

INITIATION DE COUVERTURE

STRATÉGIE AUDACIEUSE DANS LE PRIVATE EQUITY

Nous initions ce jour le titre à l'ACHAT avec un objectif de 10€. Le cours actuel offre selon nous un risk/reward séduisant pour capitaliser sur la dynamique porteuse du marché du Private Equity. Si Audacia doit démontrer sa capacité à répliquer le succès de son modèle ISF-TEPA (en voie d'extinction) sur des fonds de Private Equity centrés sur des thématiques différenciantes (quantique, spatial, coliving...), les réalisations de 2021-22 devraient apporter rapidement les 1ers éléments de réponses et crédibiliser l'objectif 2025 de 1Md€ d'AUM. Ceci permettrait au groupe de générer en 2026 (hors contribution des fond ISF-TEPA) un CA de près de 19m€ pour une marge d'EBITDA >30%.

Maxime Dubreil
+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Document achevé de rédiger le
03/12/21 17:00

Document publié le 06/12/21
07:50

Une approche différenciante et ambitieuse du Private Equity

Spécialisée à sa création sur les investissements ISF-TEPA (715m€ collectés entre 2008 et 2017), Audacia a été contrainte de se réinventer avec la disparition de l'ISF. Forte de son expérience dans le financement d'entreprises innovantes et de l'appétence de C. Beigbeder pour l'entrepreneuriat et l'innovation, la société s'est recentrée sur le marché du Private Equity via la commercialisation de fonds spécialisés sur des thématiques différenciantes (quantique, spatial, coliving...). Audacia souhaite devenir une plateforme d'incubation et de commercialisation, agrégeant autour d'elle une galaxie de fonds spécialisés. La société se fixe pour objectif un AUM de 1Md€ d'ici 2025. Au regard d'un marché français du PE de 250Mds€ qui collecte 20Mds€ par an, l'objectif d'Audacia reviendrait à capter moins de 1% de la collecte sur la période. Un objectif atteignable au regard des thématiques porteuses des fonds et du *track record* du management.

Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022

Avec son modèle pour les nouveaux fonds basé uniquement sur les frais de gestion (la rémunération liée à la performance comme le carried-interest est une option gratuite dans notre modèle), tout l'enjeu pour Audacia réside dans sa capacité à atteindre son objectif de 1Md€ d'AUM d'ici 2025. Alors que les fonds historiques ISF/TEPA continueront de contribuer aux résultats jusqu'en 2025 et permettront de financer une partie de la transition, nous estimons qu'Audacia devrait être en mesure de générer en 2026 près de 19m€ de CA pour une marge d'EBITDA de 30%. Avec une Trésorerie Nette 2021e de 4,0m€ intégrant l'AK de l'IPO et FCF légèrement positif dès 2022e, nous estimons que l'essentiel des fonds levés lors de l'IPO servira à financer des participations dans des fonds thématiques dans une logique d'amorçage.

Risk/reward attractif- ACHAT avec un 1^{er} objectif fixé à 10€

Afin de valoriser Audacia, nous nous appuyons uniquement sur un DCF, l'approche par comparables permettant uniquement de souligner l'appétence de la bourse pour le secteur. De notre DCF bâti sur des hypothèses conservatrices au-delà de 2026 (1,5Md€ d'encours et 30% de marge d'EBITDA en flux normatif) et un WACC de 13,7%, nous en dérivons un OC de 10€ sur une base diluée. Un tableau de sensibilité permet de mettre en lumière le levier sur la valorisation en fonction des encours sous gestion.

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse

en € / action	2021e	2022e	2023e
BNA dilué	-0,07	0,14	0,62
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
au 31/12	2021e	2022e	2023e
PE	n.s.	45,0x	9,9x
VE/CA	1,8x	2,0x	0,9x
VE/EBITDA ajusté	86,6x	n.s.	2,9x
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	2,9x
FCF yield*	n.s.	2,9%	24,9%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours de clôture du	03/12/2021 6,2
Nb d'actions (m)	4,8
Capitalisation (m€)	29
Capi. flottante (m€)	7
ISIN	FR00140059B5
Ticker	ALAUD-FR
Secteur DJ	Finance

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+4,7%	nd	nd
Variation relative	+10,6%	nd	nd

Source : Factset, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
BNA publié	1,85	1,09	0,14	0,47	0,30	0,64	0,16	0,74
BNA corrigé dilué	2,04	1,09	0,74	0,42	0,27	-0,07	0,14	0,62
<i>Ecart /consensus</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	1,47	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
P/E	nd	nd	nd	nd	nd	n.s.	45,0x	9,9x
VE/CA	nd	nd	nd	nd	nd	1,78x	1,95x	0,93x
VE/EBITDA ajusté	nd	nd	nd	nd	nd	86,6x	19,7x	2,9x
VE/EBITA ajusté	nd	nd	nd	nd	nd	n.s.	16,0x	2,9x
FCF yield op. avt BFR	nd	nd	nd	nd	nd	n.s.	2,9%	24,9%
FCF yield opérationnel	nd	nd	nd	nd	nd	n.s.	2,9%	24,9%
Rendement	nd	nd	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Cours en €	nd	nd	nd	nd	nd	6,2	6,2	6,2
Capitalisation	nd	nd	nd	nd	nd	24,4	29	29
Dette Nette	nd	nd	nd	nd	nd	-4,0	-4,5	-7,8
Valeur des minoritaires	nd	nd	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	nd	nd	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0
+/- corrections	nd	nd	nd	nd	nd	-8,2	-8,2	-8,2
Valeur d'Entreprise (VE)	nd	nd	nd	nd	nd	12,1	16,8	13,4

Compte résultat (m€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
CA	28,3	24,2	16,6	13,6	10,8	6,8	8,6	14,5
<i>var.</i>	<i>+12,5%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>-31,4%</i>	<i>-18,2%</i>	<i>-20,4%</i>	<i>-36,7%</i>	<i>+25,4%</i>	<i>+68,6%</i>
EBITDA ajusté	12,4	7,4	6,4	4,0	4,0	0,1	0,9	4,6
EBITA ajusté	10,3	6,1	4,2	2,4	1,8	-0,4	1,0	4,7
<i>var.</i>	<i>nd</i>	<i>-40,8%</i>	<i>-31,1%</i>	<i>-43,1%</i>	<i>-23,9%</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>
EBIT	10,3	6,1	0,9	2,6	1,6	3,3	1,0	4,7
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,0	0,0
IS	-3,4	-2,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,9	-0,3	-1,2
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	6,8	4,0	0,5	1,7	1,1	2,5	0,8	3,5
RN pdg corrigé	7,5	4,0	2,7	1,5	1,2	-0,3	0,8	3,5
<i>var.</i>	<i>nd</i>	<i>-46,4%</i>	<i>-32,2%</i>	<i>-42,8%</i>	<i>-20,6%</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>+353,2%</i>

Tableau de flux (m€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EBITDA ajusté	12,4	7,4	6,4	4,0	4,0	0,1	0,9	4,6
IS théorique / EBITA ajusté	-3,1	-2,0	-1,4	-0,7	-0,5	0,0	-0,3	-1,2
Total capex	0,0	0,0	-6,2	-2,2	-0,6	-0,7	-0,1	-0,1
FCF opérationnel net IS avt BFR	9,3	5,4	-1,2	1,1	2,9	-0,5	0,5	3,3
Variation BFR	0,0	1,1	1,8	4,1	-3,8	-6,6	0,0	0,0
FCF opérationnel net IS après BFR	9,3	6,5	0,6	5,2	-0,9	-7,2	0,5	3,3
Acquisitions/cessions	0,0	-1,2	-0,4	-2,0	-0,3	17,9	0,0	0,0
Variation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,6	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,4	0,0	0,0
Autres dont correction IS	3,1	-0,1	0,6	-0,7	-1,4	-1,3	0,0	0,0
Cash-flow publié	12,4	5,2	0,8	2,5	-2,6	10,7	0,5	3,3

Bilan (m€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Actifs immobilisés	nd	13,2	14,5	17,8	17,7	4,6	4,6	4,7
dont incorporels/GW	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	nd	-1,1	-2,9	-6,9	-3,2	3,5	3,5	3,5
Capitaux Propres groupe	nd	4,6	5,1	6,8	7,9	12,1	12,7	16,1
Minoritaires	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	nd	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette fi. nette	nd	7,3	6,6	4,0	6,7	-4,0	-4,5	-7,8

Ratios financiers (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EBITDA/CA	43,9%	30,8%	38,8%	29,8%	37,1%	2,0%	9,9%	31,9%
EBITA/CA	36,5%	25,4%	25,5%	17,7%	16,9%	n.s.	12,2%	32,5%
RN corrigé/CA	26,3%	16,5%	16,3%	11,4%	11,4%	n.s.	9,0%	24,3%
ROCE	nd	50,4%	36,3%	22,2%	12,6%	n.s.	12,9%	57,4%
ROE corrigé	nd	87,6%	53,4%	22,8%	15,6%	n.s.	6,1%	21,9%
DN/FP	nd	160,8%	129,3%	59,5%	84,6%	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	nd	1,0x	1,0x	1,0x	1,7x	-28,7x	-5,3x	-1,7x

NB : tableau de flux reconstitué sur les années 2016-20

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

SOMMAIRE

1 – Une approche différenciante et ambitieuse du Private Equity	p.4
1.1 Un groupe réorienté vers le Private Equity avec la fin des fonds TEPA	p.4
1.2 Une équipe expérimentée menée par Charles Beigbeder	p.6
1.3 Un modèle économique particulièrement vertueux et séduisant	p.7
1.4 Trois piliers pour collecter 1Md€ d'ici 2025	p.7
2- Des ambitions à remettre en perspective avec le marché du Private Equity	p.10
2.1 Un marché mondial du Private Equity extrêmement porteur	p.10
2.2 Un marché français au profil similaire au marché mondial	p.11
2.3 Un environnement concurrentiel féroce, mais encore très fragmenté	P.13
3- Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022	p.15
3.1 L'objectif 2025 de 1Md€ de collecte atteignable	p.15
3.2 CA 2021-26e : contribution progressive des nouveaux fonds	P.16
3.3 Retour vers une marge d'EBITDA >30% après le point bas de 2021e	p.17
3.4 FCF : point bas en 2021e avec le BFR, croissance financée au-delà	p.19
3.5 Bilan apuré fin 2021	p.20
4 – Risk/reward attractif – ACHAT avec un 1er objectif fixé à 10€	p.22
4.1 Comparables : prématuré à adopter mais forte appétence pour le secteur	p.22
4.2 DCF : une valorisation de 10€/action avec un WACC de 13,7%	p.23
Avertissement	p.27

1- Une approche différenciante et ambitieuse du Private Equity

Spécialisée à sa création sur les investissements ISF-TEPA (715m€ collectés entre 2008 et 2017), Audacia a été contrainte de se réinventer avec la disparition de l'ISF début 2018. Forte de son expérience de 10 ans dans le financement d'entreprises innovantes et de l'appétence de Charles Beigbeder pour l'entrepreneuriat et les thématiques d'avenir, la société décide de se recentrer sur le marché du Private Equity au travers de la commercialisation de fonds spécialisés sur des thématiques différenciantes (quantique, spatial, bio transition, coliving, growth, ...) avec un modèle économique modifié. Audacia souhaite devenir une plateforme d'incubation et de commercialisation de fonds thématiques, agrégeant autour d'elle une galaxie de fonds spécialisés qui se concentreront exclusivement sur la gestion. Dans le cadre de cette nouvelle stratégie, Audacia se fixe pour objectif un AUM de 1Md€ d'ici 2025.

1.1 Un groupe réorienté vers le Private Equity avec la fin des fonds TEPA

1.1.1 2006-18 : un développement réussi via la thématique ISF/TEPA

Audacia est une société de gestion créée en 2006 par Charles Beigbeder. A l'origine, la société s'est développée en capitalisant sur la défiscalisation liée à la loi Travail Emploi Pouvoir d'Achat (TEPA) pour lever des fonds auprès d'investisseurs. La loi TEPA, adoptée en août 2007, permettait une réduction de l'Impôt de Solidarité sur la Fortune (ISF) dans une limite annuelle de 45k€ sur les montants investis directement ou indirectement dans les PME éligibles. Cette réduction d'ISF était de 75% sur les versements réalisés entre 2008 et 2010, puis de 50% entre 2011 et 2017. Le marché des investissements ISF-PME était structuré autour de différents produits financiers, notamment :

- Des Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) et des Fonds Communs de Placement en Innovation (FCPI)

Un FIP ou un FCPI est un placement de défiscalisation permettant aux souscripteurs de parts, sous réserve de les conserver pendant au moins 5 ans, de bénéficier (i) d'une réduction d'ISF correspondant à 75% (puis 50%) du montant investi dans la limite de 18 000€ et (ii) d'une imposition réduite à la sortie. Les 2 produits présentent des caractéristiques fiscales quasiment identiques mais se distinguent par le type d'entreprises financées. Les FIP devaient financer des entreprises localisées dans certaines régions de moins de 8 ans, réalisant moins de 50m€ de CA, affichant un bilan inférieur à 43m€ et employant moins de 250 personnes, quand les FCPI n'avaient pas de contrainte de localisation géographique pour les sociétés financées et pouvaient investir dans des entreprises plus matures (<10 ans) et plus importantes (pas de limitation en matière de CA, de bilan ou de salariés).

