

## ETUDE D'ACTUALISATION

## LES RÉSULTATS DOIVENT TRADUIRE LA HAUSSE DE L'AUM

Après 2021 et le 1<sup>er</sup> succès dans le quantique, 2024 et le *first closing* d'Expansion dans le New Space marquent une 2<sup>ème</sup> année charnière du pivot vers les Fonds Thématiques. L'objectif de 1Md€ d'AUM à fin 2025 est ainsi en bonne voie. Reste maintenant pour Audacia à traduire en résultats ses succès en matière de levée de fonds, de manière à mettre fin à la forte sous-évaluation. Il faut ainsi espérer que le prochain plan MT présenté en 2026 intègre un volet lié aux résultats et à l'alignement des intérêts entre actionnaires et équipes de gestion. Au regard de nos nombreux ajustements opérés ce jour (chgt de consolidation d'Expansion, décalage de Sorbonne Venture...), le véritable décollage des résultats est désormais attendu en 2026e plutôt qu'en 2025e. Opinion ACHAT réitérée, avec un OC ajusté à 9,8€ (vs 9,6€ préc), sans même intégrer la revalorisation des actifs au bilan.

Maxime Dubreil  
+33 1 44 88 77 98  
[mdubreil@allinvest.com](mailto:mdubreil@allinvest.com)

Document achevé de  
rédiger le 12/05/2025 7:37

Document publié le  
12/05/2025 7:38

### En bonne voie pour atteindre l'objectif MT de 1Md€ d'AUM fin 2025

Grâce aux succès en 2024 des *first closings* de Quantonation 2 (70m€) et d'Expansion (137m€), Audacia a franchi une nouvelle étape de son pivot vers les Fonds Thématiques, en portant son AUM après revalorisation à 705m€ (+196m€ sur 1 an), dont 79% d'AUM pour les Fonds Thématiques. Le groupe est donc bien parti pour respecter son objectif fixé à l'IPO et réitéré fin avril de 1Md€ d'AUM fin 2025. Ce dernier suppose une levée cumulée de +380m€ environ sur l'exercice en cours, en tenant compte des -90m€ des remboursements des fonds ISF. Les 2 tiers de la guidance sont liés à Quantonation 2 et Expansion pour lesquels les *final closings* (200m€ chacun) sont plus aisés et plus rapides que les *first closings* et le tiers restant est réparti entre les *first closings* d'Exergon/Calderion et le Capital-Développement. Audacia ne devra pas relâcher la dynamique en 2025, mais l'objectif est clairement atteignable et pourrait même autoriser un décalage en cas de revalorisation de certains Fonds Thématiques.

### La trajectoire de résultats doit suivre la forte hausse de l'AUM

Le principal point à retenir des résultats 2024, c'est qu'Expansion est consolidé par intégration proportionnelle (et non globale). Cet élément, combiné à des coûts non récurrents supérieurs, explique des EBITDA et CA sensiblement inférieurs à nos prévisions, mais cela est pour partie compensé par les 1<sup>er</sup> dividendes perçus, avec finalement un RN pdg de +0,7m€ vs +1,1m€ att. Surtout, la Trésorerie Nette est en ligne (3,5m€, en hausse de +0,3m€, vs 3,6m€ att), constituant une bonne base pour le futur.

Concernant nos estimations 2025-26e, nous procédons à de nombreux ajustements (dont le changement de consolidation d'Expansion et le décalage de Sorbonne Venture), avec au final des estimations sensiblement réduites et un véritable décollage des résultats désormais attendu pour 2026e (vs 2025e préc). Dans le cadre du prochain plan MT qui sera présenté en 2026, nous espérons, maintenant que le pivot vers les Fonds Thématiques est en passe d'être totalement réussi, que le management se concentrera aussi sur le partage de la création de valeur entre équipes de gestion et actionnaires et la simplification de la structure (remontée des actionnaires des filiales au niveau de la maison-mère), ce qui permettra de prendre conscience du travail réalisé depuis l'IPO.

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

en € / action	2025e	2026e	2027e
BPA ajusté	0,14	0,36	0,73
var. 1 an	+117,9%	+156,2%	+103,4%
Révisions	-54,6%	-52,8%	n.s.
au 31/12	2025e	2026e	2027e
PE	22,3x	8,7x	4,3x
VE/CA	1,72x	1,31x	0,79x
VE/EBITDA ajusté	11,5x	5,6x	2,4x
VE/EBITA ajusté	15,3x	5,8x	2,4x
FCF yield*	6,6%	12,9%	30,6%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours de clôture du	09/05/2025		3,1
Nb d'actions (m)			5,0
Capitalisation (m€)			15,6
Capi. flottante (m€)			4,8
ISIN			FR00140059B5
Ticker			ALAUD-FR
Secteur DJ			Finance
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+16,3%	-14,2%	-4,3%
Variation relative	+1,2%	-14,0%	-11,7%

Source : Factset, estimations Invest Securities

## DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
BPA publié	0,30	0,89	0,06	0,06	0,14	0,17	0,43	0,87
<b>BPA ajusté dilué</b>	<b>0,27</b>	<b>0,20</b>	<b>0,05</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,14</b>	<b>0,36</b>	<b>0,73</b>
var.	-35,5%	-26,0%	-73,5%	+22,3%	-1,6%	+117,9%	+156,2%	+103,4%
BPA du consensus	n.d.							
Ecart /consensus	n.d.							
Dividende	1,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pay-out ratio	499%	n.s.						
FCF opérationnel net IS après BFR	-0,24	-0,16	-0,51	0,18	-0,27	0,19	0,37	0,87
Actif Net Comptable	2,15	3,14	2,64	2,69	2,77	2,87	3,30	4,16

Ratios de valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
P/E	n.d.	30,7x	106,2x	81,8x	59,5x	22,3x	8,7x	4,3x
P/AN	n.d.	2,0x	2,2x	2,0x	1,4x	1,1x	1,0x	0,8x
VE/CA	n.d.	1,13x	2,33x	2,00x	1,19x	1,72x	1,31x	0,79x
VE/EBITDA ajusté	n.d.	9,1x	50,5x	18,7x	13,3x	11,5x	5,6x	2,4x
VE/EBITA ajusté	n.d.	7,0x	47,8x	65,0x	71,8x	15,3x	5,8x	2,4x
FCF yield op. avt BFR	n.d.	6,7%	1,3%	4,7%	6,6%	6,6%	12,9%	30,6%
FCF yield opérationnel	n.d.	n.s.	n.s.	4,0%	n.s.	4,1%	8,8%	26,3%
Rendement du dividende	n.d.	23,8%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

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

Valeur d'Entreprise (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre moyen d'actions retenu (m)	3,66	3,93	4,75	4,75	4,87	4,98	4,98	4,98
Cours en €	n.d.	6,20	5,69	5,36	3,83	3,14	3,14	3,14
Capitalisation	n.d.	24,4	27,1	25,5	18,7	15,6	15,6	15,6
Dette Nette	n.d.	-7,2	-3,2	-3,2	-3,5	-4,6	-6,8	-11,6
Valeur des minoritaires	n.d.	0,0	10,3	10,3	10,3	22,3	22,3	22,3
Provisions/ quasi-dettes	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	n.d.	-7,9	-11,3	-11,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
+/-corrections	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>n.d.</b>	<b>9,2</b>	<b>22,8</b>	<b>21,6</b>	<b>15,6</b>	<b>23,4</b>	<b>21,2</b>	<b>16,4</b>

NB : Cours moyen annuel pour les exercices terminés

Ratios financiers (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté/CA	37,1%	12,5%	4,6%	10,7%	9,0%	15,0%	23,5%	33,3%
EBITA ajusté/CA	16,9%	16,3%	4,9%	3,1%	1,7%	11,3%	22,7%	32,6%
Taux d'imposition	-27,1%	-26,2%	-21,4%	-42,6%	20,5%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
RN ajusté/CA	11,4%	11,9%	3,1%	3,6%	2,9%	6,1%	13,1%	20,8%
Conversion de l'EBITDA en FCF	-21,8%	-61,6%	-537,7%	75,6%	-113,1%	46,8%	48,8%	62,5%
Capex/CA	-5,7%	-0,5%	-0,4%	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,9%	-1,0%
BFR /CA	-29,3%	-23,6%	-14,2%	-11,7%	1,7%	3,1%	8,1%	9,7%
DSO (en jours de CA)	-107	-86	-52	-43	6	11	29	35
ROCE	12,6%	25,8%	5,0%	3,4%	2,0%	14,1%	31,4%	54,1%
ROCE hors incorporels	12,6%	25,8%	6,6%	4,5%	2,6%	17,9%	38,9%	66,2%
ROE ajusté	15,6%	7,8%	2,4%	3,1%	2,8%	5,8%	12,9%	20,8%
DN/FP	84,6%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA ajusté (en x)	1,7x	-7,1x	-7,2x	-2,7x	-2,9x	-2,3x	-1,8x	-1,7x
Ratio couverture des frais financiers	27,9x	78,1x	6,5x	2,9x	2,0x	6,7x	10,6x	9,7x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## DONNÉES FINANCIÈRES

