe, which recorded their worst half-year since 2017, according to Refinitiv, with acquisition volume at \$49.6bn in H2 22, down 76% from H1 22. Worse, given that unlisted valuations lag those of listed companies and that the cost of LBO debt remains high at around 10%, according to Lionel Assant, head of Blackstone's European Private Equity, we expect the valuations of the unlisted assets of private equity funds to continue to adjust downwards.

2023 is not all doom and gloom

It is true that the level of deals was much lower in 2022 than in 2021, with fewer opportunities and more caution, as evidenced by Eurazeo which recorded a drop in its investment to €3.8bn in 9m 22 compared to €4.1bn in 9m 21. Nevertheless, the deal-flow outlook in 2023 looks brighter. Indeed, the same factors that have slowed down the sector, namely a high cost of debt for LBOs and the withdrawal of financing, is expected to drive the sector in the coming years. The private equity giants are betting on a recovery in deal flow as early as H2 2023, driven by the use of private equity funds to strengthen the

equity and thus reduce the debt of distressed companies. Furthermore, although exits will be more difficult given the expected decline in valuations, this will at the same time create more opportunities to deploy dry powder. In short, once buyers and sellers finally change their expectations, deal flow should pick up.

Fundraising remains sensitive

Fundraising remains a sensitive issue at a time when institutional investors are in the midst of the “denominator effect”. The decline in financial markets has mechanically increased the relative weight of unlisted companies in institutional portfolios. The allocation of institutional investors to unlisted stocks should therefore be reduced. This is particularly true for Eurazeo, which recorded a sharp drop in its private equity fundraising in 2022, from €2.1 billion in 9m 21 to €1.1 billion in 9m 22. However, if the recent market rally persists, the denominator effect could fade and lead to a recovery in the asset class driven by institutions but, if not, fundraising will continue to remain less accommodating than in previous years.

The return of debt financing?

Financing is likely to remain complicated in 2023, but the situation seems to be improving compared to 2022. According to Les Echos, leveraged LBO financing may well pick up as indicated by the positive trend observed in Q4 with hedge funds and credit funds increasingly willing to take on more risk.

A half-tone year expected in 2023

While we see several positive factors that could revive the private equity universe, we need to keep our feet on the ground, as 2023 is shaping up to be tough with an expected recession in Europe. The beginning of the year will therefore be difficult for companies exposed to European private equity in our coverage, including Eurazeo (private equity represented €23.4bn AuM in Q3 2022 and 82% of its GAV), IDI (with European private equity representing 67% of AV’s estimated GAV), and GBL (13.6% of its GAV), whose Q4 results are expected to be worse than H1. We also do not expect materially better results in H1 2023 and a significant decline from 2021 should be felt. Whether H2 2023 will actually be more positive remains to be seen. In a nutshell we expect a difficult H1 23 but we might see a recovery as early as H2 23.

11/01/2023

L’IDI résiste à une dégradation de la conjoncture macroéconomique.

Dernière News

Alors que nous avons publié il y a 6 mois une étude soulignant les difficultés sur le point de bouleverser le secteur du private equity, nous sommes optimistes quant aux perspectives pour l’IDI à l’horizon des prochains exercices. En seulement quelques mois, l’IDI a annoncé une opération majeure avec Omnes Capital, démontré la solidité de son ANR (+3,6% YTD) et sa capacité à générer de la valeur au travers la cession

récente de Formalian Group, en dégageant un TRI élevé à hauteur de 32%.

Actualité

- Au S1, l'IDI a annoncé l'acquisition de 100% des activités d'Omnes dans le private equity et la dette privée et avoir pris une participation de 45% dans les activités de ce dernier liées aux énergies renouvelables, au capital-risque et aux activités de co-investissement.
- Au T3, l'ANR par action de l'IDI s'est élevé à 82,72€, en progression de 3,6% YTD mais en repli de 1 % par rapport au T2 (83,62€ au S1 2022, seuls les actifs liquides et cotés sont revalorisés par l'IDI au T3).
- 2022 a été marqué par un certain nombre d'opérations de croissance externe :
 1. Freeland (anciennement Newlife) a de nouveau renforcé la position du groupe sur le marché des services aux indépendants avec l'acquisition de Codeur en juin 2022, puis d'Intervia en octobre 2022.
 2. CDS Groupe fait l'acquisition de l'entité commerciale « Voyage » de Rydoo (rebaptisée Goelett) en juillet 2022.
 3. Au premier semestre 2022, Dubbing Brothers (spécialiste européen du doublage) a réalisé quatre acquisitions stratégiques en Europe : Ad Hoc Studios, Interopa, Sedif et Eurotroll.
 4. Flex Composite Group (FCG, anciennement ORCA Développement) s'est renforcé sur le marché des composites avancés au travers de l'acquisition de Selcom en octobre 2022.
 5. En novembre 2022, Groupe Positive (anciennement Sarbacane) a développé son expertise dans le secteur des données via l'acquisition de Marketing 1BY1.
 6. Le 5 décembre 2022, l'IDI a annoncé l'acquisition de Herida Medical par Winnicare (un actif faisant partie du portefeuille de l'IDI dans le secteur de la santé).
- Sur le front des cessions :
 1. Le 7 novembre 2022, l'IDI a annoncé avoir réalisé la majorité de ses investissements dans Groupe Positive (ex-Sarbacane) et réinvesti une partie de ses bénéfices aux côtés d'EMZ, affichant un multiple d'investissement net de 3,1x et un TRI net de 70%.
 2. Le 19 décembre 2022, IDI a réalisé une dernière sortie de son périmètre, cédant Formalian pour un multiple d'investissement de pratiquement 3x et un IRR de 32%.