- Des mandats ISF

Le mandat de gestion, outil patrimonial haut de gamme se rapprochant de la gestion institutionnelle, permet de bénéficier d'une réduction d'ISF portée à 45 000€. Le mandat de gestion consiste à sélectionner un gestionnaire et à lui confier une mission d'investir en son nom au sein de sociétés éligibles dans le cadre de la loi TEPA.

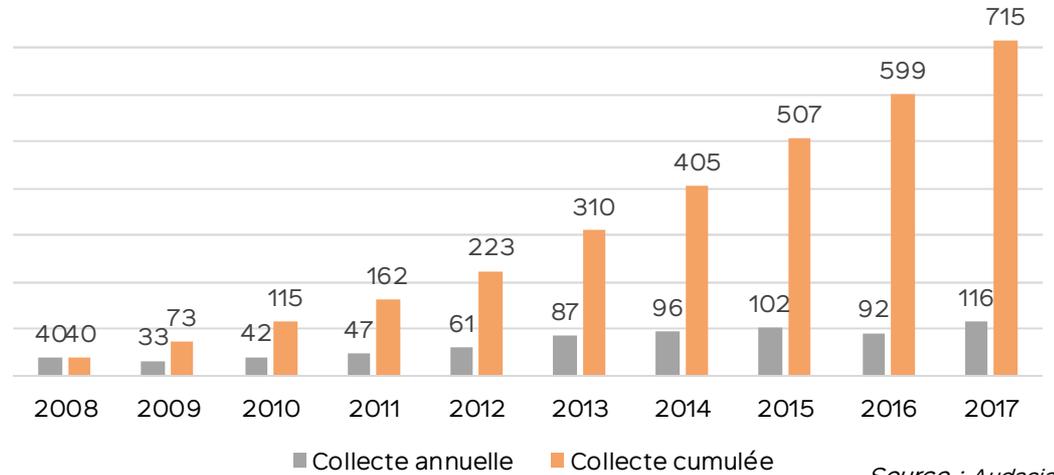
- Des holdings ISF

Le gestionnaire va constituer des holdings regroupant les souscriptions des investisseurs et investissant au capital de PME éligibles. Un holding ISF permet d'investir dans le capital de PME éligibles aux réductions d'ISF.

Sur la période du dispositif TEPA (2008-17), Audacia est ainsi parvenue à collecter 715m€ au travers de ces différents dispositifs (essentiellement des mandats de gestion et des holdings), avec une collecte annuelle de l'ordre de 100m€ entre 2013 et 2017. Audacia a ainsi accompagné 330 PME sur la période, en levant des fonds auprès de 15 000 investisseurs. Ce dynamisme commercial a permis à la société de générer sur la période 2008-20 un CA cumulé de 188m€ pour un EBITDA de 69m€, soit une marge d'EBITDA moyenne de 37% !

1- Une approche différenciante et ambitieuse du Private Equity

Audacia : Collecte 2008-17 sur le modèle ISF-TEPA

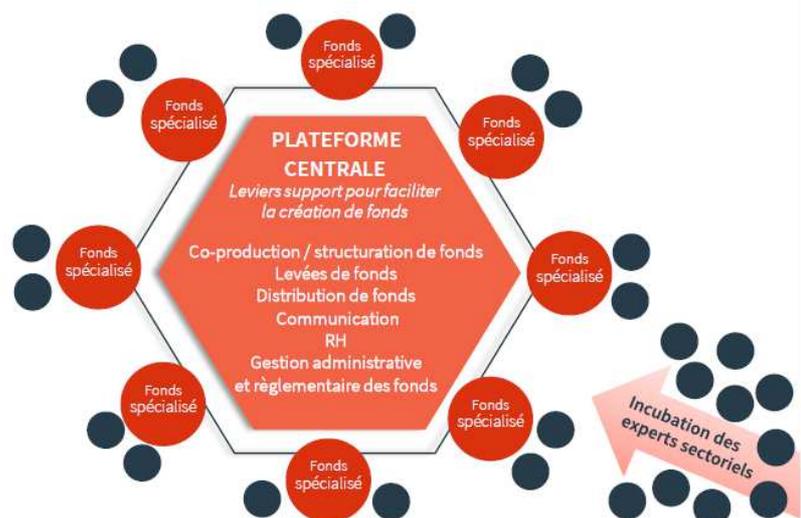


1.1.2 Nouvelle feuille de route : La Maison Entrepreneuriale de Private Equity

Le 1er janvier 2018, l'Impôt sur la Fortune Immobilière (IFI) remplace l'ISF et la défiscalisation des investissements ISF-PME n'est pas reconduite. Ainsi, Audacia doit changer de stratégie.

Forte de son expérience de 10 ans dans le financement d'entreprises innovantes et de l'appétence de Charles Beigbeder pour l'entrepreneuriat et les thématiques d'avenir, la société décide de se recentrer sur le marché du Private Equity au travers de la commercialisation de fonds spécialisés sur des thématiques différenciantes (quantique, spatial, bio transition, coliving, growth, ...) avec un modèle économique modifié. Audacia souhaite devenir une plateforme d'incubation et de commercialisation de fonds thématiques, agrégeant autour d'elle une galaxie de fonds spécialisés conseillés ou gérés par des experts sectoriels qui se concentreront exclusivement sur la gestion des fonds. Ces derniers bénéficieront, outre la plateforme de distribution/collecte d'Audacia, de l'expérience de cette dernière en matière de structuration, d'accompagnement, de renforcement des expertises sectorielles, de communication, de gestion administrative, de processus réglementaires...

Nouvelle feuille de route d'Audacia



Source : Audacia

1- Une approche différenciante et ambitieuse du Private Equity

Dans le cadre de cette nouvelle stratégie, Audacia se fixe pour objectif d'afficher un AUM de l'ordre de 1Md€ en 2025. Pour y parvenir, la société s'est introduite en bourse à l'automne 2021. Les fonds levés à cette occasion doivent permettre principalement : (i) de financer/amorcer de nouvelles thématiques et (ii) de co-investir au sein des fonds afin d'aligner les intérêts d'Audacia avec ceux de ses clients investisseurs.

1.2 Une équipe expérimentée menée par Charles Beigbeder

Audacia compte aujourd'hui un effectif restreint de 21 collaborateurs, dont 2 dirigeants, 8 personnes dédiées à la gestion des fonds (capital développement et immobilier) et 11 dédiées à la structuration/distribution/marketing. Les principaux collaborateurs sont :

➤ Charles Beigbeder, Président Directeur Général

Diplômé de Centrale Paris, il a commencé sa carrière au sein du groupe Matra (Airbus) en 1989, puis il s'est tourné vers la finance (Paribas, Crédit Suisse First Boston, MC-BBL) dans les années 90 avant de se lancer dans l'entrepreneuriat. En 1997, il fonde SELF-TRADE, un site de courtage en ligne qu'il cède à DAB Bank en 2000 pour 911m€ qui le revendra en 2002 à Boursorama (Société Générale). Puis, il fonde en 2002 POWEO (fournisseur indépendant d'électricité et de gaz) dont il cèdera sa participation à Verbund en 2009 (VE de la transaction de 540m€). Aujourd'hui, POWEO fait partie du groupe Total. Il a aussi connu des expériences plus mitigées comme Agrogeneration (producteur de matières agricoles en Ukraine), fondée en 2007 et fusionnée en 2013 avec Harmelia, ou Happytime (réservation de loisirs et distribution de coffrets cadeaux), fondée en 2008 et liquidée en 2012. Plus récemment, il a créé Bourrienne Paris X, entreprise de prêt-à-porter spécialiste de la chemise blanche intemporelle et Le Philtre Organic, vodka française 100% bio et sans sucre ajouté, réalisée avec du verre recyclé et créée avec son frère Frédéric. Au travers de son holding patrimonial Gravitation, il a aussi investi dans de nombreuses entreprises innovantes (Navya, Terre Solaire, YesWeHack, La compagnie...). Fin 2006, il fonde Audacia qu'il dirige depuis et dont il est le principal actionnaire avec 77% du capital post IPO. C. Beigbeder affiche ainsi plus de 20 ans d'expérience en entrepreneuriat et financement des sociétés de croissance.

➤ Cédric James, Directeur Général Délégué

Il a rejoint Audacia en 2008, 2 ans après sa création. Il est diplômé de l'université de Paris 1 et Paris 2 et est Directeur Général Délégué. Il possède 12 ans d'expérience en investissement et structuration dans la société.

➤ Éléonore de Rose, Directrice de la Communication

Diplômée de Paris 2 et de l'Institut Français de Presse (IFP), elle a rejoint Audacia en 2019, après des expériences chez Benetton France et au MEDEF.

➤ François Terrier (diplômé de Sciences Po et HEC) et Thomas Schmitz (diplômé d'Assas et de l'ESSEC) sont les deux directeurs des investissements du pôle Capital Développement. Ils possèdent respectivement 8 et 10 ans d'expérience en investissement au sein de la société.

➤ Joseph Marie Absil (ex Unibail) et Florence de la Ferrière (ex CBRE et Icade) sont quant à eux en charge des investissements du pôle Immobilier.

Christophe Jurczak (diplômé de Polytechnique et docteur en physique quantique) et Olivier Tonneau (diplômé de l'ESSEC), en charge de Quantonation, sont aussi à mentionner, quand bien même ils ne font pas partie des effectifs d'Audacia mais du fonds Quantonation.

Audacia s'entoure aussi d'experts sectoriels et de conseils externes. Sur l'immobilier, la société est accompagnée en tant que senior advisor par Christophe Cuvillier, ancien directeur général d'Unibail-Rodamco-Westfield, et un comité d'experts constitué de Stéphane Imowicz, président d'Ikory (conseil immobilier et asset management) et ex

1- Une approche différenciante et ambitieuse du Private Equity

directeur général de Crédit Foncier Immobilier, Eric Seyrat, ex Stam Europe, et Antoine Levent, directeur général d'Heracles Investissement. Sur le capital-développement, Carine Beigbeder, ex-gérante de Financière Arbevel, accompagne l'équipe en tant que conseil, en sus de son poste au conseil d'administration.

1.3 Un modèle économique particulièrement vertueux et séduisant

Point important qu'il convient de préciser. Audacia n'est pas un fonds comme Wendel, Nextstage ou Altur, mais une société de gestion comme Tikehau. Le modèle économique d'une société de gestion permet de générer 3 sources de revenus :

- les frais de gestion liés à l'évolution de l'actif sous gestion.
- les carried interests et les commissions de surperformance attribuées à la société de gestion (l'objectif d'Audacia est de détenir 50% du carried interest des fonds).
- les dividendes et plus-values liés aux prises de participations dans les fonds gérant les encours collectés ou les partenaires opérationnels comme Sharies.

Par ailleurs, comme nous le détaillerons par la suite en partie 3, le modèle de plateforme vise à terme à externaliser la gestion des encours et à limiter par conséquent la structure de coûts fixes (limitée à la commercialisation/distribution et aux frais de structure), avec à terme un effet de levier significatif sur la profitabilité et la génération de FCF.

1.4 Trois piliers pour collecter 1Md€ d'ici 2025

Outre la poursuite de l'activité classique de Capital-Développement, la nouvelle feuille de route d'Audacia se base sur différentes thématiques d'investissements, dont 2 (coliving et quantonation) ont d'ores et déjà fait l'objet d'une 1ère levée et d'autres devraient démarrer prochainement.

➤ Capital-Développement

L'activité historique d'Audacia réside dans l'investissement dans des PME et ETI non cotées et en fortes croissance. Les dossiers étudiés en vue d'un potentiel investissement font l'objet d'une forte sélectivité : sur 7800 dossiers étudiés, Audacia en sélectionne 1350 pour finalement investir que dans 330 d'entre eux. Audacia vise des PME-ETI établie et en croissance (CA compris entre 3 et 100m€) dans le cadre de stratégie de capital-développement ou capital-transmission, à travers des investissements en actions ou obligations de 1 à 10m€. Les investissements sont réalisés dans différents secteurs d'activité : agroalimentaire, biens de consommation, industrie B2B et services B2C.

Présentation de l'offre Capital-Développement d'Audacia



1- Une approche différenciante et ambitieuse du Private Equity

Les premiers fonds clôturés en 2017 (Constellation I) et 2020 (Constellation II) sont des holdings d'investissements ayant pris des participations dans 11 sociétés pour un total de 25m€ investis et le TRI des lignes désinvesties est compris entre 11% et 15%. 2 véhicules sont en cours de commercialisation : le holding Constellation III (réemploi de plus-values de cession, investisseurs assimilés professionnels, holding d'investissement) et le fonds FCPR Audacia Entrepreneurat Familial (fonds ouvert et evergreen, éligible à l'assurance-vie, liquidité à 6 ans et garantie partielle).