Compte de résultat (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>CA</b>	<b>10,8</b>	<b>8,1</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>	<b>16,2</b>	<b>20,7</b>
croissance organique	-20,4%	-24,7%	+20,2%	+10,9%	+20,4%	+4,1%	+19,3%	+28,0%
var.	-20,4%	-24,7%	+20,2%	+10,9%	+20,4%	+4,1%	+19,3%	+28,0%
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>4,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>6,9</b>
var.	<b>-0,7%</b>	<b>-74,7%</b>	<b>-55,4%</b>	<b>+155,5%</b>	<b>+1,4%</b>	<b>+73,7%</b>	<b>+87,1%</b>	<b>+81,4%</b>
Amortissements ajustés	-2,2	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-0,5	-0,1	-0,1
<b>EBITA ajusté</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>6,8</b>
var.	<b>-23,9%</b>	<b>-27,5%</b>	<b>-64,0%</b>	<b>-30,3%</b>	<b>n.s.</b>	<b>+605,9%</b>	<b>+140,5%</b>	<b>+83,6%</b>
Éléments exceptionnels	-0,2	3,4	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,6</b>	<b>4,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>6,8</b>
var.	<b>-36,9%</b>	<b>+192,1%</b>	<b>-89,8%</b>	<b>+36,7%</b>	<b>n.s.</b>	<b>+778,5%</b>	<b>+140,5%</b>	<b>+83,6%</b>
Résultat financier	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,6	0,3	0,4	0,7
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>4,0</b>	<b>7,5</b>
var.	<b>-38,6%</b>	<b>+219,5%</b>	<b>-91,2%</b>	<b>-36,6%</b>	<b>n.s.</b>	<b>+144,3%</b>	<b>+120,1%</b>	<b>+85,0%</b>
IS	-0,4	-1,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,5	-1,0	-1,9
SME + Minoritaires	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,6	-0,9	-1,3
<b>RN pdg publié</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>4,3</b>
var.	<b>-37,0%</b>	<b>+223,4%</b>	<b>-92,1%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>n.s.</b>	<b>+21,3%</b>	<b>+156,2%</b>	<b>+103,4%</b>
<b>RN pdg ajusté</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>4,3</b>
var.	<b>-20,6%</b>	<b>-21,5%</b>	<b>-68,9%</b>	<b>+31,5%</b>	<b>n.s.</b>	<b>+116,9%</b>	<b>+156,2%</b>	<b>+103,4%</b>

Tableau de flux de trésorerie (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté	4,0	1,0	0,5	1,2	1,2	2,0	3,8	6,9
IS théorique / EBITA ajusté	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	-1,7
Capex	-0,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<b>FCF opérationnel net IS avt BFR</b>	<b>2,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>5,0</b>
Variation BFR	-3,8	-1,2	-2,7	-0,1	-2,4	-0,6	-0,9	-0,7
<b>FCF opérationnel net IS après BFR</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>4,3</b>
Acquisitions/cessions	-0,3	14,3	-2,0	-0,9	0,6	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	0,0	6,4	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	-1,4	-0,8	0,5	-0,1	0,7	0,2	0,3	0,5
<b>Variation nette de trésorerie</b>	<b>-2,6</b>	<b>13,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>

Bilan économique simplifié (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs immobilisés	17,7	7,1	11,0	11,2	10,4	10,4	10,4	10,5
- dont incorporels/GW	0,0	0,0	2,3	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3
- dont actifs corporels	17,7	7,1	8,6	8,7	8,0	8,0	8,0	8,1
BFR	-3,2	-1,9	-1,4	-1,3	0,2	0,4	1,3	2,0
- dt créances clients	9,6	9,6	8,4	8,3	8,8	8,0	4,7	5,2
- dt dettes fournisseurs	11,9	8,1	6,5	5,6	4,7	3,7	3,4	3,2
Capitaux Propres groupe	7,9	12,4	12,5	12,8	13,5	14,3	16,4	20,7
Minoritaires	0,0	0,0	0,2	0,2	0,6	1,1	2,1	3,3
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Dettes financières nettes</b>	<b>6,7</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>-11,6</b>
- dt dette financière brute	7,8	2,0	1,3	0,6	1,0	0,8	0,1	0,1
- dt trésorerie brute	1,2	9,2	4,5	3,8	4,5	5,4	6,9	11,8

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## 1 - Une société de gestion recentrée sur le Capital-Innovation

Avant de revenir sur les résultats 2024 et les perspectives 2025, une rapide présentation d'Audacia permet de rappeler la stratégie et le modèle économique.

Fondé en 2006 par Charles Beigbeder, Audacia s'est développé à l'origine sur les fonds fiscaux ISF (FIP, FCPI, mandats et holdings ISF), levant 715m€ entre 2008 et 2017 sur cette thématique. Avec la disparition de l'ISF en 2018, Audacia est obligé de se réinventer. 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 et spatial en capital-innovation, coliving en capital immobilier... Le groupe 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... Afin de financer pour partie son pivot, Audacia s'introduit en bourse à l'automne 2021, levant à cette occasion 6,4m€.

### Stratégie d'Audacia



Source : Audacia

Audacia a ainsi déployé sa stratégie sur 3 segments du Private Equity :

- Le Capital Innovation, à travers des fonds thématiques disruptifs comme Quantonation (quantique), Expansion (New Space) et Exergon/Calderion (Décarbonation). C'est aujourd'hui le 1er relais de croissance du groupe, avec des succès majeurs sur le Quantique (depuis 2021) et le New Space (depuis 2024).
- Le Capital Développement, en s'appuyant sur l'expertise historique de l'équipe de gestion sur l'activité ISF et son réseau de PME. Cette activité a connu depuis 4 ans un succès de moindre ampleur que le Capital Innovation, même si Audacia a su saisir l'opportunité des Obligations Relance (76m€ d'actifs sous gestion).
- Le Capital Immobilier, en se spécialisant sur le marché du coliving. Confronté aux difficultés du marché immobilier, ce segment n'a connu qu'un développement limité depuis 2021.

Notons que les fonds ISF, bien qu'en voie d'extinction, sont encore de solides contributeurs au CA du groupe, et cela jusqu'en 2026.

Le modèle économique d'Audacia repose sur 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 (l'objectif initial d'Audacia était de capter 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 partenariats opérationnels comme Sharies.

Le 1er levier est aujourd'hui la source quasi-exclusive de revenus d'Audacia, même si l'exercice 2024 a bénéficié des 1<sup>ers</sup> résultats générés par les dividendes et les plus-values.

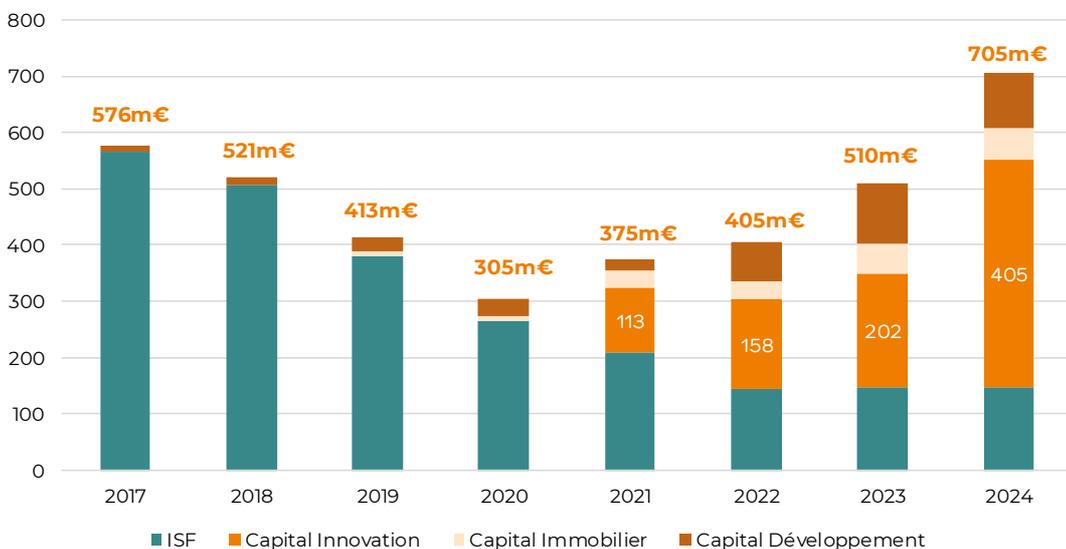
## 2 - AUM : Forte progression en 2025 grâce à Quantonation 2 et Expansion

Audacia affiche à fin 2024 un AUM (Assets Under Management) de 705m€ en intégrant les revalorisations de participations, en augmentation de +195m€ sur 1 an. Cet accroissement est principalement concentré autour des first closings de Quantonation 2 (70m€), le 2ème opus de sa thématique quantique, et d'Expansion (137m€), son fonds dédié au New Space et à l'Aéronautique. La société a ainsi respecté ses 2 principaux engagements de 2024.