Analyse

L'état de la conjoncture dans le Private Equity

Depuis le déclenchement de la crise macroéconomique et géopolitique actuelle, le secteur du Private Equity est un sujet sensible. Dans notre dernière note sectorielle, nous avons cité le CIO d'Amundi pour qui le capital-investissement est susceptible de devenir une "grosse bulle" s'apparentant à

une pyramide de Ponzi, et la présidente de la FTC faisant allusion à une éventuelle réglementation, l'autorité antitrust américaine, Linda Khan, souhaitant renforcer la lutte contre les pratiques anticoncurrentielles et calmer les craintes concernant les retombées du renchérissement des taux d'intérêt ainsi que du retrait des banques du secteur.

L'acquisition d'Omnes marque un nouveau chapitre pour l'IDI

Malgré ces difficultés, les intervenants dans le secteur du private equity, dont l'IDI, affichent des performances solides. Le 12 septembre 2022, l'IDI a ouvert un nouveau chapitre dans la gestion pour compte de tiers avec l'acquisition de 100% des activités de capital-investissement et de dette privée d'Omnes et de 45% de celles liées aux énergies renouvelables, de capital-risque et de co-investissement d'Omnes. Cette transaction importante représente un doublement de la taille de l'IDI dans la gestion pour compte de tiers, avoisinant désormais 1,5md€ d'actifs sous gestion (dont les 620m\$ d'actifs sous gestion de l'IDI Emerging Markets).

Solidité des résultats et cessions significatives au T3

Malgré un léger repli (-1%) de l'ANR, de 83,62€ au S1 2022 à 82,72€ au T3 2022 découlant d'une baisse de la valorisation d'IHS (African Tower Co), la progression de l'ANR en 2022 ne devrait pas inquiéter les investisseurs. Il convient de noter qu'au T3, l'IDI n'a réévalué que ses actifs liquides et cotés (et pas ses actifs non cotés), dont IHS. En outre, l'ANR a progressé de 3,6% YTD, et la croissance devrait s'être maintenue en territoire positif en 2022, ce qui représente un exploit compte tenu de la mauvaise conjoncture macroéconomique. Dans un environnement à l'évidence de plus en plus défavorable, l'IDI ne montre aucune fragilité en termes de rotation du portefeuille. Le 7 novembre 2022, l'IDI a annoncé avoir réalisé la majorité de ses investissements dans Groupe Positive (ex-Sarbacane) et réinvesti une partie de ses bénéfices aux côtés d'EMZ, affichant un multiple d'investissement net de 3,1x et un TRI net impressionnant de 70% en 2 ans. Le 19 décembre 2022, l'IDI a cédé la totalité de sa participation dans le groupe Formalian à la holding d'investissement de la famille Caille, Vivalto SAS. Cette dernière opération a permis à l'IDI d'afficher un multiple cash-on-cash de pratiquement 3x et un IRR de 32%, en ligne avec les multiples historiques du groupe. Bien que Formalian et Groupe Positive ne représentent pas, selon nous, une part importante de l'ANR, ces dernières transactions sont de bon augure concernant la capacité de l'IDI à réaliser des cessions à des niveaux de valorisation attractifs.

Des perspectives encourageantes malgré un environnement difficile

Compte tenu d'une progression de 3,6% YTD de l'ANR et d'un niveau de décote actuellement de 42% par rapport à ce dernier, l'IDI semble de plus en plus attrayant. En outre, l'accord avec Omnes est selon nous une bonne nouvelle, la HoldCo devant ainsi percevoir des revenus à la fois plus diversifiés et plus réguliers. L'IDI devrait également bénéficier d'un effet de taille favorable pour ses prochaines opérations. Enfin, malgré un environnement difficile, l'IDI se porte bien, comme en témoignent les deux dernières sorties de son périmètre. Alors que les financements se font plus rares, l'IDI peut s'appuyer

sur le professionnalisme de ses équipes, la qualité de son portefeuille et des relations privilégiées avec les fonds pour faire face au ralentissement conjoncturel. En bref, l'IDI est bien positionné pour surmonter les défis qui s'annoncent.

Impact

Nous allons réviser notre estimation de l'ANR après la publication des résultats annuels en mars 2022. Nous tiendrons alors compte de l'acquisition d'Omnes. Nous ne disposons pas encore des principaux chiffres concernant Omnes nécessaire à l'estimation de l'ensemble de l'impact sur le nouvel équilibre des activités de l'IDI, ce dernier étant susceptible d'être plus intensif en main-d'œuvre.

14/09/2022

Résultats S1 2022 : l'IDI franchit une nouvelle étape

Publication Res./CA

L'IDI a publié de bons résultats au titre d'un premier semestre 2022 riche en événements, avec une hausse de 4,7% de son ANR à 83,62€ par action, soit 622,5m€. Au 30 juin 2022, la capacité d'investissement du groupe restait élevée à 153,6m€. Septembre marque également un tournant pour l'IDI qui entend se renforcer dans la gestion d'actifs pour compte de tiers grâce à l'acquisition de 80% des activités d'Omnes dans le private equity et la dette privée.