Toujours sur cette thématique du capital-développement, Audacia, en partenariat avec des conseillers experts du secteur, prévoit le lancement début 2022 d'un fonds dédié à la biotransition alimentaire et durable. Il s'agirait d'un fonds européen centré sur la France, le Benelux, l'Allemagne et la zone Alémanique qui aurait pour mission d'investir dans tout le cycle d'investissement des participations, avec des périodes de détention allant jusqu'à 10 ans. Les investissements seront orientés sur la 1^{ère} transformation (ingrédients naturels, semences bio, outils industriels, etc.) et sur la 2^{ème} transformation (infrastructures de support, stockage, etc.) pour réduire les coûts de revient, diminuer les intrants chimiques et artificiels, augmenter le recyclage et privilégier les circuits courts et locaux. Ce fonds aura une approche extra-financière sur les axes santé/nutrition, réduction des émissions de CO2 et de GES, social, efficacité et environnement.

La stratégie de la société est de déployer plus de 70m€ dans les PME-ETI familiales européennes d'ici fin 2022. A cela s'ajoute les fonds déployés via le dispositif Obligations Relance (obligations assimilables à des quasi-fonds propres). Audacia fait partie d'un regroupement mené par Tikehau qui s'est vu confier fin 2021 une poche de 300m€ au sein du fonds Obligations Relance doté de 1,7Md€.

➤ Capital-Innovation - Fonds quantique et fonds spatial

Quantonation est un fonds lancé en 2018 dédié aux technologies quantiques et à la physique innovante. La stratégie mise en place par Audacia consiste à investir dans des start-ups liées aux technologies quantiques, comme la simulation moléculaire ou l'imagerie médicale. Le fonds se positionne comme principal investisseur au sein de ces entreprises en tenant un rôle au conseil d'administration et figure parmi les leaders du secteur en Europe et en Amérique du Nord avec 13 participations, dont les sociétés Pasqal, Orca Computing ou encore Quandela.

Quantonation est un fonds early stage (capital d'amorçage, série A) avec une taille de fonds cible de 60m€. Le fonds a clôturé un 1^{er} tour de 20m€ en mars dernier.

Présentation de Quantonation

Focus sur 

La révolution quantique

13 START-UPS dont :

 Solution de cryptage résistante au quantique Multiple seed x2	 Microscope atomique à l'échelle du nanomètre x2	 Calculateur quantique à base d'atomes manipulés par laser x9
---	---	--

PARTENAIRES STRATÉGIQUES



N°1 fonds early stage dédié au Quantique

28 M€ à date. Objectif final closing de +60 M€ au Q4 2021 avec bpi france

x1,6 performance nette* du Fonds à fin juin 2021 – 1^{er} investissement fin 2018

* Sur la base des augmentations de capital réalisées

Source : Audacia

1- Une approche différenciante et ambitieuse du Private Equity

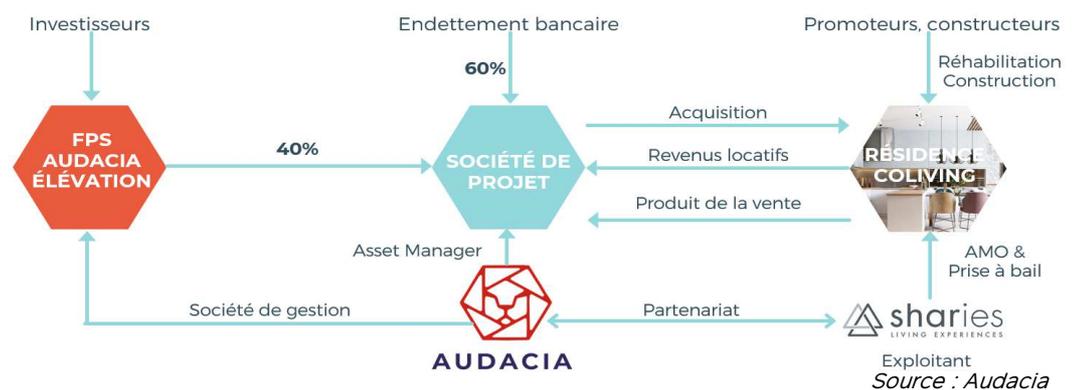
Sur une autre niche du capital-innovation, Audacia prévoit début 2022 le lancement du fonds New Space, nommé Geodesic. L'objectif est de participer au développement des innovations technologiques dans le domaine spatial avec un fonds investissant dans des start-ups qui exploitent l'espace. Le fonds investira dans une dizaine de start-ups avec des tickets en amorçage avant sa commercialisation, puis réinvestira jusqu'à atteindre la taille cible du fonds (>50m€). Les investissements visés auront une durée moyenne de 10 ans. Geodesic SAS, société qui préfigure le fonds, a déjà pris 2 participations au cours du S2 2021.

➤ Capital-Immobilier – Elévation

Elévation 1 est un club-deal lancé en 2019 spécialisé sur un segment spécifique de l'immobilier, le coliving. Audacia a lancé un fonds Audacia Elévation en 2020 et a notamment mis en place un partenariat (et pris une participation minoritaire) avec Sharies, start-up concevant et exploitant des résidences de coliving. Cette thématique du coliving, très à la mode aujourd'hui, doit permettre d'organiser et de structurer un nouvel usage de l'habitation qui répond à un besoin face à l'envolée du coût du logement.

En partenariat avec Sharies qui s'occupe de la restructuration des surfaces (espace de vie commun, chambres et toilettes individuelles) et de son équipement (meubles, électroménager, literie, Internet...) pour en faire une prestation plug & play pour les résidents, Audacia accompagne financièrement l'implantation des résidences de coliving dans les métropoles françaises et européennes. Au cours de l'exercice 2019, Audacia a acquis un 1^{er} actif de 1 500m² (58 chambres répartis sur 11 logements) à Vanves en VEFA dans le cadre d'un club deal. Deux actifs sont sous promesse (Massy et Reims) et un autre actif est sécurisé pour un montant d'investissement total de 40m€. La société étudie un portefeuille d'opportunités représentant plus de 65 000m² et 350m€ pour les 3 prochaines années. Audacia disposera de 30m€ d'encours sous gestion sur cette thématique à fin 2021 et vise 70m€ d'ici fin 2022. Le recours à l'effet de levier (50% à 70% d'endettement bancaire) permet d'accroître sensiblement la taille du fonds.

Présentation d'Elévation



2- Des ambitions à remettre en perspective avec le marché du Private Equity

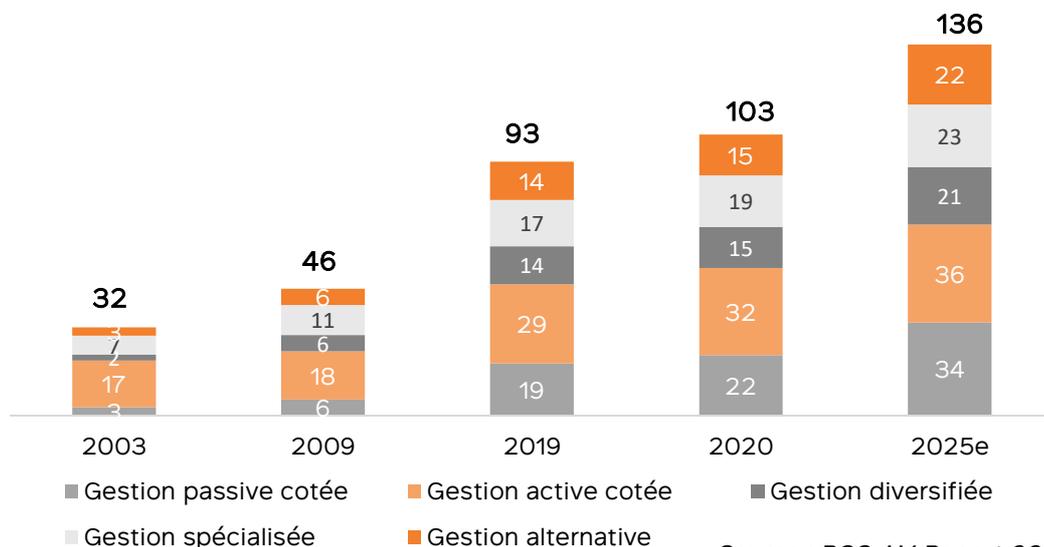
Au sein d'un marché mondial de la gestion d'actifs représentant 103 000Mds\$ en 2020, le marché du Private Equity représente à lui seul 7 500Mds\$ et devrait, selon le BCG, continuer de rester l'un des marchés les plus porteurs au cours des 5 prochaines années avec une croissance de près de +15% par an. 2^{ème} marché européen derrière le Royaume Uni, le marché français du Private Equity représente aujourd'hui environ 250Mds€ d'actifs gérés, avec une collecte annuelle d'environ 20Mds€. Si la tendance est à la consolidation des acteurs, le marché est aujourd'hui encore extrêmement fragmenté (327 acteurs en France selon France Invest) et la taille actuelle d'Audacia n'est à nos yeux pas un frein à son développement. Collecter 1Md€ au cours des 5 prochaines années reviendrait à capter moins de 1% de la collecte du capital-investissement en France sur la période. Un objectif tout à fait atteignable au regard des thématiques porteuses des fonds d'Audacia (quantique, spatial, bio transition, coliving, génie génétique, growth...) et du track record du management.

2.1 Un marché mondial du Private Equity extrêmement porteur

2.1.1 Le Private Equity, l'un des segments les plus dynamiques

Selon le BCG Global AM Report 2021, le marché mondial de la gestion d'actifs représente 103 000Mds\$ en 2020 ! Sur la période 2009-20, le marché a progressé en moyenne de +8% par an, voyant même sa croissance accélérer en 2020 (+11%) avec l'excès d'épargne des ménages. Selon le BCG, le marché devrait rester dynamique, puisque le cabinet prévoit une croissance moyenne de +6% par an sur la période 2020-25e.

Marché mondial de la gestion d'actifs – encours sous gestion en trillions de \$



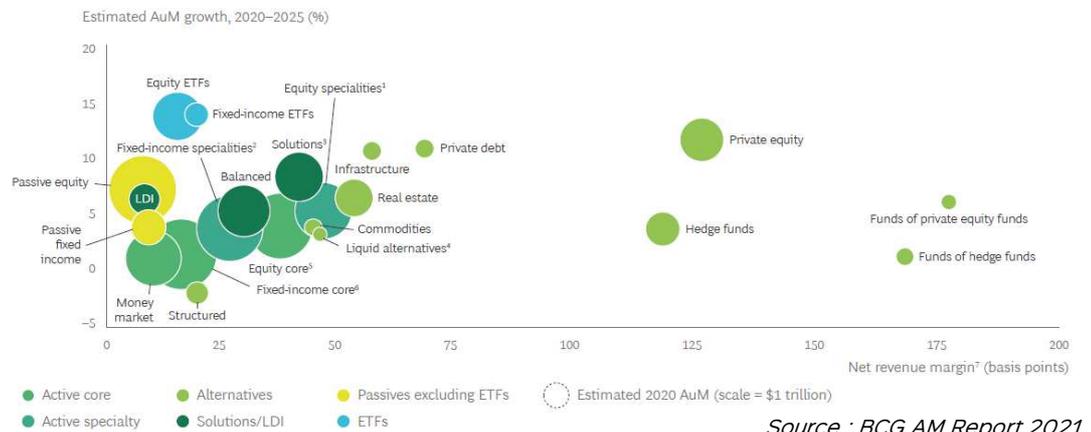
Au sein de ce marché colossal, les différentes typologies de gestion n'ont pas affiché les mêmes dynamiques par le passé. En effet, 2 typologies de gestion sont fortement montées en puissance au cours de la dernière décennie : (i) la gestion passive (ETF, fonds indiciels...) qui a affiché un TMVA sur la période 2009-20 de +13%, représentant désormais 21% du marché (vs 13% en 2009 et 9% en 2003) et (ii) la Gestion Alternative (hedge funds, capital investissement, immobilier, infrastructure et dette privée) qui affiche un TMVA de 2009-20 de +9%, représentant désormais 15% du marché (vs 13% en 2009 et 9% en 2003).

2- Des ambitions à remettre en perspective avec le marché du Private Equity

Cette montée en puissance de ces 2 thématiques de gestion s'est opérée au détriment de la gestion active cotée (TMVA 09-20 de +6%) qui représente désormais 31% du marché (vs 38% en 2009). Selon son étude annuelle, le BCG prévoit que la Gestion Passive et la Gestion Alternative vont rester les moteurs du marché (TMVA 20-25e de respectivement +9% et +8%) et devraient à cet horizon représenter respectivement 25% et 16% du marché.