Les Fonds Thématiques représentent 79% (+7pts) de l'AUM à fin 2024, contre 21% pour les Fonds ISF, confirmant la bonne exécution du pivot engagé par la société depuis l'IPO. Cette stratégie de développement, principalement portée par le Capital Innovation (57% de l'AUM), s'est nettement dérisquée en 2024, avec désormais 2 piliers (vs 1 jusqu'en 2023) : le Quantique et le New Space. Sachant que les 1<sup>ers</sup> opus des fonds sont généralement les plus durs et les plus longs à lever, 2024 représente une 2<sup>ème</sup> étape majeure dans le développement du groupe (après 2021 avec le Quantique) et confortent l'objectif fixé à l'IPO de 1Md€ d'AUM à fin 2025 (cf. ci-après). Notons enfin qu'Audacia n'a pas procédé à des revalorisations de participations en 2024, ce qui offre à l'avenir un levier additionnel de croissance de l'AUM.

Sachant que les fonds affichent généralement une durée de vie de 5 à 7 ans, les réalisations à fin 2024 offrent une véritable visibilité et une récurrence à l'activité pour les prochains exercices.

**Evolution de l'AUM d'Audacia depuis 2017, revalorisations incluses**



Source : Audacia

### 3 - Résultats 2024 compliqués à lire et loin d'être normatifs

Si le modèle économique d'une société est théoriquement très simple avec des revenus générés par les commissions basées sur l'AUM, l'analyse des comptes chez Audacia s'est historiquement avérée complexe, en lien avec (i) une activité ISF qui génère un CA important mais fortement provisionné, (ii) des coûts de structuration et de lancement des Fonds Thématiques supportés par Audacia durant la phase d'amorçage et (iii) des revenus exceptionnels liés à des commissions de rattrapage. L'exercice 2024 ajoute un degré supplémentaire de complexité, dans la mesure où Expansion Ventures ne sera finalement pas consolidé par intégration globale comme Quantonation, mais par intégration proportionnelle.

Dans le détail, le CA consolidé 2024 tel que publié dans le rapport annuel est finalement ressorti à 13,0m€ (+20%), contre 13,5m€ publiés fin février. Ce chiffre est toutefois en ligne avec notre projection (13,0m€), la différence s'expliquant, au niveau du CA ISF, par des revenus des exercices antérieurs (0,5m€) finalement comptabilisés en autres produits exceptionnels comme en 2023. Cette publication est donc conforme à nos projections détaillées dans notre flash du 5 mars dernier. L'exercice 2024 traduit donc une forte croissance du CA (+20%), porté par la montée en puissance des Fonds Thématiques (+57% à 7,3m€) qui représentent désormais 56% des revenus totaux du groupe. Il convient par ailleurs de rappeler que ce CA Fonds Thématiques intègre 1,6m€ de revenus non récurrents suite à la levée d'Expansion, liés à des coûts de transfert du feeder Geodesic facturés par Audacia. Sur une base récurrente, le CA Fonds Thématiques s'établit à 5,7m€, en croissance de +61%.

#### Décomposition du CA 2024 : réalisations vs attentes IS

	2023 réalisé		2024 réalisé		Attentes IS 2024		
	en m€	%	en m€	%	en m€	%	
AUM Fonds Thématiques	277	65%	474	76%	474	76%	
var	+81		+196		+197		
AUM ISF	148	35%	147	24%	147	24%	
var	+1		-1		-1		
<b>Total AUM avt revalorisation</b>	<b>425</b>	<b>100%</b>	<b>621</b>	<b>100%</b>	<b>621</b>	<b>100%</b>	
var	+82		+195		+196		
	<b>en m€, au 31/12</b>	<b>en m€</b>	<b>Com.</b>	<b>en m€</b>	<b>Com.</b>	<b>en m€</b>	<b>2026e</b>
- dt CA Fonds Thématiques récurrent	3,5	1,3%	5,7	1,2%	5,8	1,2%	
var	-7%		+61%		+63%		
- dt CA Fonds Thématiques exceptionnel	1,1		1,6		1,5		
var	+22%		+47%		+36%		
CA Fonds Thématiques	4,6	1,7%	7,3	1,5%	7,3	1,5%	
var	-1%		+57%		+57%		
CA Fonds ISF	6,2	4,2%	5,8	3,9%	5,8	3,9%	
var	+22%		-7%		-7%		
<b>CA Total</b>	<b>10,8</b>	<b>2,5%</b>	<b>13,0</b>	<b>2,1%</b>	<b>13,0</b>	<b>2,1%</b>	
var	+11%		+20%		+20%		

Source : Audacia, estimations IS

Cette croissance aurait pu être bien supérieure si Expansion avait été consolidé sur 12 mois (vs 2 mois seulement en 2024) et surtout si la consolidation avait été fait en intégration globale et non en intégration proportionnelle. C'est en effet l'un des principaux enseignements de cette publication, car si nous savions qu'Audacia détiendrait entre 20% et 25% d'Expansion, nous pensions que la notion de contrôle, rendu possible notamment par le rôle de gérant d'Expansion de Charles Beigbeder, aurait permis une intégration globale. Cela n'est pas le cas et si l'impact est limité sur 2024 (2 mois de consolidation), il sera bien plus significatif à partir de 2025 (12 mois). Rappelons que si les différences de consolidation ne changent rien en termes de Résultat Net Part du Groupe et de valorisation, cela modifie sensiblement l'affichage en termes de CA, d'EBITDA et d'EBITA. Nous reviendrons par la suite sur ce sujet.

En termes de résultats, l'analyse est également complexifiée par des coûts exceptionnels (frais marketing, TVA, provisions) et les 1er dividendes et plus-values sur les participations. Il en ressort un EBITDA et un EBITA inférieurs à nos attentes qui sont pour partie compensés au niveau du RN.

Dans le détail, l'EBITDA 2024 ressort à 1,2m€ (+3%) vs 1,6m€ attendus. Si les charges de personnel sont plus faibles qu'attendus (-7,5m€ vs -7,8m€ att) en lien avec le changement de consolidation d'Expansion, les autres charges opérationnelles sont significativement supérieures à nos attentes (-4,3m€ vs -3,6m€ att). Ces dernières intègrent de nombreuses charges exceptionnelles, soit dans leur nature (régularisation de TVA), soit dans leur montant (frais de déplacements et de marketing liés aux levées de fonds). Par ailleurs, il convient de rappeler qu'Audacia supporte les coûts d'incubation et de démarrage des fonds thématiques, ce qui représente un montant significatif de charges sans revenus associés. Si ce n'est plus le cas d'Expansion et de Quantonation, Audacia finance encore les coûts d'incubation d'Exergon/Calderion (3 salariés) et de Sorbonne (2 salariés). La société ne détaille toutefois pas les coûts associés, de sorte qu'il est difficile de se faire une idée de la rentabilité normative. La déconstruction des comptes (comptes consolidés – comptes sociaux d'Audacia) permet néanmoins de se faire une idée assez précise de la rentabilité de Quantonation (marge d'EBITDA >30%), ce qui est un bon proxy pour juger de la rentabilité future de la société une fois que tous les fonds thématiques auront cessé d'être incubés et que les objectifs d'AUM auront été atteints.