Actualité

- A 622,5m€, l'ANR de l'IDI a progressé de 4,7% au S1 2022 par rapport à décembre 2021. L'ANR par action s'établit à 83,62€, portant à 42% la décote par rapport à l'ANR publié (calculé à partir du cours actuel de l'action).
- Au 30 juin 2022, la capacité d'investissement de l'IDI atteignait 153,6m€. Depuis le 5 juillet 2022, l'IDI dispose de deux lignes de crédit de 30m€ chacune, dont l'une est dédiée au financement des investissements en Private Equity Europe.
- Sous réserve des conditions suspensives, l'IDI détiendra 45% des activités d'Omnes dans les énergies renouvelables, le capital-risque et le co-investissement.
- L'IDI deviendra actionnaire majoritaire avec une participation de 80% dans les activités de capital-investissement et de dette privée d'Omnes aux côtés des 22 professionnels existants. La structure consolidée baptisée IdiCo gèrera alors 900m€.
- Omnes, l'ancien véhicule de private equity du Crédit Agricole, affiche actuellement 4,2md€ d'actifs sous gestion.

Analyse

Solidité des performances malgré l'agitation des marchés

Malgré une contraction du résultat net à 30,1m€ au S1 2022 contre 84,1m€ au S1 2021, l'IDI a publié de solides résultats au titre du premier semestre 2022 avec une augmentation de 4,7% de l'actif net réévalué à 622,5m€, soit 83,6€ par action, contre 612,4m€ à fin 2021. Dans un contexte de repli marqué des valorisations sur l'ensemble les marchés, cette progression de près de 5% de l'ANR est une réussite. Et ce d'autant plus au regard de l'extrême prudence dont a toujours fait preuve la direction au moment de valoriser l'ensemble de ses actifs. A fin juin 2022, l'IDI affichait un bilan solide avec 622,5m€ de fonds propres. En termes de liquidité, depuis le 5 juillet dernier, le groupe dispose de deux lignes de crédit de 30m€ chacune, dont l'une est dédiée au financement des investissements en Private Equity Europe. En termes d'investissement, la capacité du groupe restait élevée à 153,6m€. IDI a fait de nombreux investissements au premier semestre 2022 avec sept opérations réalisées, dont une acquisition, cinq build-ups et une opération stratégique avec Omnes et ses associés (voir ci-après).

L'IDI se renforce dans la gestion d'actifs pour compte de tiers

L'IDI est sur le point de franchir une étape supplémentaire. Le 12 septembre 2022, l'IDI a signé un accord avec Omnes en vue d'une prise de participation minoritaire (45%) dans les activités de ce dernier dans les énergies renouvelables, le capital-risque et le co-investissement et majoritaire (80%) dans le capital-investissement et la dette privée. L'IDI a ainsi pris le contrôle de l'ancien véhicule de private equity du Crédit Agricole, devenu indépendant en 2011 et qui affiche actuellement 4,2md€ d'actifs sous gestion avec environ 70 salariés. Devant être finalisée au T4 2022, l'opération donnera naissance à IdiCo (qui regroupera les activités de private equity et de dette privée d'Omnes). Les 900m€ d'actifs gérés par IdiCo doubleront les actifs sous gestion de l'IDI, avec un total porté à environ 1,5md€. En se renforçant dans le secteur de la gestion pour compte de tiers, l'IDI emboîte le pas à ses pairs Eurazeo et GBL. La puissance de feu de l'IDI pour les opérations futures s'en trouve modifiée, les deux équipes devant travailler sous le même toit.

Cette opération rappelle l'opération similaire réalisée avec Idinvest. En 2018, l'IDI avait multiplié par 10 la valeur de sa participation en cédant Idinvest à Eurazeo. Cependant, l'opération d'aujourd'hui est plus complexe que celle portant sur Idinvest. Selon *Les Échos*, la valeur d'entreprise d'Omnes avoisine les 120m€. Une telle opération a plusieurs objectifs pour l'IDI : i) diversifier ses sources de résultats, ii) se développer dans la gestion pour compte de tiers, iii) bénéficier d'un effet de taille et ainsi accélérer le flux d'affaires, iv) un partage des compétences entre la direction de l'IDI et celle d'Omnes, et v) générer des synergies sur le front de l'ESG. Globalement, il s'agit d'un accord plus que prometteur sur le papier tant il devrait conforter les résultats du groupe. La valeur de l'opération n'a pas été communiquée à ce jour et ne sera divulguée qu'au moment de la publication des comptes 2022 en avril 2023. Avec un chiffre d'affaires 2023 susceptible de passer de 5m€ à environ 25m€ et une forte expansion de la base de coûts avec l'ajout d'environ 30 professionnels de l'investissement, l'organisation même de l'IDI s'en trouvera profondément modifiée. Quant à lui, l'ANR ne devrait pas être pour le moment modifié, l'attrition des actifs liquides nets compensant l'arrivée des nouveaux actifs.

Prévisions pour 2022

Malgré un semestre marqué par des tensions géopolitiques avec la guerre en Ukraine, des tensions macroéconomiques avec le renchérissement des taux d'intérêt, une inflation record et de fortes tensions sur les valorisations, Christian Langlois-Meurinne reste confiant concernant la solidité du modèle économique de l'IDI, sa vision du long terme et la qualité des résultats. Ainsi, compte tenu de ce passage à la vitesse supérieure, les perspectives à long terme pour le groupe restent plus qu'attrayantes. Nous maintenons notre recommandation positive sur le titre et jugeons la décote actuelle de 42% par rapport à l'ANR très attractive.