Au sein du marché de la Gestion Alternative (15 000Mds\$ d'encours en 2020), le segment du Private Equity qui concerne Audacia représente environ la moitié et devrait être, selon le BCG, un des segments les plus dynamiques au cours des prochaines années (TMVA 20-25e de +15%), porté par certaines niches spécialisées comme les nouvelles technologies et l'énergie.

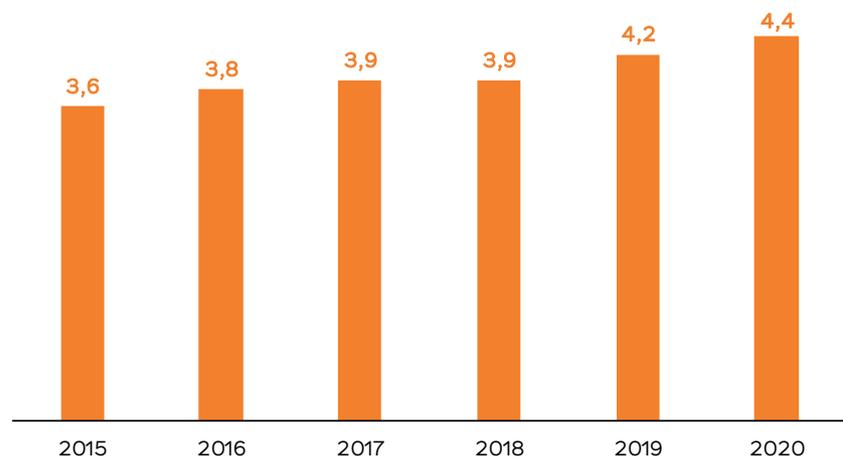
Dynamique de croissance 2020-25 des différentes thématiques des fonds



2.2 Un marché français au profil similaire au marché mondial

Avec 4 400Mds\$ en 2020 selon l'Association Française de Gestion (AFG), le marché français de la gestion d'actifs représente environ 5% du marché mondial. Il a connu au cours des 5 dernières années une croissance moyenne de +4% par an. Une croissance plus faible à celle du marché mondial qui est somme toute assez logique au regard de la dynamique de croissance économique.

Marché français de la gestion d'actifs – encours sous gestion en trillions de \$



Source : AMF, BDF, AFG Calculation

2- Des ambitions à remettre en perspective avec le marché du Private Equity

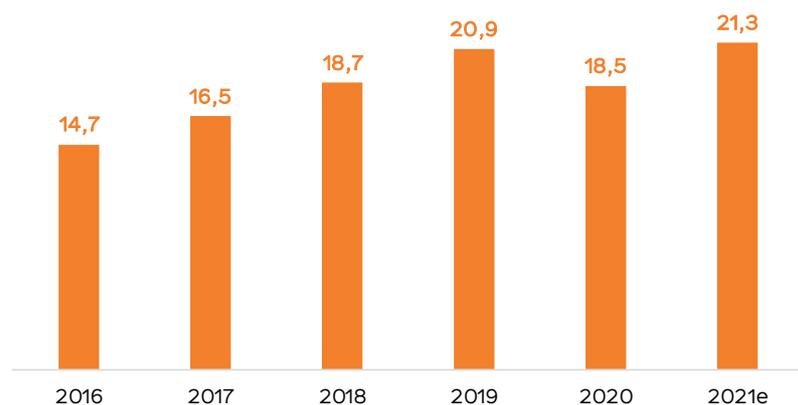
Il est difficile d'obtenir pour le marché français une segmentation identique au marché mondial par typologie de gestion (passive, active, alternative...), mais l'on peut néanmoins estimer que le marché français suit la tendance du marché mondial, avec un segment de la gestion alternative qui représenterait environ 15% du total (soit entre 600Mds\$ et 700Mds\$) et qui surperformerait le marché au cours des dernières années.

Sur ce segment de la Gestion Alternative, les dynamiques pour les sous-segments sur lesquels Audacia opère sont les suivantes :

- Capital-Investissement : une dynamique porteuse, en particulier pour l'innovation

Le marché du capital-investissement en France a progressé de +10% par an au cours de la dernière décennie et serait, selon Audacia, la classe d'actifs bénéficiant des plus importantes perspectives de croissance d'ici 2025. Si la crise sanitaire a eu pour conséquence de provoquer le 1er repli (-11%) de levée de fonds en 2020 après 3 années de croissance ininterrompue (TMVA 16-19 de +8%), les levées de fonds devraient repartir à la hausse en 2021e (+15% selon France Invest et Grant Thornton) dans un contexte de liquidité abondante et d'environnement de taux bas qui favorise cette typologie d'investissement. Notons par ailleurs que les acteurs du capital-investissement ont été propulsés au 1er rang des principaux protagonistes du Plan de Relance mis en place par le gouvernement. Le capital-investissement joue un rôle moteur dans l'accompagnement des entreprises pendant la crise et devrait contribuer significativement au renforcement de leurs fonds propres afin de les placer sur une trajectoire de croissance durable à l'issue de la crise. A noter que la loi Pacte a rendu encore plus attractif le capital-investissement en permettant notamment aux investisseurs détenteurs d'assurance vie d'acquérir directement des parts dans des fonds professionnels de capital-investissement (FPCI). Notons enfin que les investissements réalisés par les sociétés de capital-investissement présentes en France suivent une tendance similaire aux levées de fonds, ne créant pas de distorsion entre l'offre et la demande qui pourrait créer des bulles ou des crises.

Levée de fonds des sociétés de capital-investissement en France (en Mds€)



Source : France Invest, Grant Thornton

Au sein du marché du capital-investissement, Audacia opère sur 3 sous-segments : Capital-transmission, Capital-développement et Capital-Innovation. Ce dernier, qui est le plus petit aujourd'hui (moins de 10% du capital-investissement), présente à nos yeux d'importantes perspectives de développement (et un environnement concurrentiel moins fort) dans un contexte de prise de conscience générale du besoin de souveraineté nationale sur les technologies de pointe et de la nécessité de réindustrialisation de la France pour réduire son indépendance face aux Etats-Unis et à la Chine (cf. crise des semi-conducteurs). Les thématiques des fonds d'Audacia (quantique, spatial, bio transition, coliving, growth, ...) pourraient ainsi trouver un écho favorable auprès des investisseurs institutionnels.

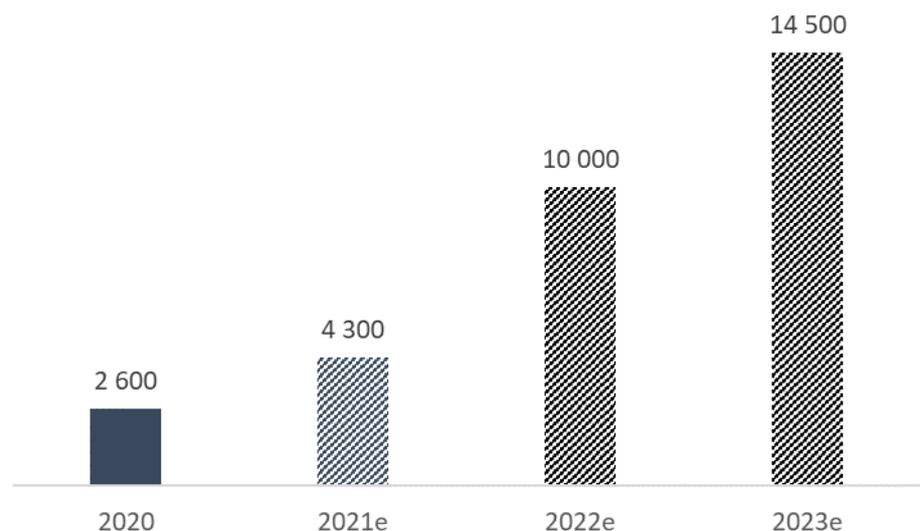
2- Des ambitions à remettre en perspective avec le marché du Private Equity

➤ Immobilier

Si la classe d'actifs « immobilier » a été davantage impactée par la crise liée à la pandémie de COVID-19 que la dette privée ou le capital-investissement, les perspectives restent positives. Selon Preqin, les encours de cette classe d'actifs vont progresser d'un peu plus de +3% par an d'ici 2025 pour atteindre 1 200Mds\$ en Europe - l'environnement de taux bas et la recherche de rendement soutenant l'appétit des investisseurs pour cette classe d'actifs.

Par ailleurs, le positionnement d'Audacia sur la niche spécifique du coliving, marché récent et très en vogue depuis quelques temps, lui permet de se détourner d'éventuels soubresauts du marché de l'immobilier. Ce segment apparaît aujourd'hui moins concurrentiel que d'autres (santé, commerce, bureaux...), bien que de nombreux acteurs (Colonies, Magellan...) se soient récemment lancés. Au regard des perspectives annoncées par Xerfi pour ce marché (nombre de lits de coliving multiplié par 5,6x d'ici 2023), la taille du marché n'apparaît pas du tout comme un frein pour Audacia au regard de ces ambitions (70m€ d'encours sous gestion visés d'ici fin 2022).

Un nombre de lits de coliving multiplié par 5,6 d'ici 2023



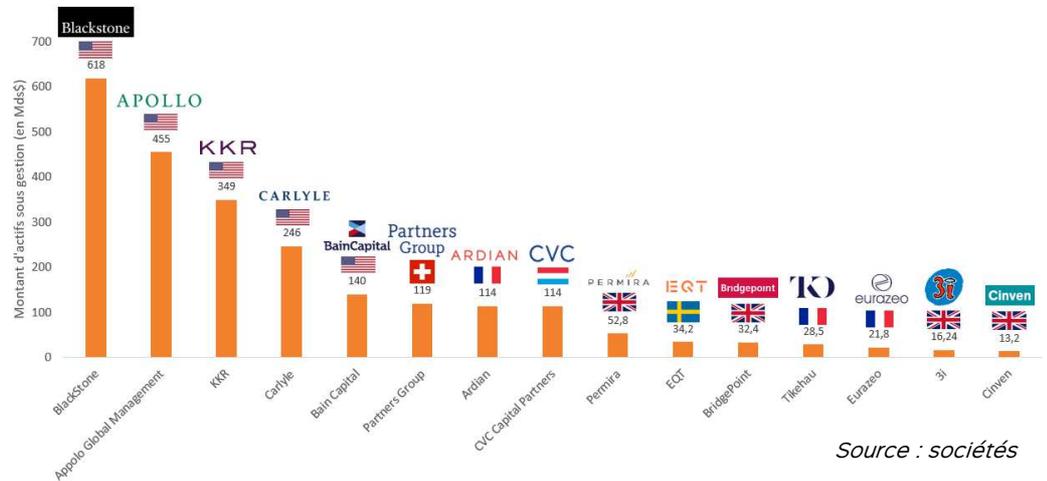
2.3 Un environnement concurrentiel féroce, mais encore très fragmenté

Ce marché mondial de la gestion d'actifs de 103 000Mds\$ (!) est aujourd'hui dominé par des mastodontes US comme BlackRock (8 676Mds\$ fin 2020), Vanguard (7 200Mds\$), Fidelity (4 194Mds\$), UBS (3 588Mds\$) et State Street (3 467Mds\$). Notons que malgré 2 000Mds\$ d'actifs sous gestion, Amundi n'apparaît pas dans le top 10 des principaux acteurs mondiaux. Ces acteurs opèrent sur la quasi-totalité des segments de la gestion, avec souvent une forte composante en gestion passive.

Sur le marché spécifique du Private Equity, les acteurs US dominent également, avec BlackStone (618Mds\$), Appollo Global Management (455Mds\$), KKR (349Mds\$), Carlyle (246Mds\$) ou Bain Capital (140Mds\$). Des acteurs européens ont néanmoins émergé, comme Ardian (114Mds\$), CVC Capital Partners (114Mds\$), Partners Group (119Mds\$), Permira, (53Mds\$), EQT (34Mds\$), BridgePoint (32Mds\$), Tikehau (29Mds\$), Eurazeo (22Mds\$), 3i (16Mds\$), ou Cinven (13Mds\$). Il existe aujourd'hui une course à la taille au sein du secteur dans le but d'optimiser le principe de plateforme et de lever au maximum les coûts de distribution. Outre les annonces de levées de fonds record, cela s'est traduit par une consolidation du secteur.

2- Des ambitions à remettre en perspective avec le marché du Private Equity

Principaux acteurs mondiaux du Private Equity – Encours sous gestion 2020



Sur le seul marché français, l'association France Invest (ex-AFIC) revendiquait à fin 2019 près de 327 membres actifs. Outre Ardian qui fait figure de leader, 4 autres acteurs français gèrent plus de 10Mds€ : BPI France, à travers sa filiale dédiée, Tikehau, Eurazeo et Natixis IM. En élargissant aux acteurs gérant plus de 1Md€, ce sont plus de 60 sociétés qui répondent à ce critère, dont les principales sont Wendel, Antin, PAI Partners, Meridiam, Astorg. Si la concurrence existe et si la consolidation du secteur est en cours, la taille actuelle d'Audacia n'est selon nous pas un frein à son développement. Les thématiques très spécifiques de ses fonds doivent aussi constituer un moyen de différenciation d'un point de vue commercial.