L'EBITA s'avère encore plus sensiblement inférieur à nos attentes à 0,2m€ (-29%) vs 1,3m€ att, en lien avec des provisions, nettes des reprises, supérieures à nos projections (-0,9m€ vs -0,2m€ att). L'essentiel de l'écart provient d'une provision de -0,5m€ sur Quantonation liée à une souscription invalidée de -30m€. Sur l'activité ISF, les provisions nettes des reprises ressortent à -0,3m€ vs -0,2m€ att.

En revanche, le résultat financier s'avère matériellement supérieur à nos projections (+0,6m€ vs +0,2m€), intégrant 0,5m€ de dividendes versés par Constellation 1 (fonds de capital-développement). Les dividendes, de même que les plus-values, seront à l'avenir un contributeur significatif aux résultats qu'il nous convient désormais d'intégrer.

La société constate un produit d'impôt de +0,2m€ (vs -0,3m€ att) lié à l'activation par Quantonation d'un impôt différé.

Les intérêts minoritaires sont enfin moins favorables qu'escompté (-0,2m€ vs +0,1m€ att), dans la mesure où les seuls minoritaires se situent au niveau de Quantonation, largement profitable, quand Expansion Ventures, légèrement déficitaire en 2024 d'après nos projections, ne vient pas diminuer le montant total.

#### Compte de résultats détaillé d'Audacia : réalisations 2024 vs attentes IS

au 31/12	2023 réalisé		2024 réalisé		Attentes IS 2024	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
CA Total	10,83	100%	13,05	100%	13,02	100%
var	+11%		+20%		+33%	
Charges de personnel	-6,35	-58,6%	-7,52	-57,7%	-7,80	-59,9%
Autres Opex	-3,33	-30,7%	-4,35	-33,3%	-3,60	-27,7%
Total Opex	-9,68	-89,3%	-11,87	-91,0%	-11,40	-87,6%
var	+4%		+23%		+22%	
EBITDA	1,16	10,7%	1,17	9,0%	1,62	12,4%
var	+156%		+1%		+259%	
Amortissements	-0,10	-0,9%	-0,08	-0,6%	-0,12	-0,9%
Provisions nets des reprises	-0,72	-6,7%	-0,87	-6,7%	-0,20	-1,5%
EBITA	0,33	3,1%	0,22	1,7%	1,30	10,0%
var	-30%		-35%		+173%	
Eléments exceptionnels	0,33	3,0%	-0,04	-0,3%	-0,15	-1,2%
EBIT	0,66	6,1%	0,17	1,3%	1,15	8,8%
var	+37%		-74%		+137%	
Résultat financier	-0,40		0,58		0,15	
Résultat avant impôt	0,26	2,4%	0,75	5,8%	1,30	10,0%
var					+213%	
IS (m€/ % RCAI)	-0,11	-42,5%	0,15	20,5%	-0,33	-25,0%
Minoritaires	0,11	1,0%	-0,22	-1,7%	0,10	0,8%
RN pdg publié	0,26	2,4%	0,68	5,2%	1,08	8,3%
var	-4%		+158%		+291%	

Source : Audacia, estimations IS

En conséquence, le RN part du groupe s'établit à 0,7m€ (x2,7) vs 1,1m€ att, les éléments

positifs venant partiellement compenser les points négatifs.

Au-delà de cette analyse détaillée du compte de résultat 2024 d'Audacia, il convient de rappeler que l'exercice 2024 ne reflète que partiellement la contribution des nouveaux fonds levés (revenus reconnus au pro rata temporis, soit 2 mois seulement pour Expansion) et intègre toujours pour partie des coûts d'incubation des fonds thématiques pas encore lancés (Exergon/Calderion et Sorbonne Venture). L'exercice 2024 souligne néanmoins la nécessité de se concentrer sur le RN pdg plus que sur le CA et l'EBITDA, afin de tenir compte des intérêts minoritaires et de la contribution positive du résultat financier liée aux dividendes perçus.

#### 4 - Trésorerie Nette légèrement renforcée à 3,5m€ fin 2024

En termes de génération de trésorerie, le FCF opérationnel ressort assez nettement inférieur à notre attente (-1,3m€ vs +0,1m€ att), l'écart au niveau de l'EBITDA étant amplifié par une dégradation du BFR de -2,4m€ (vs -1,1m€ att), cette dernière étant retraitée des provisions sur actifs circulant (-1,5m€ de variation de BFR publié et -0,9m€ de provisions). La normalisation du BFR au niveau de l'activité ISF a été réalisée plus rapidement que prévu (1 an vs 2 ans att), de sorte que l'impact devrait devenir plus limité à l'avenir, grâce notamment au bon travail de recouvrement des créances ISF.

La contreperformance en termes de FCF opérationnel est presque intégralement absorbée par les cessions nettes des acquisitions (+0,6m€ dont +0,4m€ de remboursement de Constellation 1), les augmentations de capital (+0,3m€) réalisées au niveau de Quantonation et d'Expansion et surtout les dividendes perçus sur Constellation 1 (+0,5m€). Par conséquent, la Trésorerie Nette d'Audacia progresse de +0,3m€ sur l'exercice 2024 pour s'établir à 3,5m€, quasiment en ligne avec notre projection (3,6m€). Si l'on remet les choses en perspectives depuis l'IPO, Audacia aura auto-financé son pivot des fonds ISF vers les Fonds thématiques, la Trésorerie Nette demeurant quasi-inchangée entre fin 2021 (3,3m€) et fin 2024 (3,5m€). Une performance qui est à souligner, même si elle s'explique pour une grande partie par la prolongation de la durée de vie des fonds ISF.

**Tableau de flux de trésorerie d'Audacia : réalisations 2024 vs attentes IS**

au 31/12	2023 réalisé		2024 réalisé		Attentes IS 2024	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
EBITDA	1,15	10,7%	1,17	9,0%	1,62	12,4%
IS théorique	-0,08	-25,0%	-0,05	-25,0%	-0,33	-25,0%
Capex	-0,06	-0,6%	-0,08	-0,6%	-0,10	-0,8%
<b>FCF opérationnel avt BFR</b>	<b>1,01</b>	<b>9,3%</b>	<b>1,03</b>	<b>7,9%</b>	<b>1,20</b>	<b>9,2%</b>
Variation BFR	-0,14	-1,3%	-2,36	-18,1%	-1,06	-8,1%
<b>FCF opérationnel ap BFR</b>	<b>0,87</b>	<b>8,1%</b>	<b>-1,33</b>	<b>-10,2%</b>	<b>0,14</b>	<b>1,0%</b>
Acquisitions	-0,91	-8,4%	0,62	4,8%	0,34	2,6%
Variation capital	0,00	0,0%	0,34	2,6%	0,00	0,0%
Dividendes	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Autres	-0,05	-0,5%	0,66	5,0%	-0,01	-0,1%
<b>Variation DN</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,8%</b>	<b>0,30</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,47</b>	<b>3,6%</b>
<b>Trésorerie Nette</b>	<b>-3,16</b>		<b>-3,45</b>		<b>-3,63</b>	
<i>var</i>	<i>+0,09</i>		<i>-0,29</i>		<i>-0,47</i>	

Source : Audacia, estimations IS

La génération de trésorerie confirme l'approche observée au niveau du compte de résultat visant à intégrer les retours sur investissement d'Audacia (sous forme de cession ou de dividende) dans l'analyse des performances.

### 5 - ANR : un indicateur à suivre avec de plus en plus d'attention

Lors de la présentation des résultats 2024, le management a présenté à nouveau un Actif Net Réévalué (ANR). Comme l'a démontré les résultats et les flux de trésorerie 2024, cet indicateur sera amené à prendre de plus en plus d'importance dans les années à venir, puisqu'il permet d'évaluer les revenus financiers futurs générés par les investissements d'Audacia dans ses participations et ses fonds. A l'avenir, un effort supplémentaire de méthodologie serait apprécié afin d'intégrer plus en amont cette création de valeur supplémentaire.

A fin 2024, l'ANR s'établit à 24,7m€, soit 4,97€ par action et une progression de +8% sur 1 an. Sans surprise, le Capital Innovation (et en particulier Quantonation) représente l'essentiel de l'ANR (55%), suivi par les autres immobilisations (25%) qui intègrent la participation dans Sharies. Il est à noter que le groupe intègre la Trésorerie Nette des comptes sociaux d'Audacia, soit une approche restrictive qui ne peut être que saluée.