Impact

Nous allons réviser notre ANR pour tenir compte de ces résultats. Nous allons également intégrer l'impact sur les comptes des prises de participation de 80% dans les activités de private equity et de dette privée d'Omnes (IdiCo) et de 45% dans les activités restantes.

06/09/2022

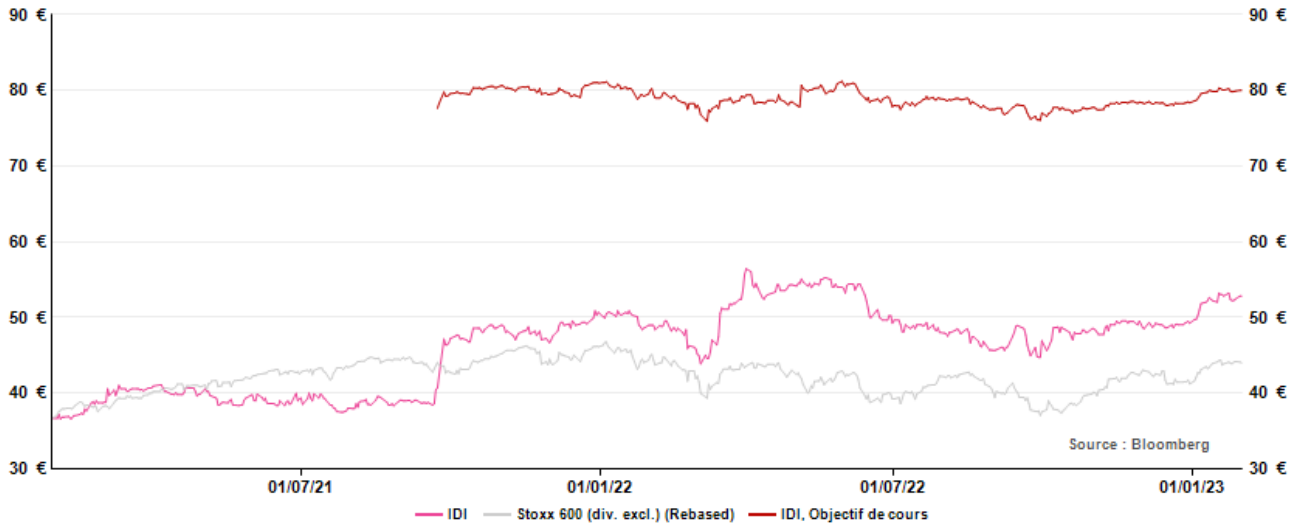
Révision de nos prévisions de BPA pour tenir compte des difficultés à venir

Changement d'EPS

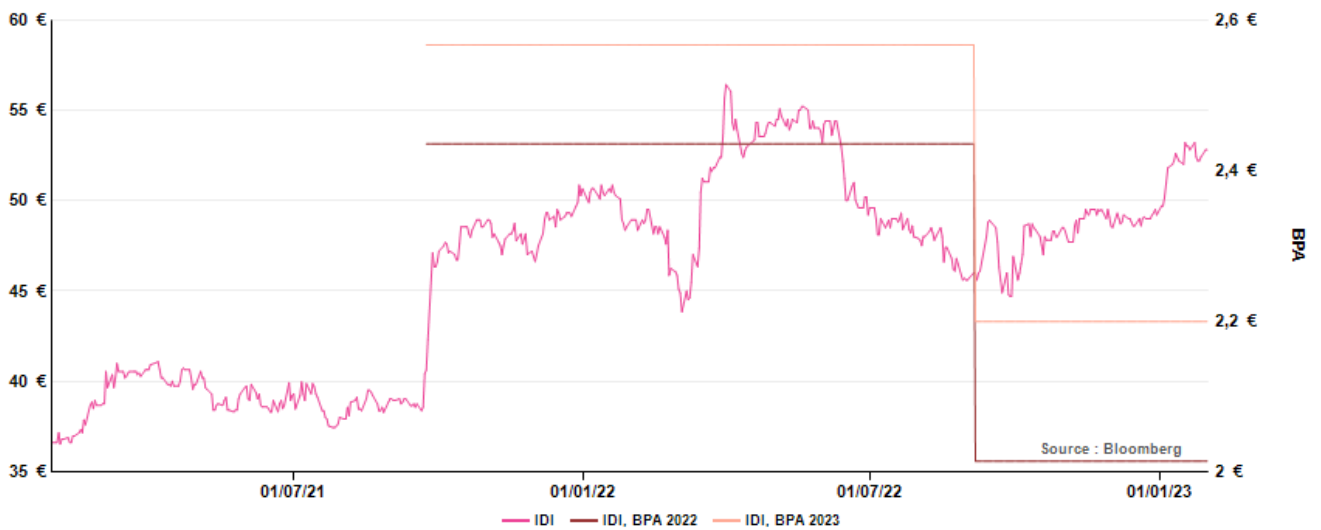
2022 : € 2,01 vs 2,44	-17,3 %
2023 : € 2,20 vs 2,57	-14,3 %

Malgré une année 2021 record, marquée par une progression de 141,3m€ du résultat net liée au dynamisme de l'activité d'investissement de l'IDI, nous avons revu à la baisse nos prévisions pour 2022 et 2023. Selon nous, une conjoncture difficile devrait peser sur les performances du private equity et les prochaines années ne s'annoncent pas aussi bonnes que 2021.