En conclusion, en remettant en perspectives les ambitions d'Audacia avec la taille de son marché et son univers concurrentiel, collecter 1Md€ au cours des 5 prochaines années reviendrait à capter moins de 1% de la collecte du capital-investissement en France sur la période (en supposant un montant annuel fixe de 20Mds€). Un objectif tout à fait atteignable au regard des thématiques porteuses des fonds d'Audacia (quantique, spatial, bio transition, coliving, génie génétique, growth...) et du track record du management.

3- Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022

Le modèle économique d'une société de gestion est relativement simple, surtout dans le cas d'Audacia qui ne devrait percevoir sur 2021-25 uniquement des frais de gestion sur les nouveaux fonds collectés (la rémunération liée à la performance comme le carried-interest est considérée comme une option gratuite dans notre modèle). Tout l'enjeu pour Audacia réside donc dans sa capacité à atteindre son objectif de 1Md€ de collecte d'ici 2025. Alors que les fonds historiques ISF/TEPA continueront de contribuer aux résultats jusqu'en 2025 et permettront de financer une partie de la période de transition vers le nouveau modèle, nous estimons qu'Audacia devrait être en mesure de générer en 2026 près de 19m€ de CA pour une marge d'EBITDA de 30%. Avec une Trésorerie Nette à fin 2021e de 3,9m€ intégrant l'AK de l'IPO et un FCF positif dès 2022e, nous estimons que l'essentiel des fonds levés dans le cadre de l'IPO servira à financer la prise de participation dans les nouveaux fonds thématiques.

3.1 L'objectif 2025 de 1Md€ de collecte atteignable

En préambule, il est important de noter que nous présentons une période relativement longue d'estimation (2021-26e) pour tenir compte de l'arrivée à extinction des fonds TEPA (au niveau des encours sous gestion et de la contribution aux résultats) et présenter en 2026 un profil financier d'Audacia reflétant uniquement la nouvelle stratégie.

Dans le cadre de son IPO, Audacia se fixe pour objectif de collecter 1Md€ d'ici 2025 à travers ses nouveaux fonds thématiques. Sachant que les fonds TEPA historiques auront été remboursés à cette échéance, cela représente une collecte annuelle moyenne de 200m€ sur la période.

Cet objectif apparait réalisable au regard :

- de la croissance du marché du Private Equity et des thématiques porteuses des fonds à lancer (quantique, spatial, bio transition, coliving, growth, ...),
- du track-record du management dans le cadre de sa stratégie TEPA historique (715m€ levés entre 2008 et 2017),
- des réalisations sur le début d'année 2021 (28m€ levés à date de l'IPO sur Quantonation, 20m€ sur le capital-immobilier, 2m€ sur le capital développement),
- des fonds levés dans le cadre de l'IPO devant lui permettre d'amorcer les nouvelles thématiques en investissant en direct dans les nouveaux fonds,
- du fait que la collecte, une fois la phase d'amorçage terminée, a tendance à s'accélérer.

Feuille de route d'Audacia 2021-25



Source : Audacia

3- Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022

La collecte de nouveaux fonds ne devrait toutefois pas être linéaire sur la période et après un exercice 2021e (54m€ collectés selon nos attentes) de montée en puissance, la collecte devrait s'accélérer sur 2022-24e avec plus de 200m€ collectés chaque année (l'année 2022 bénéficiera des fonds collectés fin 2021 dont la finalisation devrait intervenir début 2022). Pour 2025e et 2026e, nous intégrons des hypothèses plus prudentes (respectivement +169m€ et +171m€).

Outre les fonds collectés via les nouvelles thématiques, Audacia pourra encore bénéficier jusqu'en 2023e des encours gérés en extinction des fonds historiques TEPA, dont la durée de vie moyenne est de 6/8 ans et les derniers fonds ont été collectés en 2017 (118m€ cette année-là). Ces derniers qui représentaient encore 404m€ fin 2020, devrait tomber à 247m€ fin 2021e, puis 185m€ fin 2022e, 113m€ fin 2023e et 0 à compter de 2024e. Il est important d'avoir à l'esprit que sur les fonds TEPA, les encours sous gestion en début d'année ne conduisent pas nécessairement à une reconnaissance de CA (par exemple, Audacia ne prélèvera pas de frais de gestion sur certains fonds en 2022), ce qui perturbe la compréhension du dossier durant cette phase de transition.

Au global, Audacia devrait, selon nos projections, voir ses encours sous gestion passer de 438m€ fin 2020 à 336m€ fin 2021e, en lien avec une collecte limitée sur les nouveaux fonds qui ne compense pas l'arrivée à maturité des fonds TEPA. A partir de 2022e, la collecte sur les nouveaux fonds devrait dépasser les remboursements sur les fonds TEPA, de sorte que les encours totaux sous gestion devraient progresser de +206m€ en 2022e à 542m€, puis +149m€ en 2023e à 691m€, +99m€ en 2024e à 790m€, +169m€ en 2025e à 959m€ et enfin +171m€ en 2026e à 1 130m€.

Encours sous gestion d'Audacia sur 2019-26e

en m€, au 31/12	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Encours sous gestion - Nouveaux fonds	21	34	88	356	578	790	959	1 130
var 1 an	+10	+13	+54	+268	+221	+212	+169	+171
Encours sous gestion - Fonds TEPA	487	404	247	185	113	0	0	0
var 1 an	-73	-84	-156	-62	-72	-113	+0	+0
Encours total	508	438	336	542	691	790	959	1 130
var 1 an	-63	-70	-102	+206	+149	+99	+169	+171

Source : Audacia, estimations IS

3.2 CA 2021-26e : contribution progressive des nouveaux fonds

Comme développé précédemment dans la partie 1, le modèle économique d'Audacia est relativement simple sur les Nouveaux Fonds, puisque son CA est composé d'une seule composante : les frais de gestion appliqués à l'évolution de l'encours. Les 2 autres sources de revenus d'Audacia (carried-interest sur la performance des fonds et dividendes/plus-values sur les fonds) ne devraient pas contribuer au CA mais en autres produits d'exploitation ou en produits financiers. De toute façon, le carried-interest étant par nature calculé au moment de l'extinction des fonds et Audacia étant aujourd'hui dans la phase d'amorçage de sa nouvelle stratégie, l'estimation du carried-interest est difficilement prévisible à date et trop lointain (2028/2030 pour les nouveaux fonds thématiques). Dans cette logique, nous considérons le carried-interest et les dividendes des fonds comme une option gratuite et nos estimations sont basées uniquement sur les commissions de gestion.

Sur la période 2021-26e, le CA est décomposé par nos soins en 2 parties :

- Le CA réalisé via les nouveaux fonds

Sur le CA nouveaux fonds, nous appliquons un taux de commission compris entre 1,7% et 2,0% en fonction de l'effet mix (les taux de commission entre les différents fonds oscillent entre 1,5% et 2,5%), soit des niveaux dans les standards du Private Equity. De sorte que le CA des nouveaux fonds, en lien avec la progression des encours, devrait progresser sensiblement sur la période, passant de 1,7m€ en 2021e à 18,9m€ en 2026e.

3- Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022

➤ Le CA issu des fonds TEPA

Ce dernier est amené à diminuer sensiblement sur la période, passant de 10,2m€ en 2020 (après 13,6m€ en 2019) à 0 en 2026e. Il n'en demeurera pas moins un contributeur encore significatif au CA total (75% en 2021e, 22% en 2022e), permettant de financer la période de montée en puissance des nouveaux fonds. La séquence 2021-25e n'est pas aisée à appréhender, car le CA ne correspond pas forcément à un taux de commission appliqué aux encours sous gestion, mais aux modalités de rémunération de chacun des différents fonds convenues au moment de la souscription. En 2021e, Audacia bénéficiera encore de la contribution des fonds collectés en 2015-16, tandis qu'à partir de 2022e, seuls les fonds collectés en 2017 (125m€ environ) contribueront au CA. Le taux de commission augmentera par ailleurs entre 2022e (1,0%) et 2023e (2,6%), expliquant le rebond du CA des Fonds TEPA entre les 2 exercices.

CA d'Audacia sur 2019-26e

en m€, au 31/12	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
CA Nouveaux fonds	0,0	0,6	1,7	6,6	11,6	14,2	16,6	18,9
var 1 an	ns	ns	+168%	+291%	+74%	+23%	+17%	+13%
% commission	ns	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%
CA Fonds TEPA	13,6	10,2	5,1	1,9	2,9	2,9	2,9	0,0
var 1 an	-19%	-25%	-49%	-62%	+50%	+0%	+0%	-100%
% commission	2,8%	2,5%	2,1%	1,0%	2,6%	ns	ns	ns
CA Total	13,6	10,8	6,8	8,6	14,5	17,1	19,5	18,9
var 1 an	-18%	-20%	-37%	+25%	+69%	+18%	+14%	-3%
% commission	2,8%	2,5%	2,0%	1,6%	2,1%	2,2%	2,0%	1,7%

Source : Audacia, estimations IS

Au total, et comme détaillé dans le tableau ci-dessus, après un point bas en 2021 (6,8m€), le CA du groupe devrait sensiblement progresser à partir de 2022 avec la contribution grandissante des nouveaux fonds pour atteindre 8,6m€ (+25%) en 2022e, puis 14,5m€ (+69%) en 2023e, 17,1m€ (+18%) en 2024e et 19,5m€ (+14%) en 2025e. En 2026e, avec la fin de la contribution au CA des fonds TEPA, Audacia devrait réaliser un CA de 18,9m€, réalisé à 100% via les nouveaux fonds déployés depuis 2020.

3.3 Retour vers une marge d'EBITDA >30% après le point bas de 2021e

3.3.1 Coûts variables : la rémunération des fonds remplace les coûts de distribution

Dans le cadre de sa stratégie de fonds TEPA, les rétrocessions de commercialisation constituaient le principal poste de coûts de la société, Audacia s'appuyant sur un important réseau de CIF, CGP et différentes plateformes de distribution de fonds (dont Amundi) pour commercialiser ses fonds auprès des investisseurs particuliers. Les rétrocessions représentaient environ 25% de la commission perçue par Audacia (ie environ 1% par an des fonds collectés) sur la durée du fonds, avec toutefois des fluctuations d'une année sur l'autre en cas de défaut des sociétés financées (Audacia intègre depuis 2019 dans les rétrocessions les défauts des sociétés). Sur la période 2021-25e, les rétrocessions sur les fonds TEPA devraient significativement baisser, en lien avec la tendance du CA Fonds TEPA, passant à -1,3m€ en 2021e (rétro sur les fonds collectés en 2016 et 2017), puis -0,3m€ en 2022 (rétros uniquement sur les fonds collectés en 2017), avant de tomber à zéro en 2023.

Pour les fonds de la nouvelle stratégie, le modèle économique est différent avec une distribution directe auprès d'investisseurs institutionnels (fonds corporate, fonds souverain, family office...). A l'exception de quelques fonds (capital développement via les FCPR et Constellation et fonds Immobilier), les rétrocessions de distribution sont donc amenées à diminuer. En revanche, Audacia prévoit de rémunérer les experts gérant les nouvelles thématiques (Spatial, Bio transition...) via des prestations de conseil représentant environ 60% des commissions de gestion. Si ce modèle d'externalisation des activités de gestion a vocation à se généraliser à terme, quelques fonds (capital développement, immobilier) ont vocation à voir leur activité de gestion rester internalisée au sein d'Audacia, ce qui explique que le taux de coûts variables sur CA Nouveaux fonds est plus proche de 40% que de 60% sur la période 2021-25e.

3- Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022

Ce modèle, qui conduit à accroître sensiblement les coûts variables rapportés au CA (39% pour notre estimation 2026e vs 16% en 2020) présente en revanche un corolaire séduisant : la limitation des frais de structure et la possibilité par conséquent de bénéficier d'un fort levier sur la rentabilité en cas d'accélération de la collecte (scalabilité du modèle).

Evolution des coûts variables d'Audacia sur 2019-26^e

en m€, au 31/12	2019	% CA	2020	% CA	2021e	% CA	2022e	% CA	2023e	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA	2026e	% CA
Rém. Nouveaux Fonds	0,0		-0,2	-38%	-0,5	-29%	-2,4	-37%	-4,6	-40%	-5,5	-38%	-6,5	-39%	-7,4	-39%
var 1 an							ns		+90%		+18%		+19%		+15%	
Rétro Fonds TEPA	-3,2	-24%	-1,4	-14%	-1,3	-26%	-0,3	-15%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
var 1 an							-78%		-100%		ns		ns		ns	
Total coûts variables	-3,2	-24%	-1,7	-16%	-1,8	-27%	-2,7	-32%	-4,6	-32%	-5,5	-32%	-6,5	-33%	-7,4	-39%
var 1 an							+50%		+69%		+18%		+19%		+15%	

Source : Audacia, estimations IS

3.3.2 Une structure de coûts fixes très limitée

En dehors des coûts variables, Audacia présente une structure de coûts fixes limitée (5,1m€ en 2020) se décomposant en 2,7m€ de charges de personnels et 2,4m€ de charges diverses (juridique, marketing/publicité, coûts administratifs et financiers).