#### ANR présenté par Audacia au 31/12/24

ANR * (en m€)	31/12/2024	%
CAPITAL DÉVELOPPEMENT	1,7	7%
IMMOBILIER	0,7	3%
CAPITAL INNOVATION	13,7	55%
AUTRES IMMOBILISATIONS	6,1	25%
DISPONIBILITÉS NETTE DES DETTES	2,5	10%
<b>TOTAL ANR</b>	<b>24,7</b>	
ANR par action	4,97 €	

Source Audacia

Si l'on compare l'Actif Net Comptable (ANC) à l'ANR, cela sous-tend une revalorisation majeure des fonds propres à l'avenir, puisque ces derniers seraient quasiment doublés (24,7m€ vs 13,5m€ !). S'il est selon nous toujours prématuré d'intégrer totalement ces revalorisations du fait de l'horizon de sortie encore éloigné, en particulier pour les nouveaux fonds lancés en 2024 (Quantonation 2 et Expansion), l'exercice passé a montré qu'Audacia commençait à percevoir les 1ers fruits de ses investissements, principalement sur Constellation 1 (Capital-Développement). Si nous n'avons pas de visibilité quant à une fenêtre de liquidité sur la participation dans Sharies, la création de valeur sur Quantonation 1 (revalorisation des parts et carried-interest) se rapproche, le fonds datant de fin 2021, ce qui laisse espérer des 1ers retours en 2027.

#### Comparaison de l'ANC et de l'ANR d'Audacia

en m€	2023			2024		
	ANC reconstitué par IS	ANR société	Ecart	ANC reconstitué par IS	ANR société	Ecart
Capital Innovation	5,8	10,5	+4,7	5,4	13,7	+8,3
Capital Immobilier	0,8	0,8	-0,0	0,7	0,7	+0,0
Capital Développement	2,3	2,7	+0,4	1,7	1,7	-0,0
Autres participations	1,0	4,3	+3,3	1,8	6,1	+4,3
<b>Participations financières</b>	<b>9,9</b>	<b>18,3</b>	<b>+8,3</b>	<b>9,7</b>	<b>22,2</b>	<b>+12,5</b>
Autres dont trésorerie nette	2,8	3,5	+0,7	3,8	2,5	-1,3
<b>Total en m€</b>	<b>12,7</b>	<b>21,8</b>	<b>+9,0</b>	<b>13,5</b>	<b>24,7</b>	<b>+11,2</b>
<b>en €/action</b>	<b>2,68</b>	<b>4,58</b>	<b>+1,9</b>	<b>2,71</b>	<b>4,96</b>	<b>+2,3</b>

source : Audacia, estimations IS

## 6 - Perspectives 2025 : l'objectif de 1Md€ confirmé

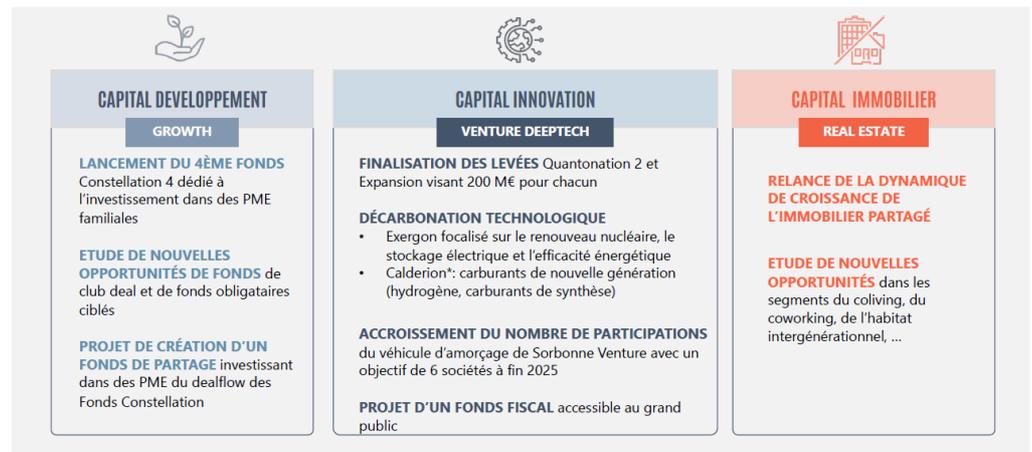
A l'occasion de la présentation des résultats 2024, le management a réaffirmé la guidance fixée à l'IPO de 1Md€ d'AUM à fin 2025. Le management a détaillé les perspectives de levées en 2025 :

- ❖ Sur le Capital Développement, après une année 2024 calme, la société vise à renouer avec la collecte, avec le lancement du 4<sup>ème</sup> opus de Constellation, la création d'un fonds de partage et de nouveaux fonds obligataires ciblés.
- ❖ Sur le Capital Immobilier, les ambitions sont plus modestes, avec une relance de la dynamique de croissance toujours centrée sur la thématique du coliving.
- ❖ Sur le Capital-Innovation, les ambitions sont les plus fortes, avec (i) le *final closing* de Quantonation 2 et d'Expansion pour 200m€ chacun, (ii) le *first closing* du fonds thématique dédié à la décarbonation qui sera finalement scindé en 2 (Exergon pour le renouveau nucléaire, le stockage électrique et l'efficacité énergétique et Calderion pour les carburants de nouvelle génération) et (iii) un projet de fonds fiscal Deep Tech accessible au grand public. En revanche, les ambitions sur Sorbonne Venture sont plus mesurées, avec la constitution d'un véhicule d'amorçage investissant dans 6 participations, loin de l'objectif initial de 100m€ d'AUM.

### Feuille de route 2025 d'Audacia

#### POURSUITE DE LA DYNAMIQUE DE CROISSANCE EN 2025

##### DÉVELOPPEMENT DES FONDS THÉMATIQUES ET FINALISATION DES LEVÉES MAJEURES



AUDACIA – RÉSULTATS ANNUELS 2024  
\* Projet en cours de création

- 23 -

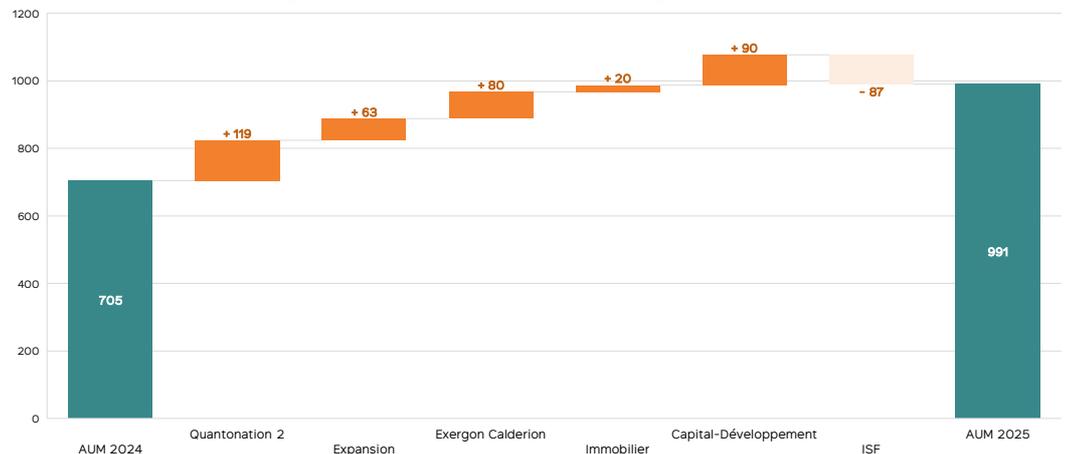
Source : Audacia

Partant d'un AUM de 705m€ à fin 2024 et tenant compte d'une réduction de -90m€ de l'AUM ISF, cet objectif induit une levée 2025 de +380m€, après +195m€ en 2024. Cet objectif n'a pourtant rien d'impossible et semble même aujourd'hui crédible au regard des nombreux projets du groupe. Les 2 tiers de la guidance sont liés à Quantonation 2 et Expansion pour lesquels les *finals closings* sont plus aisés et plus rapides que les *first closings* et le tiers restant est réparti entre les *first closings* d'Exergon/Calderion et le Capital-Développement. Audacia ne devra pas relâcher la dynamique en 2025, mais l'objectif est clairement atteignable et pourrait même autoriser le décalage.