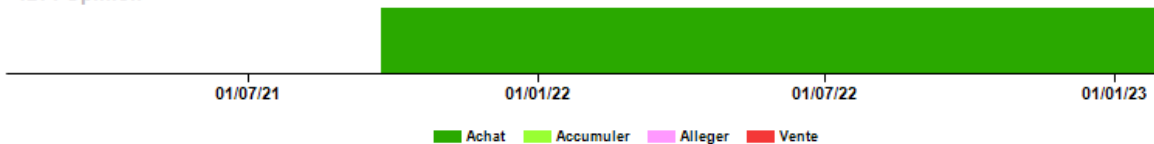
Cours & Objectif de cours



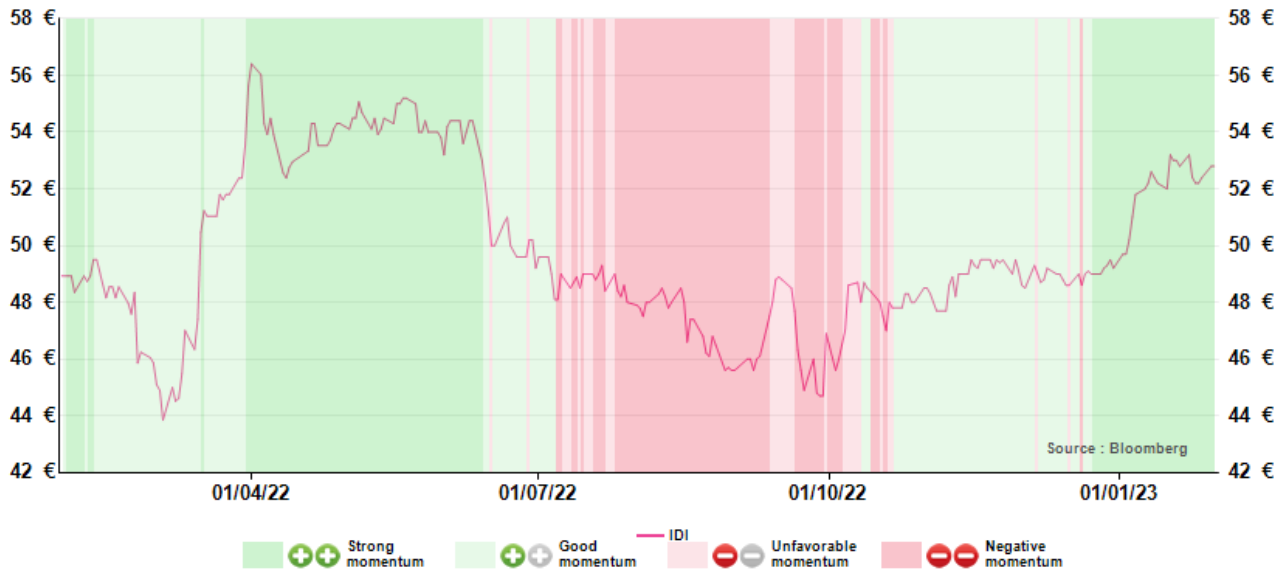
Bénéfices par action et Opinion



IDI : Opinion



Momentum





L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).


Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.


Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

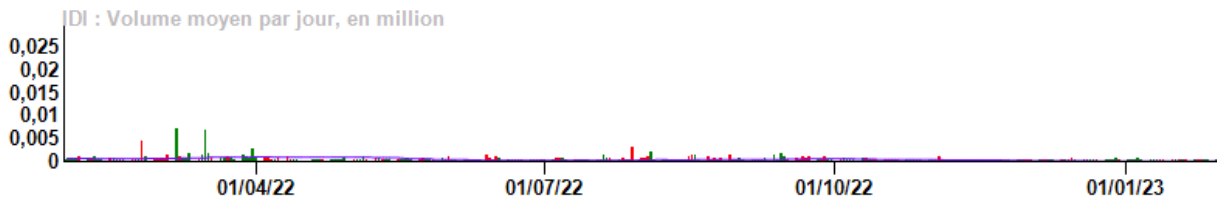
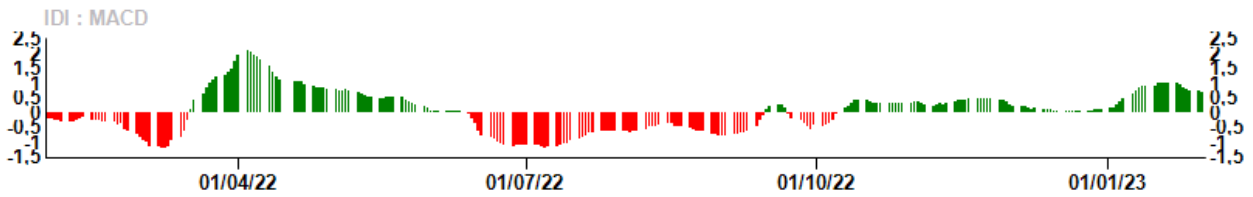
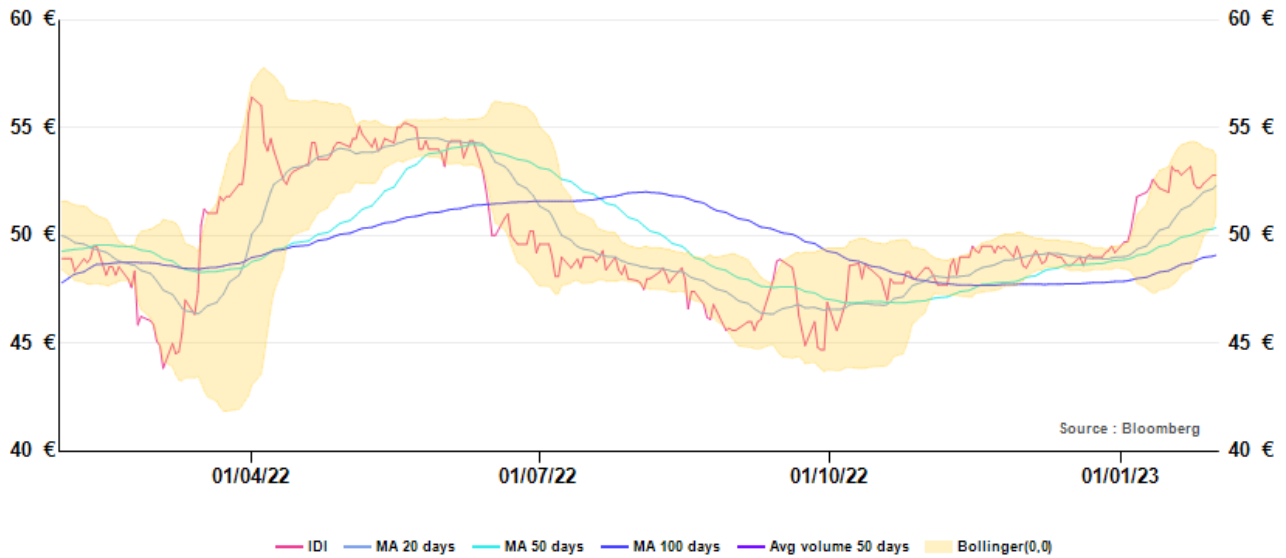
 : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

Moyenne mobile MACD & Volume



€/\$ sensibilité



Euro sensibilité



Secteur Autres Financières



Données financières

Clefs de valorisation		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté	x	2,98	25,0	24,0	20,5
PER publié	x	2,98	25,0	24,0	20,5
VE/EBITDA(R)	x	11,6	8,41	5,27	2,74
EV/EBIT	x	11,4	8,29	5,19	2,78
EV/Sales	x	-66,6	-48,0	-29,5	-14,9
P/ANC	x	0,53	0,64	0,73	0,80
Rendement du dividende	%	7,58	5,56	5,68	6,63
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	<i>-8,80</i>	<i>-5,38</i>	<i>-7,97</i>	<i>-7,03</i>
Cours moyen	€	44,8	50,4	52,8	52,8

Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	k€	5 098	5 225	5 487	5 761
<i>Croissance du CA</i>	%	31,4	2,50	5,00	5,00
<i>CA par employé</i>	k€	364	373	392	412
Achats et coûts externes (incl. IT)	k€	-3 517	-3 605	-3 785	-3 974
Coûts de personnel	k€	-3 443	-3 667	-3 850	-4 004
Loyers de location opérationnelle	k€				
Coût des ventes (indicatif)	k€				
EBITDA	k€	-29 218	-29 802	-30 696	-31 310
EBITDA(R)	k€	-29 218	-29 802	-30 696	-31 310
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	-573	-570	-559	-543
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	-2 087	-2 129	-2 193	-2 236
Dotations aux amortissements	k€	-443	-454	-477	-501
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	8,69	8,69	8,69	8,69
Dépréciations	k€				
Dotations aux provisions	k€	12,0	12,1	12,7	13,4
Reprises de provision	k€	0,00	0,00	0,00	1 000
Résultat opérationnel courant	k€	-29 649	-30 244	-31 160	-30 798
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-582	-579	-568	-535
Autres revenus/dépenses (cash)	k€				
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	k€	141 299 ⁽²⁾	45 508 ⁽²⁾	47 783 ⁽²⁾	50 172
Dépréciation des survaleurs	k€				
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	111 650	15 263	16 623	19 375
Charges financières	k€	-1 101	-1 123	-1 123	-1 123
<i>dont effectivement décaissé</i>	k€	-1 101			
Produits financiers	k€				
Autres produits (charges) financiers	k€	621	621	621	621
Résultat financier net	k€	-480	-502	-502	-502
<i>dont services des engagements de retraites</i>	k€		0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	111 170	14 761	16 121	18 873
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	k€				
Impôt courant	k€	-1 320	-175	-191	-224
Impôts différés	k€	-870	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€	-2 190	-175	-191	-224
<i>Taux d'imposition</i>	%	1,97	1,19	1,19	1,19
<i>Marge nette</i>	%	ns	279	290	324
Mises en équivalence	k€				
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	k€				
Intérêts minoritaires	k€				
Résultat des activités destinées à être cédées	k€				
Résultat net pdg	k€	108 980	14 586	15 929	18 649
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	k€				
Résultat net ajusté, pdg	k€	108 980	14 586	15 929	18 649
Résultat corrigé et dilué	k€	108 980	14 586	15 929	18 649
NOPAT	k€	78 155	10 684	11 636	13 562