Comme mentionné précédemment, les charges de personnel intègrent une partie des équipes de gestion de certaines thématiques historiques (capital développement et immobilier) qui ont vocation à se maintenir au sein du périmètre. Sur les 21 collaborateurs à fin 2020, 8 sont dédiés à la gestion et 13 à la plateforme de distribution/incubation. Le développement de nouveaux fonds thématiques devant être rémunéré sous forme de commissions de conseil reversées auprès des fonds gérant les actifs, les effectifs d'Audacia n'ont par conséquent pas vocation à progresser significativement au cours des prochains exercices, ce qui nous conduit à retenir une progression modérée des coûts opérationnels fixes sur 2021-26e (TMVA de +3%).

3.3.3 Retour à une rentabilité enviable à partir de 2023e

A l'instar de l'évolution du CA, Audacia doit faire face à un point bas sur ses résultats en 2021, avant une amélioration rapide de la profitabilité. Cet effet sera amplifié au niveau des résultats par l'évolution du modèle économique (augmentation des coûts variables). Après 4,1m€ en 2019 et 2020, l'EBITDA devrait se dégrader sur 2021e (0,1m€), avant de s'améliorer dès 2022e (0,9m€) avec la contribution grandissante au CA des nouveaux fonds (et un reliquat de contribution des activités TEPA très rentable). Sur 2023-26e, Audacia devrait ainsi être en mesure de retrouver ses niveaux de très forte rentabilité observés par le passé, ie une marge d'EBITDA comprise entre 30% et 40%. A noter que dans une approche prudente et pour tenir compte de la fin de la contribution aux résultats des fonds TEPA (+2,9m€ sur l'EBITDA 2024-25e), nous avons intégré en 2026e une diminution de l'EBITDA à 5,7m€ (marge de 30%). La capacité d'Audacia à continuer à collecter des fonds sur les nouvelles thématiques devrait lui permettre de retrouver rapidement le point haut d'EBITDA intégré en 2025e.

En deçà, de l'EBITDA, très peu d'éléments sont à souligner, dans la mesure où Audacia a apuré ses comptes à travers 2 décisions de gestion : (i) le transfert du siège social d'Audacia vers Gravitation, le holding personnel de Charles Beigbeder, et (ii) un travail sur le recouvrement des créances TEPA.

- Concernant le 1^{er} point, Audacia a finalisé au S1 2021 la cession des locaux d'Audacia (hôtel particulier de Bourrienne au 58 rue d'Hauteville) au holding personnel de Charles Beigbeder. Le produit de cession de 18,3m€ a permis au groupe de constater au S1 2021 une plus-value de +3,7m€ avant impôt. Cette cession éteint par conséquent les amortissements constatés par le passé sur Audacia, permet de supprimer les frais financiers au niveau groupe (Dette financière brute réduite à

3- Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022

1,2m€ à fin juin 2021 vs 7,8m€ fin 2020) et n'aura quasiment pas de conséquence sur la structure de coûts opérationnels d'Audacia, ce dernier parvenant à compenser le loyer versé au holding par une mise à disposition de l'hôtel particulier pour des événements ou pour des bureaux pour une parties des surfaces.

- Concernant le recouvrement des créances, Audacia constatait avec son modèle historique de fonds TEPA un important montant de créances clients à l'actif de son bilan, dans la mesure où les commissions pour les mandats ISF étaient collectées auprès des sociétés financées et non pas directement auprès des fonds. Le problème ne se posera plus avec la nouvelle stratégie (Audacia facture les fonds) et la société a procédé à un nettoyage de ses créances clients sur les exercices passés, ce qui a engendré d'importantes provisions (-1m€ à -3m€ par an sur 2017-20). Avec 60% de ses créances brutes provisionnées à fin 2020, Audacia estime avoir fait aujourd'hui l'essentiel du travail et pourrait même constater quelques reprises sur provisions au cours des prochains exercices (0,2m€ en 2022e et 0,1m€ en 2023e), la société ayant mis en place une organisation interne pour recouvrer les créances.

Compte de résultats d'Audacia sur 2019-26e

en m€, au 31/12	2019	% CA	2020	% CA	2021e	% CA	2022e	% CA	2023e	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA	2026e	% CA
CA Total	13,6		10,8		6,8		8,6		14,5		17,1		19,5		18,9	
var 1 an	-18%		-20%		-37%		+25%		+69%		+18%		+14%		-3%	
Coûts variables	-3,2	-24%	-1,7	-16%	-1,8	-27%	-2,7	-32%	-4,6	-32%	-5,5	-32%	-6,5	-33%	-7,4	-39%
Marge brute	10,4	76%	9,1	84%	5,0	73%	5,8	68%	9,8	68%	11,6	68%	13,1	67%	11,4	61%
var 1 an	-7%		-12%		-45%		+16%		+68%		+18%		+12%		-12%	
Autres Opex	-6,3	-46%	-5,1	-47%	-4,9	-71%	-5,0	-58%	-5,2	-36%	-5,3	-31%	-5,5	-28%	-5,7	-30%
var 1 an	+33%		-20%		-4%		+2%		+5%		+3%		+3%		+3%	
EBITDA	4,1	30%	4,1	38%	0,1	2%	0,9	10%	4,6	32%	6,3	37%	7,5	39%	5,7	30%
var 1 an	-37%		-1%		ns		ns		ns		+36%		+20%		-24%	
Amortissements	-0,4	-4%	-0,7	-8%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	-0,1	-1%	-0,1	-1%	-0,1	-1%
Provisions	-1,2	-12%	-1,5	-16%	-0,6	-11%	0,2	4%	0,1	1%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
EBITA	2,4	18%	1,9	17%	-0,4	-6%	1,0	12%	4,7	32%	6,2	36%	7,4	38%	5,6	30%
var 1 an	-43%		-23%		ns		ns		ns		+32%		+20%		-25%	
Exceptionnels	0,2	1%	-0,2	-2%	3,7	54%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
EBIT	2,6	19%	1,7	16%	3,3	48%	1,0	12%	4,7	32%	6,2	36%	7,4	38%	5,6	30%
var 1 an	ns		-36%		ns		ns		ns		+32%		+20%		-25%	
Résultat financier	-0,2		-0,1		0,2		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Résultat avant impôt	2,5	18%	1,5	14%	3,4	50%	1,0	12%	4,7	32%	6,2	36%	7,4	38%	5,6	30%
var 1 an	ns		ns		ns		ns		ns		+32%		+20%		-25%	
IS	-0,7	-28%	-0,4	-26%	-0,9	-27%	-0,3	-25%	-1,2	-25%	-1,6	-25%	-1,9	-25%	-1,4	-25%
Autres	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
RN publié	1,8	13%	1,1	10%	2,5	37%	0,8	9%	3,5	24%	4,7	27%	5,6	29%	4,2	22%
var 1 an	ns		ns		ns		ns		ns		+32%		+20%		-25%	
Retraitements	-0,2	-2%	0,1	1%	-2,9	-42%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
RN ajusté	1,5	11%	1,2	11%	-0,3	-5%	0,8	9%	3,5	24%	4,7	27%	5,6	29%	4,2	22%
var 1 an	ns		-21%		-127%		-338%		ns		+32%		+20%		-25%	

Source : Audacia, estimations IS

Au final, le RN ajusté (hors éléments exceptionnels dont la plus-value en 2021) devrait s'apparenter à l'EBITDA fiscalisé et connaître une trajectoire identique au résultat opérationnel. Ainsi, après 1,5m€ en 2019 et 1,2m€ en 2020, le RN ajusté devrait être voisin de zéro sur 2021e (-0,3m€), avant de repasser en territoire positif en 2022e (0,8m€) et de connaître par la suite une trajectoire soutenue jusqu'en 2025e. Le recul (-25%) du RN ajusté en 2026e reflète, comme pour l'EBITDA, l'arrêt de contribution des activités historiques TEPA et la prise en compte d'une hypothèse prudente sur la nouvelle stratégie (progression modérée des encours, pas de nouveaux fonds thématiques commercialisés).

3.4 FCF : point bas en 2021e avec le BFR, croissance financée au-delà

L'analyse de la génération de trésorerie passée d'Audacia révèle une capacité à générer d'importants FCF dans le sillage de l'EBITDA, même si cela était pour partie neutralisée par les investissements consentis pour restructurer l'actif immobilier cédé au S1 2021 et l'évolution du BFR suite au nettoyage (provisions) du poste créances clients à l'actif du bilan. Dans le cadre de la nouvelle stratégie, le FCF opérationnel devrait ainsi s'apparenter à l'EBITDA fiscalisé, les capex et la variation de BFR tangentant vers zéro.

Dans ce contexte, après une dernière année 2021 de nettoyage du bilan (cession de l'actif immobilier, remontée sous forme de distribution de réserves aux actionnaires de la

3- Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022

structure, normalisation du BFR avec des provisions passées sur les créances clients et le paiement de certaines dettes fournisseurs) qui devrait se traduire par un FCF opérationnel 2021e de -7,2m€, le FCF opérationnel d'Audacia devrait être proche de zéro en 2022e (+0,5m€), avant de s'améliorer significativement à compter de 2023e et permettre au groupe de générer 3m€ à 5m€ chaque année.

Enfin, le FCF publié 2021e (10,7m€) tient compte de l'augmentation de capital intervenue dans le cadre de l'IPO qui doit permettre de financer essentiellement l'amorçage des nouveaux fonds thématiques et d'éventuelles acquisitions.

Tableau de flux de trésorerie d'Audacia 2019-26^e

en m€, au 31/12	2019	% CA	2020	% CA	2021e	% CA	2022e	% CA	2023e	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA	2026e	% CA
EBITDA	4,0	30%	4,0	37%	0,1	2%	0,9	10%	4,6	32%	6,3	37%	7,5	39%	5,7	30%
IS théorique	-0,7	-30%	-0,5	-26%	0,0	0%	-0,3	-25%	-1,2	-25%	-1,6	-25%	-1,9	-25%	-1,4	-25%
Capex	-2,2	-16%	-0,6	-6%	-0,7	-10%	-0,1	-1%	-0,1	-1%	-0,1	-1%	-0,1	-1%	-0,1	-1%
FCF opérationnel avt BFR	1,1	8%	2,9	27%	-0,5	-7%	0,5	6%	3,3	23%	4,6	27%	5,6	28%	4,2	22%
Variation BFR	4,1	30%	-3,8	-35%	-6,6	ns	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
FCF opérationnel ap. BFR	5,2	38%	-0,9	-8%	-7,2	ns	0,5	6%	3,3	23%	4,6	27%	5,6	28%	4,2	22%
Acquisition/Cessions	-2,0	-15%	-0,3	-3%	17,9	ns	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
Variation capital	0,0	0%	0,0	0%	6,6	ns	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
Dividendes	0,0	0%	0,0	0%	-5,4	ns	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
Autres	-0,7	-5%	-1,4	-13%	-1,3	ns	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%
Variation DN	2,5	19%	-2,6	-24%	10,7	ns	0,5	6%	3,3	23%	4,6	27%	5,6	28%	4,2	22%

Source : Audacia, estimations IS

3.5 Bilan apuré fin 2021

A l'instar du tableau de flux de trésorerie, l'analyse du bilan historique annuel d'Audacia n'est pas représentative de la nouvelle stratégie, puisqu'il intégrait jusqu'en 2020 l'actif immobilier (valorisé 13,8m€ fin 2020 et 14,8m€ au moment de la cession) et un BFR hors Compte Courant négatif (-5,2m€ fin 2020) qui ne peut être considéré comme normatif. La situation à fin juin 2021 est par conséquent la plus à même de refléter la structure bilantielle future d'Audacia, avec :

- Un actif immobilisé (4,2m€ à fin juin 2021) qui se compose quasi-exclusivement des participations dans les sociétés de gestion (3,9m€) et devrait progresser de +0,5m€ à fin 2021 avec la conversion d'une grande partie du compte courant avec Sharies.
- Une Dette Nette voisine de zéro (-0,4m€ fin juin 2021) qui devrait se transformer en Trésorerie Nette positive fin 2021e (4,0m€) après prise en compte de la levée de fonds de l'IPO. Hors prise de participation et/ou acquisition, la Trésorerie Nette devrait rester stable en 2022e (4,5m€), avant de progresser sensiblement sur 2023-26e avec la génération de FCF opérationnels pour atteindre 22,2m€ en 2026e.
- Un Besoin en Fonds de Roulement hors Compte Courant qui devrait être non significatif à compter de fin 2021e (-0,4m€ vs -1,5m€ fin juin 2021 et -5,2m€ fin 2020) après les mesures de normalisation entreprises depuis fin 2019 (-7,5m€).
- Des Comptes Courants (4,4m€ à fin juin 2021) correspondant pour 1,1m€ à l'amorçage de certaines sociétés (Quantonation, Sharies) et pour 3,3m€ à une dette contractée par Gravitation, le holding de C. Beigbeder, qui ont vocation à être convertis en participations ou remboursés (non intégrés à ce stade dans nos projections). Audacia précise qu'il n'a plus de compte courant avec Sharies à date.