Notons enfin qu'Audacia dispose d'un levier supplémentaire sur son AUM avec la revalorisation des participations. Si celui-ci n'a pas été activé en 2024, l'exercice 2025 pourrait être bien différent. En effet, plusieurs participations de Quantonation sont actuellement en phase de levée, dont Pasqal, Multiverse ou Qubit Pharmaceuticals. L'impact pourrait être substantiel, à l'instar de 2022 où la levée de Pasqal avait permis une revalorisation de +61m€, soit +83% de l'AUM de l'époque ! Grâce à ce levier supplémentaire, la guidance 2025 est en très bonne voie, ce qui ferait d'Audacia une

des très rares sociétés à atteindre sa guidance fixée à l'IPO. Précisons toutefois que les revalorisations n'entrent pas en compte dans les commissions de gestion et ne contribueront donc pas à la croissance du CA.

#### Bridge entre l'AUM fin 2024 et la guidance 2025



Source : Audacia

### 7 - Nouveau plan MT présenté en 2026 : nos attentes sur 3 points particuliers

A l'occasion de la publication des résultats 2024, Audacia a indiqué travailler en 2025 sur la formalisation de son prochain plan MT qui sera présenté en 2026.

Interrogé sur le sujet, le management ne s'est pas montré beaucoup plus disert à ce stade, renvoyant à l'année prochaine. De notre compréhension du dossier depuis l'IPO, ce plan devra intégrer 3 piliers :

#### ➤ La poursuite de la croissance de l'AUM

Considérant que la guidance d'AUM de 1Md€ fin 2025 est atteinte, la prochaine étape sera d'après notre sentiment de doubler l'AUM pour le porter à 2Mds€ à un horizon de 5 ans. Cela reviendra à collecter en moyenne 200m€ par an, ce qui n'a rien d'impossible au regard des réalisations récentes, mais supposera selon nous (i) de développer de nouvelles thématiques en Capital Innovation, en sus du Quantique, du New Space et de la Décarbonation et (ii) de répliquer l'approche différenciante du Capital Innovation sur la poche Capital Développement.

#### ➤ L'évolution de la structure capitalistique

Engagé dans un pivot qui n'avait rien d'acquis en 2020, Audacia s'est concentré sur le lancement des Fonds Thématiques et la croissance de l'AUM. Contraint par certains souscripteurs, cet objectif s'est toutefois réalisé via un modèle différent du schéma initial, avec la nécessité de laisser la majorité du capital aux équipes de gestion pour Quantonation, Expansion et à l'avenir Exergon et Calderion (Audacia détient en revanche 100% du capital en Capital Développement et Capital Immobilier). Tout en respectant les contraintes exigées par certains souscripteurs, Audacia devra travailler à simplifier sa structure juridique, idéalement en faisant remonter les équipes de gestion des différents fonds au niveau d'Audacia, ou à minima en renforçant son contrôle pour consolider par intégration globale l'ensemble des sociétés de gestion.

#### ➤ L'amélioration significative des résultats

Engagé dans un pivot, Audacia a supporté les coûts d'amorçage (recrutement des équipes de gestion, frais de marketing et de distribution) pour chacun des nouveaux fonds thématiques avant que ces derniers ne génèrent de revenus. Si Audacia est

parvenu à refacturer aux sociétés de gestion une grande partie de ces coûts une fois les *first closings* réalisés, les résultats des 4 dernières années ne reflètent que très partiellement le potentiel de rentabilité normative du groupe, même encore en 2024 avec 2 thématiques (Décarbonation et Sorbonne Venture) qui n'ont pas encore réalisé leur *first closings*. De plus, Audacia a financé la mise en place d'une équipe de distribution pour clients institutionnels qui sert à la collecte de chacun des fonds. Il existe de notre point de vue des économies d'échelle significatives liées à la croissance de l'AUM Fonds Thématiques, validant la stratégie de « plateforme » de gestion multithématique développée lors de l'IPO.

La société a pu compter sur les revenus de l'activité ISF pour financer en grande partie ce pivot. Cette activité ISF devant cesser de contribuer aux revenus à partir de 2027, la réplification du succès du Capital Innovation au Capital Développement sera importante, surtout qu'Audacia captera 100% des résultats de cette activité.

Dans le cadre de ce nouveau plan, nous attendons donc qu'Audacia nous donne une trajectoire d'amélioration significative de la marge d'EBITDA, avec en ligne de mire 30%, niveau déjà atteint par Quantonation en 2024 d'après nos estimations et en ligne avec les standards du secteur.

Nous espérons que ces vœux pieux sont ceux qui seront développés l'année prochaine par le management, en ayant en tête également qu'Audacia pourrait être tenté de participer à la consolidation du secteur.

## 8 - Estimations IS 2025-27e : décalage d'un an du décollage des résultats

A l'issue de cette publication, nous procédons à de multiples ajustements de nos estimations 2025-26e et introduisons nos prévisions 2027. Les principaux changements portent sur :

- Le changement de comptabilisation d'Expansion en intégration proportionnelle (vs intégration globale), avec au final un impact sensible sur le CA pour les exercices 2025-26 (-2,2m€ et -3,2m€) et sur l'EBITDA (-0,7m€ et -1,0m€). Au niveau du Résultat Net Part du Groupe, l'impact est nul avec les suppressions des intérêts minoritaires afférents.
- Le décalage de 2 ans (fin 2026) et avec des ambitions revues à la baisse (*first closings* de 40m€) pour Sorbonne Venture, avec un impact de -2m€ sur 2025-26e au niveau du CA et de l'EBITDA.
- Une ambition plus prudente quant au fonds Large Venture Scale-Up Quantiques (*first closing* au S2 26 de 100m€) et par conséquent un manque à gagner de -1m€ sur le CA 2026e.
- Une contribution limitée à partir de 2026 des nouveaux Fonds Thématiques annoncés fin avril (fonds fiscal Deep Tech Grand Public notamment).
- Une contribution de l'activité ISF revue à la hausse en 2025e (4,2m€ vs 2,7m€ préc) et prolongée jusqu'en 2026, avec une contribution toutefois limitée en 2026e (0,8m€) aux mandats ISF.
- Une structure de coûts au niveau de la maison-mère Audacia légèrement revue à la hausse, bien qu'en recul en 2025 par rapport à 2024 (-0,5m€) du fait de la non-récurrence de certains coûts (régulation de TVA, coûts de marketing et de distribution, loyers).
- Un dividende, intégré au niveau du résultat financier, versé à Audacia par Quantonation, Expansion et Exergon/Calderion.

**Audacia : révisions des attentes IS de résultats 2025-27e**

	2024 réalisé	Act.	2025e Préc	Rév.	Act.	2026e Préc	Rév.	2027e Act.
AUM avt revalo.	621	913	893	+2%	1200	1217	-1%	1539
var	+195	+293	+273		+287	+324		+339
Revalorisation	85	85	85	-0%	85	85	-0%	85
var	-1	+0	+0		+0	+0		+0
<b>AUM ap. revalo.</b>	<b>705</b>	<b>998</b>	<b>978</b>	<b>+2%</b>	<b>1285</b>	<b>1302</b>	<b>-1%</b>	<b>1624</b>
var	+195	+293	+273		+287	+324		+339
CA Fonds Thématiques	7,3	9,4	14,1	-33%	15,4	23,5	-34%	20,7
var	+57%	+29%	+93%		+63%	+67%		+35%
CA Fonds ISF	5,8	4,2	2,7	+54%	0,8	0,0	ns	0,0
var	-7%	-28%	-53%		-100%	+0%		nd
<b>CA</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>	<b>16,8</b>	<b>-19%</b>	<b>16,2</b>	<b>23,5</b>	<b>-31%</b>	<b>20,7</b>
var	+20%	+4%	+29%		+19%	+40%		+28%
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>-52%</b>	<b>3,8</b>	<b>9,0</b>	<b>-58%</b>	<b>6,9</b>
<b>Marge EBITDA</b>	<b>9,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>25,3%</b>		<b>23,5%</b>	<b>38,5%</b>		<b>33,3%</b>
Amort/provisions	-1,0	-0,5	-0,1		-0,1	-0,2		-0,1
<b>EBITA</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1</b>	<b>-63%</b>	<b>3,7</b>	<b>8,9</b>	<b>-59%</b>	<b>6,8</b>
<b>Marge EBITA</b>	<b>1,7%</b>	<b>11,3%</b>	<b>24,5%</b>		<b>22,7%</b>	<b>37,8%</b>		<b>32,6%</b>
Résultat financier	0,6	0,3	-0,0		0,4	-0,0		0,7
IS	-0,2	-0,5	-1,0		-1,0	-2,2		-1,9
Minoritaires	-0,2	-0,6	-1,2		-0,9	-2,1		-1,3
<b>RN pdg ajusté*</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>-56%</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>	<b>-54%</b>	<b>4,3</b>
<b>Marge Nette</b>	<b>2,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>11,1%</b>		<b>13,1%</b>	<b>19,5%</b>		<b>20,8%</b>

\* hors éléments exceptionnels

Source : Audacia, estimations IS

Comme détaillé dans le tableau ci-dessus, il en ressort des estimations 2025-26e sensiblement réduites, notamment au niveau du CA et de l'EBITDA, et au niveau du RN ajusté part du groupe, un décalage d'un an du décollage des résultats (2026 vs 2025 préc). Du fait principalement de l'intégration proportionnelle d'Expansion, la trajectoire de résultats opérationnels à CT ne va pas suivre la croissance de l'AUM Nouveaux Fonds et le modèle financier d'Audacia va rester compliqué, malgré l'extinction de l'activité ISF en 2027 qui va nettement simplifier le modèle. L'évolution de la structure capitalistique, avec la remontée des équipes de gestion du capital (Expansion, Quantonation, Exergon/Calderion) serait un levier majeur de croissance des résultats et de simplification du modèle économique qui ne pourrait qu'être apprécié.