2. Corresponds to realised and unrealised changes to the fair value of financial assets.

Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	k€	-29 218	-29 802	-30 696	-31 310
Variation du BFR	k€	4 440	10 854	919	5 183
<i>dont (augm./dimin.) des créances clients</i>	k€	-617	417	-52,3	-144
<i>dont (augm./dimin.) des stocks</i>	k€		0,00	0,00	0,00
<i>dont augm./dimin.) des dettes fournisseurs</i>	k€	6 552	9 163	1 311	5 711
<i>dont augm./dimin.) autres dettes</i>	k€	-1 495	1 273	-340	-384
Dividendes reçus des mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€	-2 190	-175	-191	-224
Eléments exceptionnels	k€	0,00			
Autres cash flows d'exploitation	k€	-1 101			
Cash flows d'exploitation total	k€	-28 069	-19 124	-29 969	-26 352
Investissements matériels	k€	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	3,61	3,52	3,36	3,20
Acquisitions de titres	k€	74 891	25 000	15 000	10 000
Autres flux d'investissement	k€	2 995 ⁽³⁾	3 070 ⁽³⁾	3 223 ⁽³⁾	3 385
Flux d'investissement net	k€	77 870	28 054	18 207	13 369
Charges financières nettes	k€	-480	-502	-502	-502
<i>dont compasante cash</i>	k€	-1 101	-502	-502	-502
Dividendes (maison mère)	k€	-23 429	-20 280	-20 280	-21 728
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	0,00			
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	k€	-574			
(Aug.)réduction de la dette nette	k€	-15 019	0,00	0,00	0,00
Autres flux financiers	k€	-35 991	-36 891	-38 735	-40 672
Flux financiers totaux	k€	-75 540	-57 672	-59 517	-62 902
Variation de la trésorerie	k€	-25 739	-48 742	-71 279	-75 885
Variation de la dette nette	k€	-10 720	-48 742	-71 279	-75 885
Cash flow disponible (avant div)	k€	-28 565	-19 642	-30 487	-26 870
Cash flow opérationnel	k€	-28 069	-19 124	-29 969	-26 352
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	2,45	2,39	2,28	2,17

3. Includes dividends from investee companies.

Bilan		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Survaleurs	k€				
Total actif incorporel	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	k€	652	668	702	737
Droits de tirage	k€	1 492	1 492	1 492	1 492
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	k€	584 534 ⁽⁴⁾	599 147 ⁽⁴⁾	629 105 ⁽⁴⁾	660 560
Autres immo. financières (optique de placement)	k€				
BFR	k€	-16 713	-27 567	-28 486	-33 669
<i>dont clients (+)</i>	k€	3 242	2 825	2 877	3 021
<i>dont stocks (+)</i>	k€				
<i>dont fournisseurs (+)</i>	k€	17 048	26 211	27 522	33 233
<i>dont engagements courants (+)</i>	k€	2 907	4 180	3 841	3 457
Autres actifs courants	k€	4 979	4 979	4 979	4 979
<i>dont actifs d'impôts</i>	k€				
Actif total (net des engagements CT)	k€	574 944	578 720	607 792	634 099
Capitaux propres part du groupe	k€	612 432	567 828	525 427	475 646
Intérêts minoritaires	k€	8,00	8,00	8,00	8,00
Provisions pour retraite	k€	393	0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	k€	3 835	3 873	4 067	4 270
Charges d'IS	k€	3 376	3 376	3 376	3 376
Autres charges	k€	11 280	11 280	11 280	11 280
Endettement net / (trésorerie)	k€	-56 387 ⁽¹⁾	-7 645 ⁽¹⁾	63 634 ⁽¹⁾	139 519
Passifs totaux	k€	574 937	578 720	607 792	634 099
Endettement net moyen / (trésorerie)	k€	-32 714	-32 016	27 994	101 576

4. Adjusted by the fair value of liquid assets which we include in the calculation of the net debt/cash position, as these assets can be easily mobilised to service financial debts.

1. Includes all current and non-current financial debt minus cash, short-term placements, as well as the fair value of liquid assets, which historically averages at c.20% of the total portfolio.

Valeur d'entreprise		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
VE/EBITDA(R)	x	11,6	8,41	5,27	2,74
VE/EBIT	x	11,4	8,29	5,19	2,78
VE/CA	x	-66,6	-48,0	-29,5	-14,9
EV/Capital investi	x	-0,60	-0,44	-0,27	-0,14
Capitalisation boursière	k€	324 730	365 039	382 413	382 413
+ Provisions (incluant les retraites)	k€	4 228	3 873	4 067	4 270
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	-57 879	-9 137	62 142	138 027
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	k€	610 381	610 381	610 381	610 381
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	8,00	0,00	8,00	8,00
= Valeur d'entreprise	k€	-339 294	-250 606	-161 751	-85 663

Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	15,0	2,01	2,20	2,57
<i>Croissance des BPA</i>	%	401	-86,6	9,21	17,1
BPA publié	€	15,0	2,01	2,20	2,57
Dividende net par action	€	3,40	2,80	3,00	3,50
Cash flow libre par action	€	-3,94	-2,71	-4,21	-3,71
Cash flow opérationnel par action	€	-3,88	-2,64	-4,14	-3,64
Actif net comptable par action	€	84,6	78,4	72,5	65,7
Nombre d'actions ordinaires	Th	7 243	7 243	7 243	7 243
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Th	7 243	7 243	7 243	7 243
Nombre d'actions pour Capi.	Th	7 243	7 243	7 243	7 243
Autocontrôle (fin d'année)	Th				
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Th	7 243	7 243	7 243	7 243
Nombre d'actions ordinaires moyen	Th	7 243	7 243	7 243	7 243
Conversion d'instruments de dette en actions	Th				
Règlement de stock-options exerçables	Th				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Th				
Autres engagements d'émettre des titres	Th				
Dilution (moyenne)	Th	0,00	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	7 243	7 243	7 243	7 243
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	15,0	2,01	2,20	2,57
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	15,0	2,01	2,20	2,57
Taux de distribution	%	22,6	139	136	136
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	19,1	139	136	

Financement et liquidité

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	k€	-29 218	-29 802	-30 696	-31 310
Cash flow des opérations	k€	-33 610	-30 480	-31 390	-32 036
Fonds propres	k€	612 432	567 828	525 427	475 646
Dette brute	k€	87 306	87 306	87 306	87 306
dont échéance moins d'un an	k€	45 541	45 541	45 541	45 541
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	41 765	41 765	41 765	41 765
+ Trésorerie brute	k€	143 693	94 951	23 672	-52 213
= Dette nette / (trésorerie)	k€	-56 387 ⁽¹⁾	-7 645 ⁽¹⁾	63 634 ⁽¹⁾	139 519
Emprunts bancaires	k€	87 306	87 306	87 306	87 306
Autres financements	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio d'endettement	%	-5,34	-5,64	5,33	21,4
Fonds propres/Actif total (%)	%	107	98,1	86,4	75,0
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	1,93	0,26	-2,07	-4,46
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-3,13	-3,06	-2,98	-2,92
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	13,0	13,8	14,8	16,1
<i>Ebit cover</i>	x	-61,8	-60,2	-62,1	-61,3
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-36,7	-33,4	-34,4	-35,0
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	59,6	399	-49,3	-23,0
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-31,2	-21,5	-33,4	-29,3
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	2,53	1,65	-0,15	-1,74
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-0,64	-0,43	-0,67	-0,59

1. Includes all current and non-current financial debt minus cash, short-term placements, as well as the fair value of liquid assets, which historically averages at c.20% of the total portfolio.

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	0,98	0,99	0,99	0,99
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	2 190	292	303	336
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	0,92	0,91	0,92	0,93
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	0,97	0,98	1,09	1,24
Rendement des fonds propres (ROE)	%	19,3	2,47	2,91	3,73
ROA	%	-695	-56,7	-59,8	-58,8

Réconciliation des capitaux propres

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Fonds propres année N-1	k€	23 590	109 141	567 828	525 427
+ Profits nets de l'année	k€	108 980	14 586	15 929	18 649
- Dividendes (maison mère)	k€	-23 429	-20 280	-20 280	-21 728
+ Augmentation de capital	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle</i>	k€	<i>-574</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	k€		464 380	-38 050	-46 702
= Fonds propres fin d'année	k€	109 141	567 828	525 427	475 646

Personnel

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires par employé	k€	364	373	392	412
Coûts de personnel unitaire	k€	-246	-262	-275	-286
<i>Variation des coûts de personnel</i>	<i>%</i>	<i>74,2</i>	<i>6,50</i>	<i>5,00</i>	<i>4,00</i>
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	<i>%</i>	<i>61,8</i>	<i>6,50</i>	<i>5,00</i>	<i>4,00</i>
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	<i>%</i>	<i>-13,4</i>	<i>-14,0</i>	<i>-14,3</i>	<i>-14,7</i>

Nombre d'employés moyen	utp	14,0	14,0	14,0	14,0
Europe	utp	14,0	14,0	14,0	14,0
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	k€	-3 443	-3 667	-3 850	-4 004
Salaires	k€	-3 443	-3 667	-3 850	-4 004
Coûts relatifs aux retraites	k€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	k€	5 098	5 225	5 487	5 761
PE Europe	k€	3 810	3 905	4 101	4 306
PE Emergents	k€	741	760	798	837
Actifs Liquides	k€	336	344	362	380
Other	k€	211	216	227	238

Résultat par division

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
REMONTEES DE DIVIDENDES Analysis					
PE Emergents	k€	635	651	683	718
Actifs Liquides	k€	336	344	362	380
PE Europe	k€	2 629	2 695	2 829	2 971
Other/cancellations	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	k€	3 600	3 690	3 875	4 068
REMONTEES DE DIVIDENDES margin	%	70,6	70,6	70,6	70,6

Géographie du chiffre d'affaires

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Europe	%	72,0	72,0		
Other	%	28,0	28,0		

ROCE

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Rendement des capitaux investis	%	13,7	1,87	1,94	2,16
CFROIC	%	-5,02	-3,43	-5,07	-4,28

Survaleur	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	k€	652	668	702	737
<i>Amortissements cumulés</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	k€	-16 713	-27 567	-28 486	-33 669
Autres actifs	k€	584 534	599 147	629 105	660 560
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	k€	568 473	572 249	601 321	627 628
Capitaux employés avant amortissement	k€	568 473	572 249	601 321	627 628

Capitaux employés par division

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PE Emergents	k€				
Actifs Liquides	k€				
PE Europe	k€				
Other	k€	568 473	572 249	601 321	627 628
Total capital employed	k€	568 473	572 249	601 321	627 628

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%