3- Une nouvelle stratégie aux effets pleinement perceptibles dès 2022

Bilan d'Audacia sur 2019-26e

en m€, au 31/12	2019	2020	S1 21	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ecart d'acquisitions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations incorporelles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immo corporelles	14,2	13,8	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Autres actifs immo	3,6	3,9	3,9	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Total actif immo	17,8	17,7	4,2	4,6	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8
Créances clients	6,7	9,6	9,6	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Autres créances hors CC	2,1	2,3	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Comptes courants actifs	0,7	2,5	4,4	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Trésorerie brute	3,4	1,2	1,6	5,2	5,7	9,0	13,6	19,2	23,4
Total actif	30,7	33,2	21,1	25,0	25,6	29,0	33,6	39,2	43,4
Capitaux Propres	6,8	7,9	5,3	12,1	12,7	16,1	20,7	26,3	30,5
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes financières	7,5	7,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes fournisseurs	10,7	11,9	7,2	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Autres passifs circulant hors C	5,6	5,1	5,7	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Comptes courants passif	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Passif	30,7	33,2	19,4	25,1	25,6	29,0	33,7	39,2	43,4
Dette Nette	4,0	6,7	-0,4	-4,0	-4,5	-7,8	-12,5	-18,0	-22,2
var	-2,5	2,6	-7,0	-10,7	-0,5	-3,3	-4,6	-5,6	-4,2
BFR hors CC	-7,5	-5,2	-1,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
var 1 an	-4,4	+2,4	+3,2	+4,8	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0
Comptes Courants (CC)	0,6	2,0	4,4	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
var 1 an	+0,4	+1,4	+2,4	+1,8	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0

Source : Audacia, estimations IS

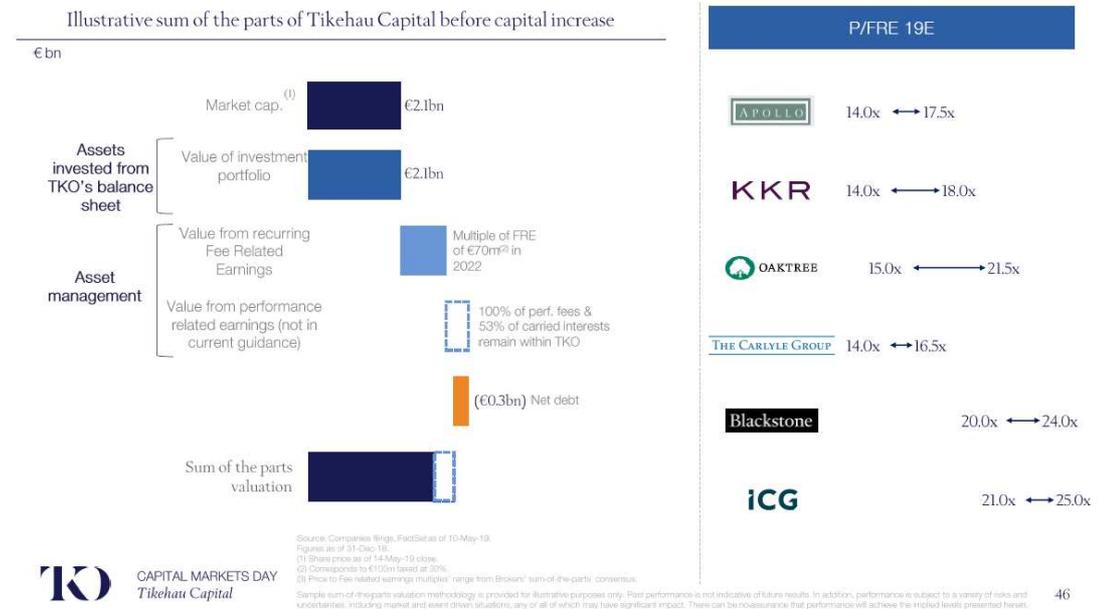
4 – Risk/reward attractif – ACHAT avec un 1^{er} objectif fixé à 10€

Afin de valoriser Audacia, nous nous appuyons uniquement sur une approche par DCF, la méthodologie par comparables permettant uniquement de mettre en lumière l'appétence actuelle de la bourse pour les sociétés de gestion du Private Equity. De notre DCF bâti sur des hypothèses conservatrices au-delà de 2026 (1,5Md€ d'encours et 30% de marge d'EBITDA en flux normatif) et un WACC de 13,7%, nous en dérivons un objectif de cours de 10€ sur une base diluée (prise en compte du cash-in lié au BSPCE à hauteur de 5,9m€). Un tableau de sensibilité permet de mettre en lumière le levier sur la valorisation en fonction des encours sous gestion.

4.1 Comparables : prématuré à adopter mais forte appétence pour le secteur

Si le nombre de sociétés de gestion cotées est en train d'augmenter rapidement (cf. ci-dessous), la valorisation de ce modèle n'est pas un exercice aisé. S'il est en effet facile de valoriser un fonds en s'appuyant sur l'ANR, le modèle économique des sociétés de gestion est bien différent, surtout si cette dernière porte à son bilan une partie de son portefeuille. Tikehau, dans le cadre d'une journée investisseurs en mai 2019, a donné une grille de lecture intéressante. La gestion propose ainsi de la valoriser par somme des parties en tenant compte (i) des actifs portés au bilan et (ii) de la valorisation du métier de gestionnaire d'actifs en séparant pour ce dernier les commissions de gestion et les commissions incertaines associées à la performance des encours sous gestion (carried-interest, commission de surperformance...). Pour valoriser son métier de société de gestion, Tikehau mettait en avant le multiple de P/FRE (Fee related earnings). A l'époque, les principales sociétés de gestion affichaient des P/FRE 2019 relativement hétérogènes, avec une fourchette comprise entre 14x et 25x.

Méthodologie de valorisation présentée par Tikehau



Depuis, l'échantillon de sociétés de gestion opérant dans le domaine du Private Equity s'est bien étoffé après les IPO récentes (Bridgepoint, EQT, Antin Infrastructures et Petershill) et devrait encore se renforcer dans les prochains mois si les opérations attendue (L Catterton, Ardian) se réalisent. Ainsi, nous recensons 10 acteurs de taille significative, dont les 4 géants US (Apollo, Blackstone, Carlyle et KKR) et 7 acteurs européens (Antin, BridgePoint, EQT, Tikehau, Partners Group, Eurazeo et ICG).

4 – Risk/reward attractif – ACHAT avec un 1^{er} objectif fixé à 10€

Le moins que l'on puisse dire, c'est que l'appétence des candidats pour la bourse peut se comprendre quand on observe le parcours boursier de leurs camarades cotés (+96% depuis le début d'année pour les acteurs US et +45% pour les acteurs européens). Deuxième enseignement à tirer de cette analyse, les groupes cotés affichent des niveaux de rentabilité impressionnants (marge d'EBITDA 2021 moyenne de 71% aux US et 53% en Europe) et affichent des niveaux d'encours sous gestion impressionnant et en forte croissance. Difficile en revanche d'en tirer des enseignements en termes de valorisation (et d'utiliser notamment la notion de FRE présentée par Tikehau), dans la mesure où le consensus Factset n'agrège pas encore cet indicateur qui est calculé aujourd'hui différemment par chacune des sociétés (avant ou après IS, coûts de structure différemment intégrés...). De même, l'agrégat d'AUM remonté par Factset peut intégrer des AUM ne générant pas de commission et agrège des stratégies de gestion aux modalités de rémunération différentes (notamment pour ceux affichant une forte composante immobilier).

Dans ces conditions, il est difficile à ce stade d'utiliser l'approche par comparables pour en déduire une valorisation d'Audacia, d'autant que cette dernière devrait intégrer dans ces résultats (et son AUM) jusqu'en 2025 les fonds historiques TEPA qui perturbent. Nous concluons juste que le secteur des sociétés de gestion du Private Equity est particulièrement porteur en bourse aujourd'hui.

Echantillon d'acteurs cotés du Private Equity

	Cours (€)	Capi (m€)	Var dp 31/12/20	Marge EBITDA 21e	AUM 2021e (Mds€)	AUM 2022e (Mds€)	P/AUM 2021e	P/AUM 2022e	PE 2021e	PE 2022e	PE 2023e
Apollo	63,4	25 608	+58%	116%	435,79	493,98	0,1x	0,1x	15,9x	14,2x	12,9x
Blackstone	124,8	149 531	+136%	59%	717,31	821,52	0,2x	0,2x	32,5x	28,2x	25,0x
Carlyle	48,8	17 392	+90%	41%	270,65	303,21	0,1x	0,1x	13,4x	13,8x	12,9x
KKR	66,7	39 016	+102%	66%	418,38	471,15	0,1x	0,1x	19,1x	18,0x	16,3x
Moyenne US			+96%	71%			0,1x	0,1x	20,2x	18,5x	16,8x
Antin	32,3	5 638	+35%	61%	20,40	27,45	0,3x	0,2x	79,9x	52,3x	31,0x
BridgePoint	5,7	4 661	+36%	40%	26,65	32,65	0,2x	0,1x	69,6x	30,2x	25,7x
EQT	50,2	49 526	+140%	66%	71,35	96,10	0,7x	0,5x	58,2x	52,6x	41,4x
Tikehau	23,9	4 181	-7%	58%	31,75	36,13	0,1x	0,1x	16,0x	15,6x	13,2x
Partners Group	1 441,3	38 483	+50%	64%	112,68	124,36	0,3x	0,3x	30,2x	34,0x	30,6x
Eurazeo	74,6	5 906	+34%	12%	25,80	29,70	0,2x	0,2x	13,6x	14,3x	12,2x
ICG	25,2	7 235	+30%	65%	78,67	83,17	0,1x	0,1x	15,5x	16,9x	16,1x
Moyenne Europe			+45%	53%			0,3x	0,2x	40,4x	30,8x	24,3x

Source : Factset Estimates

4.2 DCF : une valorisation de 10€/action avec un WACC de 13,7%

Pour notre valorisation par DCF, nous intégrons les hypothèses suivantes :

- Nos estimations détaillées précédemment pour la période 2021-26e. Nous faisons démarrer la séquence de FCF à partir de 2022, avec pour corolaire la prise en compte de la situation bilantielle à fin 2021.
- Une collecte de +93m€ par an sur 2027-30 pour arriver à un encours sous gestion de 1,5Md€ à fin 2030. Cette hypothèse se veut volontairement conservatrice au regard des performances passées et des objectifs affichés par le management sur la période 2021-25. Une sensibilité de la valorisation par DCF à l'encours fin 2030 sera présentée par la suite afin d'appréhender les enjeux pour Audacia.
- Une légère remontée progressive du taux de commission de 1,65% en 2026 à 1,75% en 2030, soit un niveau correspondant à la moyenne du secteur (1,5% à 2%).
- Une stabilité des coûts variables à 40% du CA et une progression de +5% par an des coûts fixes.
- Une marge d'EBITDA normative de 33,5%, soit un niveau légèrement supérieur au niveau de 2026 (30%) mais inférieur à ce qu'Audacia a pu réaliser par le passé (>35% sur la période 2013-16) et ce que nous anticipons sur 2023-25 quand les fonds TEPA contribueront encore aux résultats. La rentabilité d'Audacia sera fonction des encours sous gestion, de sorte que le tableau de sensibilité permettra d'appréhender le potentiel de rentabilité selon les encours sous gestion.

4 – Risk/reward attractif – ACHAT avec un 1^{er} objectif fixé à 10€

- Des capex, amortissements et variation de BFR négligeables à l'échelle du groupe.
- Un taux d'IS normatif de 25% correspondant au taux d'imposition en France à compter du 1^{er} janvier 2022.

Notre modèle fait ressortir une amélioration modéré des FCF sur la période 2027-30, avec un FCF à cet horizon de 6,5m€.