### 9 – Valorisation quasi-inchangée (9,8€ vs 9,6€) - ACHAT réitéré

L'approche par DCF est selon nous la seule à même de capter la dynamique de résultats des prochaines années, avec une très forte croissance des activités Fonds Thématiques et l'extinction progressive des fonds ISF. Dans cette logique, nous intégrons les hypothèses suivantes :

- Nos estimations détaillées précédemment pour la période 2025-27e.
- Au-delà de 2027, nous intégrons une collecte modeste de +137m€ par an pour arriver à un encours sous gestion de 2,0Mds€ fin 2030 et de 2,5Mds€ fin 2034. Cette approche se veut volontairement conservatrice, dans l'attente de la présentation du prochain plan MT l'année prochaine.
- Une marge d'EBITDA normative de 35%, soit un niveau proche de celui escompté par nos soins en 2027e (33,3%) et un niveau en phase avec les standards du secteur, même des plus petits acteurs qui dégagent tous une marge >30% hors contribution du carried interest. Rappelons par ailleurs que dans un passé récent (2016), Audacia a été en mesure de générer une marge d'EBITDA >40%.
- Un taux d'IS normatif de 25% correspondant au taux d'imposition en France.
- Une contribution marginale des capex, des amortissements et du BFR aux FCF du groupe. Sur le sujet du BFR, l'extinction des fonds ISF, générateur d'un BFR

structurellement négatif, a ramené le BFR à un niveau voisin de zéro fin 2024.

**Tableau de FCF 2022-34e d'Audacia**

en m€ au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Encours nouveaux fonds	197	277	474	853	1200	1539	1676	1814	1951	2 088	2 225	2 363	2 500
var	+124	+81	+196	+380	+347	+339	+137	+137	+137	+137	+137	+137	+137
Encours fonds TEPA	147	148	147	60	0	0	0	0	0	0	0	0	0
var	-101	+1	-1	-87	-60	+0	+0	+0	+0	+0	+0	+0	+0
<b>Fonds sous gestion hors reval.</b>	<b>343</b>	<b>425</b>	<b>621</b>	<b>913</b>	<b>1 200</b>	<b>1 539</b>	<b>1 676</b>	<b>1 814</b>	<b>1 951</b>	<b>2 088</b>	<b>2 225</b>	<b>2 363</b>	<b>2 500</b>
var	+23	+82	+195	+299	+287	+339	+137	+137	+137	+137	+137	+137	+137
Taux commission	2,85%	2,55%	2,10%	1,49%	1,35%	1,35%	1,37%	1,39%	1,41%	1,43%	1,46%	1,48%	1,50%
CA Nouveaux fonds	4,7	4,6	7,3	9,4	15,4	20,7	22,9	25,2	27,6	30,0	32,4	34,9	37,5
var	+185%	-1%	+57%	+29%	+63%	+34,7%	+10,7%	+9,9%	+9,3%	+8,7%	+8,2%	+7,8%	+7,4%
CA Fonds TEPA	5,1	6,2	5,8	4,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
var	-21%	+22%	-7%	-28%	-87%	-100%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%
CA	9,8	10,8	13,0	13,6	16,2	20,7	22,9	25,2	27,6	30,0	32,4	34,9	37,5
var	+20%	+10%	+20%	+4%	+16%	+28,0%	+10,7%	+9,9%	+9,3%	+8,7%	+8,2%	+7,8%	+7,4%
Opex	-9,3	-9,7	-11,9	-11,5	-12,4	-13,8	-15,2	-16,7	-18,5	-19,6	-20,8	-22,1	-22,1
var 1 an	+31,0%	+3,8%	+22,5%	-2,6%	+7,3%	+11,6%	+10,3%	+9,5%	+3,5%	+6,8%	+6,4%	+6,1%	+6,2%
Opex en % CA	-95,4%	-89,3%	-90,9%	-85,0%	-76,5%	-66,7%	-66,5%	-66,2%	-61,6%	-60,6%	-59,7%	-59,0%	-59,0%
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>	<b>12,1</b>	<b>13,1</b>
marque EBITDA ajusté	4,6%	10,7%	9,1%	15,0%	23,5%	33,3%	33,8%	34,0%	34,3%	34,3%	34,5%	34,8%	35,0%
Capex	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4
en % du CA	-0,4%	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-1,0%
Amortissements	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4
Provisions	0,1	-0,7	-0,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortissements en % du CA	0,0%	-0,8%	-1,0%	-0,5%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,4%
BFR hors Compte Courant	-2,1	+1,6	0,0	0,3	1,2	1,9	2,1	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5
BFR / CA (%)	-21,1%	-15,1%	-0,3%	2,4%	7,5%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Taux IS	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
<b>Synthèse</b>													
EBITDA ajusté	0,5	1,2	1,2	2,0	3,8	6,9	7,7	8,5	9,4	10,3	11,2	12,1	13,1
Impôts	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,5	-2,7	-3,0	-3,2
Capex	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4
Variation BFR	-2,7	-0,1	-2,4	-0,4	-0,9	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>FCF opérationnel après BFR</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>
var	ns	ns	-250%	-191%	+57%	+132%	+25%	+11%	+10%	+10%	+9%	+10%	+7%
Coef d'actualisation	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0			
<b>FCF opérationnel actualisé</b>				<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>

Source : Audacia, estimations IS

Afin d'actualiser notre FCF, nous retenons un WACC de 11,44% basé sur les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 3,07%, correspondant à notre taux synthétique européen (pondération des taux d'Etat 10 ans en fonction du poids des pays dans l'Euro Stoxx).
- Une prime de risque de 3,74%, calculée comme la différence entre l'inverse du PE prospectif de l'Euro Stoxx et le coût sans risque.
- Un bêta de 1,25x, dans la fourchette haute des bêtas statistiques de notre échantillon de sociétés de gestion européennes de Private Equity.
- 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€.
- Un levier financier nul.

En intégrant une croissance LT, la Valeur d'Entreprise (VE) actualisée d'Audacia ressort à 61,8m€, dont 32,4m€ pour la valeur terminale. Il convient néanmoins de procéder à plusieurs ajustements significatifs pour arriver à la Valorisation des Titres (VT) :

- La prise en compte des intérêts minoritaires au sein des sociétés de gestion Quantonation, Exergon/Calderion et Sorbonne Ventures (les minoritaires d'Expansion ne sont plus pris en compte après la consolidation par intégration proportionnelle). Pour ce faire, nous déduisons 34% de la VE obtenue par DCF, ratio qui correspond à la moyenne pondérée des intérêts minoritaires en fonction de la contribution à l'AUM (32%) et au CA (36%) en 2026e. Les minoritaires sont ainsi valorisés à -22,3m€.
- La Trésorerie Nette à fin 2024 (3,5m€), ainsi que le compte courant reconnu à l'actif (0,3m€) et la valeur comptable des participations (9,7m€). En cumulé, ces 3 éléments représentent à eux-seuls les 2 tiers de valorisation actuelle d'Audacia.
- Le cash-in généré par l'exercice des BSPCE (+4,8m€), considérant que ces derniers dont le prix d'exercice est de 6,73€ sont largement dans la monnaie au regard de notre objectif de cours.