Tableau de FCF 2021-30e d'Audacia

en m€ au 31/12	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Encours nouveaux fonds	34	88	356	578	790	959	1130	1223	1315	1408	1500
var	+0	+54	+268	+221	+212	+169	+171	+93	+93	+93	+93
Encours fonds TEPA	404	247	185	113	0	0	0	0	0	0	0
var	+0	-156	-62	-72	-113	+0	+0	+0	+0	+0	+0
Fonds sous gestion	438	336	542	691	790	959	1130	1223	1315	1408	1500
var	+438	-102	+206	+149	+99	+169	+171	+93	+93	+93	+93
Taux commission	0,0%	2,0%	1,6%	2,1%	2,2%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%
CA Nouveaux fonds	0,6	1,7	6,6	11,6	14,2	16,6	18,9	20,6	22,5	24,3	26,3
var	+0%	+168%	+291%	+74%	+23%	+17%	+13%	+10%	+9%	+8%	+8%
CA Fonds TEPA	10,2	5,1	1,9	2,9	2,9	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
var	-25%	-49%	-62%	+50%	+0%	+0%	-100%	+0%	+0%	+0%	+0%
CA total	10,8	6,8	8,6	14,5	17,1	19,5	18,9	20,6	22,5	24,3	26,3
var	-20%	-37%	+25%	+69%	+18%	+14%	-3%	+10%	+9%	+8%	+8%
dt Coûts variables	0,0	-1,8	-2,7	-4,6	-5,5	-6,5	-7,4	-8,2	-8,9	-9,7	-10,5
Retro en % CA	0,0%	-26,7%	-32,0%	-32,0%	-31,9%	-33,2%	-39,4%	-39,5%	-39,7%	-39,8%	-40,0%
dt coûts fixes	0,0	-4,9	-5,0	-5,2	-5,3	-5,5	-5,7	-6,0	-6,3	-6,6	-7,0
var 1 an	+0%	+0%	+2%	+5%	+3%	+3%	+3%	+5%	+5%	+5%	+5%
Opex	-6,8	-6,7	-7,7	-9,8	-10,8	-12,0	-13,1	-14,2	-15,2	-16,3	-17,5
Opex en % CA	-62,9%	-98%	-90,1%	-68,1%	-63,3%	-61,5%	-69,7%	-68,6%	-67,7%	-67,0%	-66,5%
EBITDA	4,0	0,1	0,9	4,6	6,3	7,5	5,7	6,5	7,3	8,0	8,8
marge EBITDA	37,1%	2,0%	9,9%	31,9%	36,7%	38,5%	30,3%	31,4%	32,3%	33,0%	33,5%
Capex	-0,6	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
en % du CA	-5,7%	-9,5%	-1,2%	-0,7%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Amortissements	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Provisions	-1,5	-0,6	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortissements & provisions en % du CA	-20,2%	-8,2%	2,2%	0,6%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
BFR hors Compte Courant	-5,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
BFR / CA (%)	-47,9%	-5,2%	-4,1%	-2,5%	-2,1%	-1,8%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
Taux IS	-27,0%	-26,5%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Synthèse	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	4,0	0,1	0,9	4,6	6,3	7,5	5,7	6,5	7,3	8,0	8,8
Impôts	-0,5	0,1	-0,3	-1,2	-1,6	-1,9	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,2
Capex	-0,6	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Variation BFR	-2,4	-4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF opérationnel après BFR	0,5	-5,2	0,5	3,3	4,6	5,6	4,2	4,8	5,4	6,0	6,5
Coef d'actualisation			1	2	3	4	5	6	7	8	9
FCF opérationnel actualisé			0,4	2,6	3,1	3,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1

Source : Audacia, estimations IS

Afin d'actualiser nos FCF, nous retenons un taux d'actualisation (WACC) de 13,67%, équivalent au coût du capital au regard de la structure financière d'Audacia post IPO. Celui-ci est basé sur les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 0,05%, correspondant à notre taux synthétique européen 10 ans (pondération des taux d'Etat 10 ans en fonction du poids des pays dans l'EuroStoxx),
- Une prime de risque de 6,22%, calculé comme la différence entre l'inverse du PE prospectif de l'Euro Stoxx et le coût sans risque,
- Un bêta de 1,60x, correspondant à la fourchette haute des betas statistiques 2 ans de notre échantillon de fonds de private equity cotés européens. Sur la base de notre échantillon de 8 sociétés, le bêta moyen ressort à 1,27x, avec toutefois un écart-type important entre Tikehau (0,81x) et ICG (1,85x). Au regard du profil de risque d'Audacia (nouvelle feuille de route à déployer et objectif ambitieux de collecte sur 2021-25), ce niveau de bêta nous semble cohérent avec ce qui est observé aujourd'hui,
- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263m€.

4 – Risk/reward attractif – ACHAT avec un 1^{er} objectif fixé à 10€

En intégrant une croissance LT de +1,5%, la Valeur d'Entreprise actualisée d'Audacia ressort à 37,5m€, dont 17,2m€ de valeur terminale. Pour passer de la VE à la valeur des titres, nous procédons aux ajustements suivants :

- +4,0m€ de Trésorerie Nette estimée à fin 2021e, après prise en compte du produit net de l'augmentation de capital de l'IPO.
- +3,8m€ de comptes courant estimés à fin 2021e.
- +4,4m€ de valeurs des participations financières estimées à fin 2021, correspondant à la situation à fin juin 2021 (3,9m€) et augmenté de +0,5m€ suite à la conversion d'une partie du compte courant envers Sharies.
- +5,9m€ de cash-in correspondant à la conversion des BSPCE. Ces derniers sont en effet largement dans la monnaie au regard de notre valorisation. En contrepartie, nous raisonnons sur un nombre d'actions totalement diluées post IPO, soit 5,63m (4,75m d'actions existantes et 0,88m d'actions potentielles liées aux BSPCE).

Détail de la valorisation par DCF

Détail du DCF	Valorisation	
	en m€	€/action
Flux 2022-30e	20,3	3,6
Valeur terminale	17,2	3,1
Valeur entreprise Totale	37,5	6,7
Trésorerie Nette fin 2021e	4,0	0,7
Compte courant fin 2021e	3,8	0,7
Valeur participations fin 2021e	4,4	0,8
Cash-in BSPCE	5,9	1,0
Valeur Capitaux Propres	55,7	9,9

Source : estimations IS

La valorisation obtenue par DCF ressort ainsi à 55,7m€ en scénario central, soit 10€ par action. Dans les tableaux ci-dessous, nous faisons figurer une sensibilité de la valorisation aux hypothèses de WACC, taux de croissance LT et d'encours sous gestion à fin 2030. Il en ressort que cette dernière est très sensible à l'hypothèse d'encours sous gestion normatif (qui a un effet mécanique sur la rentabilité). En effet, alors que notre valorisation de 10€ est basé sur un encours sous gestion LT de 1,5Md€, la prise en compte de 2Mds€ porterait la valorisation à 12,4€. A l'inverse, elle tomberait à 7,4€ en intégrant un encours normatif de 1Md€. Comme souligné en partie 3, l'enjeu principal sur Audacia réside dans la capacité du management à faire croître l'encours sous gestion.

Tableau de sensibilité

		WACC						
		12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%	15,2%
croissance à l'infini	+0,5%	10,6	10,3	9,9	9,6	9,3	9,1	8,8
	+1,0%	10,8	10,4	10,1	9,8	9,5	9,2	8,9
	+1,5%	11,0	10,6	10,2	9,9	9,6	9,3	9,0
	+2,0%	11,2	10,8	10,4	10,0	9,7	9,4	9,1
	+2,5%	11,5	11,0	10,6	10,2	9,8	9,5	9,2

Source : estimations IS

		WACC						
		12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%	15,2%
Encours fin 2030e (m€)	500	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,0	5,0
	1 000	7,9	7,7	7,6	7,4	7,3	7,1	7,0
	1 500	11,0	10,6	10,2	9,9	9,6	9,3	9,0
	2 000	14,1	13,5	12,9	12,4	11,9	11,4	11,0
	2 500	17,2	16,3	15,5	14,8	14,2	13,6	13,1

Source : estimations IS

THÈSE D'INVESTISSEMENT

Spécialisée à sa création sur les investissements ISF-TEPA (715m€ collectés entre 2008 et 2017), Audacia a été contrainte de se réinventer avec la disparition de l'ISF. Forte de son expérience dans le financement d'entreprises innovantes et de l'appétence de C. Beigbeder pour l'entrepreneuriat et l'innovation, la société s'est recentrée sur le marché du Private Equity via la commercialisation de fonds spécialisés sur des thématiques différenciantes (quantique, spatial, coliving...). Audacia souhaite devenir une plateforme d'incubation et de commercialisation, agrégeant autour d'elle une galaxie de fonds spécialisés. La société se fixe pour objectif un AUM de 1Md€ d'ici 2025. Au regard d'un marché français du PE qui collecte 20Mds€ par an, l'objectif reviendrait à capter moins de 1% de la collecte sur la période. Un objectif atteignable au regard des thématiques porteuses des fonds et du *track record* du management.

ANALYSE SWOT

FORCES

- Dynamique du marché du Private Equity
- Thématiques porteuses des nouveaux fonds
- Management expérimenté

FAIBLESSES

- Connaissance limitée du marché institutionnel
- Challenger sur un marché du PE en phase de consolidation
- Expertise nouvelle en matière de collecte auprès d'investisseurs institutionnels

OPPORTUNITES

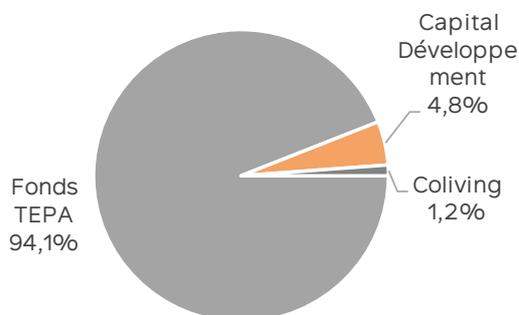
- Investisseurs en quête de stratégie d'investissement différenciantes
- Soutien de l'Etat français pour l'innovation et le soutien aux PME/ETI.

MENACES

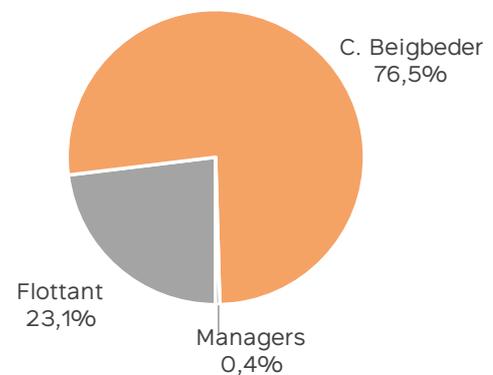
- Concentration du marché aux mains des géants du secteur

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

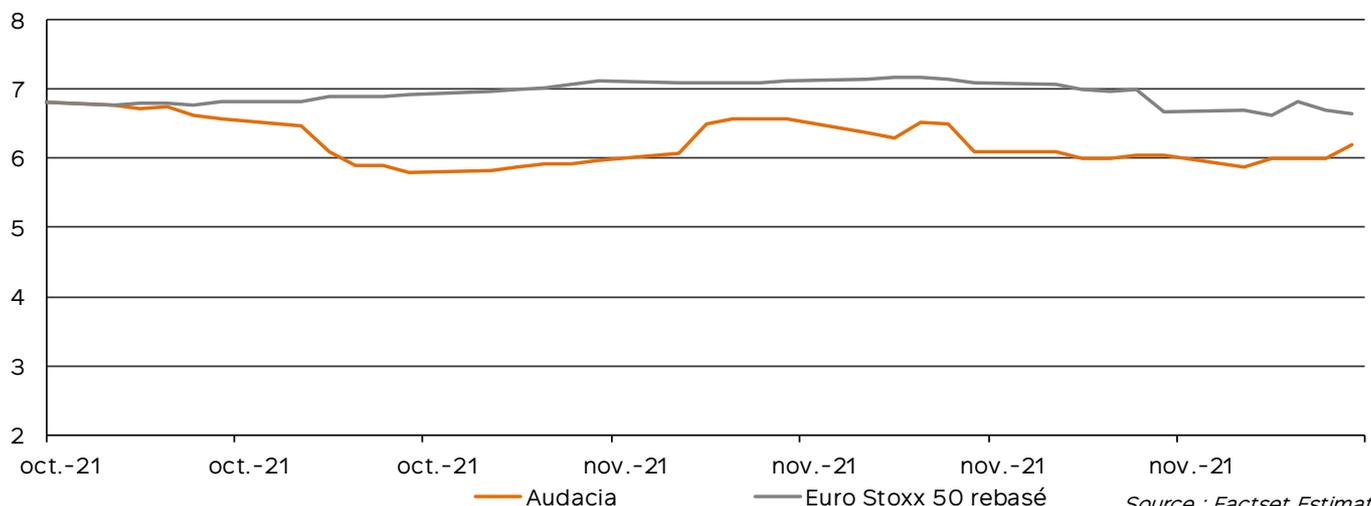
Répartition du CA 2020



Actionnariat



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



Source : Factset Estimates

AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier.

Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Potentiel vs OC
------------------	--------------------	---------------------	---------	-------------------	-----------------

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	Audacia
Invest Securities a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments	Oui
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Non
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier la valorisation.	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier la valorisation.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlements. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière, CFA
Responsable Adjoint

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Stéphane Afonso
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
safonso@invest-securities.com

Bruno Duclos
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Jamila El Bougrini, PhD, MBA
Biotech/Healthtech

+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosion
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Ludovic Martin, CFA
Biens de Consommation

+33 1 73 73 90 36
lmartin@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsampe@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotech

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

François Habrias
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@invest-securities.com

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

+33 1 55 35 55 64
dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
blmm@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Fabien Huet
Liquidité

+33 1 55 35 55 60
fhuet@invest-securities.com