Détail de la valorisation par DCF

Valorisation	FCF		
	growth	en m€	€/action
Flux 2025-34e		29,4	5,0
Valeur terminale	1,5%	32,4	5,5
<b>Valeur entreprise Totale</b>		<b>61,8</b>	<b>10,5</b>
Trésorerie Nette fin 2024		3,5	0,6
Compte courant fin 2024		0,3	0,0
Valeur au bilan participations fin 2024		9,7	1,6
Cash-in BSPCE		4,8	0,8
<b>= Valeur avt minoritaires</b>		<b>80,0</b>	<b>13,6</b>
Valo minoritaires		-22,3	(3,8)
<b>= Valeur théorique de l'action</b>		<b>57,7</b>	<b>9,8</b>

Source : estimations IS

Après prise en compte de l'ensemble de ces éléments, notre VT d'Audacia ressort à **57,7m€, soit 9,8€ par action (vs 9,6€ préc)** sur la base d'un nombre d'actions diluées de **5,88m (4,976m en circulation + 0,195m liés aux actions gratuites et 0,71m liés aux BSPCE)**. Il est à noter que nous n'intégrons pas dans notre OC actuel la revalorisation des actifs financiers (+11,2m€, soit +1,9€/action) sur la base des informations communiquées par la société à fin 2024, considérant qu'il est prématuré de l'intégrer dans la mesure où sa matérialisation sera longue à se concrétiser (2027 au plus tôt).

## THÈSE D'INVESTISSEMENT

Spécialisée à sa création sur les investissements ISF-TEPA (715m€ investis entre 2008 et 2017), Audacia a dû 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, new space, transition énergétique, coliving...). Audacia souhaite devenir une plateforme d'investissement et de co-création de fonds spécialisés. La société se fixe pour objectif un AUM de 1Md€ d'ici 2025. Un objectif que le groupe est bien parti pour atteindre au regard d'un AUM de 705m€ à fin 2024.

## ANALYSE SWOT

### FORCES

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

### OPPORTUNITES

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

### FAIBLESSES

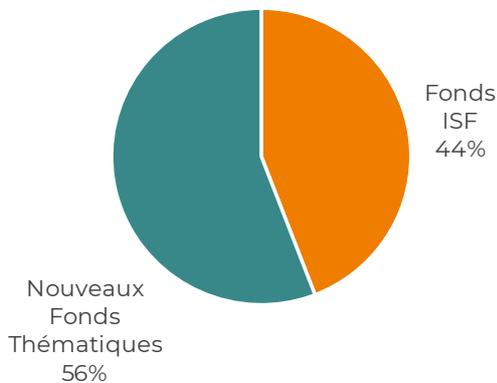
- ❑ Taille limitée dans un univers en consolidation

### MENACES

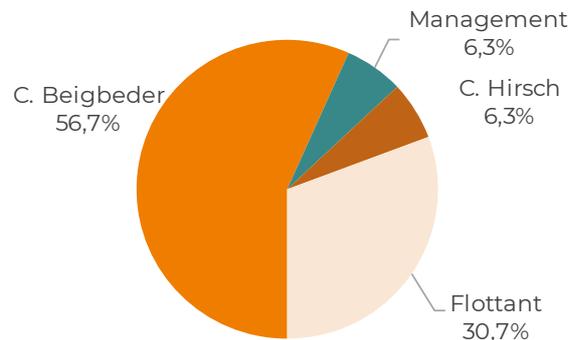
- ❑ Concentration du marché aux mains des géants
- ❑ Difficultés à lever des fonds dans un contexte plus compliqué depuis mi-2022

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

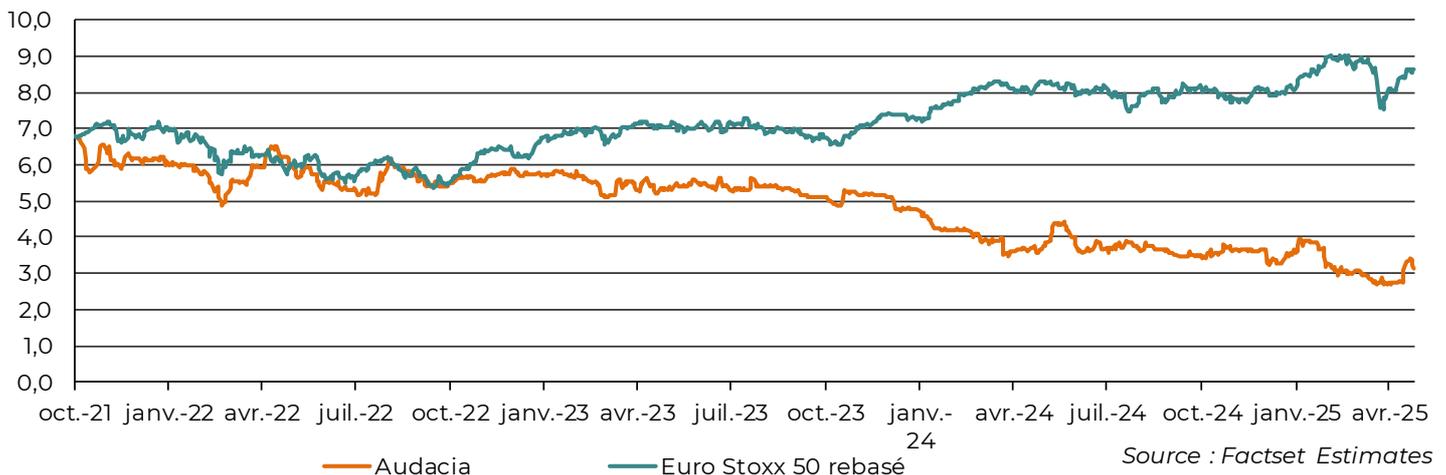
### REPARTITION DU CA 2024



### ACTIONNARIAT



## ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



## 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 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	Cours à date	Potentiel vs Objectif
Audacia	Maxime Dubreil	11-juil.-24	ACHAT	9,6	3,7	+162%

## 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 financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois.	Non
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).	Non
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	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 Règlementation. 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@all-invest.com](mailto:maguillen@all-invest.com)

**Jean-Emmanuel Vernay**  
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82  
[jevernay@all-invest.com](mailto:jevernay@all-invest.com)

**Pascal Hadjedj**  
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 61  
[phadjedj@all-invest.com](mailto:phadjedj@all-invest.com)

## BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

**Maxime Dubreil**  
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98  
[mdubreil@all-invest.com](mailto:mdubreil@all-invest.com)

**Jamila El Bougrini**  
Analyste Biotech

+33 1 44 88 88 09  
[jelbougrini@all-invest.com](mailto:jelbougrini@all-invest.com)

**Benoît Faure-Jarrosion**  
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25  
[bfaure-jarrosion@all-invest.com](mailto:bfaure-jarrosion@all-invest.com)

**Claire Meilland**  
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34  
[cmeilland@all-invest.com](mailto:cmeilland@all-invest.com)

**Thibaut Voglimacci**  
Analyste Medtechs / Biotech

+33 1 44 88 77 95  
[tvoglimacci@all-invest.com](mailto:tvoglimacci@all-invest.com)

## SALLE DE MARCHÉ

**Pascal Hadjedj**  
Responsable Vente Primaire

+33 1 55 35 55 61  
[phadjedj@all-invest.com](mailto:phadjedj@all-invest.com)

**Anne Bellavoine**  
Senior Advisor

+33 1 55 35 55 75  
[abellavoine@all-invest.com](mailto:abellavoine@all-invest.com)

**Eric Constant**  
Négociation

+33 1 55 35 55 64  
[econstant@all-invest.com](mailto:econstant@all-invest.com)

**Jean-Philippe Coulon**  
Négociation

+33 1 55 35 55 64  
[jpcoulon@all-invest.com](mailto:jpcoulon@all-invest.com)

**Edouard Lucas**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74  
[elucas@all-invest.com](mailto:elucas@all-invest.com)

**Ralph Olmos**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72  
[rolmos@all-invest.com](mailto:rolmos@all-invest.com)

**Kaspar Stuart**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65  
[kstuart@all-invest.com](mailto:kstuart@all-invest.com)

## SERVICES AUX ÉMETTEURS

**Thierry Roussilhe**  
Responsable

+33 1 55 35 55 66  
[troussilhe@all-invest.com](mailto:troussilhe@all-invest.com)

**Fabien Huet**  
Contrat Liquidité

+33 1 55 35 55 60  
[fhuet@all-invest.com](mailto:fhuet@all-invest.com)