

ETUDE D'ACTUALISATION

QUANTONATION COMME PRINCIPAL LEVIER DE VALEUR CT

Dans un contexte sectoriel compliqué, Audacia parvient à tirer son épingle du jeu grâce au succès de Quantonation dans le quantique. Pour les autres fonds thématiques, le contexte est plus compliqué, ce qui repousse les levées de fonds (décalage de quelques mois de la guidance de 1Md€ d'AUM) et pénalise les résultats, d'autant que le groupe supporte les *start-ups costs*. Ceci explique des résultats 2025 en deçà de nos attentes et des estimations 2026-27e réduites. Si la séquence d'amélioration des résultats est décalée plus ou moins d'un an, la création de valeur liée à l'investissement en direct dans les fonds et au *carried interest* se renforce et se rapproche (2028), ce qui justifie le maintien de notre opinion ACHAT, avec un OC légèrement ajusté (8,8€ vs 9€) qui n'intègre pas encore à ce stade la captation pour les actionnaires de la revalorisation et du *carried interest*.

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

Document achevé de
rédiger le 26/05/2026 07:14

Document publié le
26/05/2026 07:14

2025 marqué par le succès de Quantonation

Audacia affiche un AUM à fin 2025 de 882m€ (+25% sur 1 an), porté par 138m€ de levées (dont >90m€ pour Quantonation 2) et une revalorisation de 93m€. Après le *final closing* de Quantonation 2 (220m€), l'AUM atteint 932m€ fin février. En 10 ans, l'AUM a été multiplié par 1,7x, les fonds thématiques représentant désormais 89% (vs 3% en 2018). Ce constat favorable au niveau de l'AUM est plus contrasté au niveau des résultats toujours aussi difficiles à interpréter. Le CA 2025 progresse de +18,5% à 15,5m€ vs 15,4m€ att, grâce à la forte croissance de Quantonation (+62% à 6,2m€). En revanche, les résultats ressortent nettement inférieurs à nos attentes : EBITDA ajusté norme IS à 0,7m€ (-43%) vs 2,1m€ att et RN pdg à 0,3m€ (-62%) vs 0,8m€ att. Les coûts de lancement des nouveaux fonds ont pesé sur la rentabilité avec le décalage des levées, tandis que les résultats minoritaires ont fortement augmenté avec les succès de Quantonation et d'Expansion.

Pour autant, la situation financière est meilleure que prévu (Trésorerie Nette 2025 de 5,0m€ vs 4,6m€ att) grâce notamment au bon recouvrement des créances ISF. Cette dernière a été sensiblement renforcée début 2026 après l'AK avec DPS de 8m€.

Environnement plus compliqué hors Quantonation, le *carried* approche

Malgré un AUM dépassant 900m€ début 2026 grâce au final closing de Quantonation 2, l'objectif de 1Md€ est repoussé de quelques mois (fin 2026 vs S1 26) malgré 7 commercialisations en cours, en lien avec (i) le contexte de marché plus concurrentiel et (ii) la reprise différée de l'activité de dette privée tourisme. Les nouveaux fonds ne devraient pas contribuer significativement aux résultats 2026, tandis que les revenus ISF reculeront de -60% avec l'extinction des holdings ISF. Nos prévisions de levées (nettes des restitutions) ont été réduites : +133m€ en 2026 (vs +194m€ préc) et +268m€ en 2027 (contre +383m€ préc). Cet élément, combiné au maintien des *startup costs* chez Audacia, engendre une forte révision à la baisse de nos attentes 2026-27e.

Pour autant, après les annonces autour de Pasqal et l'actualité sur le quantique, Audacia est désormais quasi-certain de percevoir à partir de 2028 (i) la revalorisation de ses investissements directs et (ii) du *carried interest* sur Quantonation 1 (Pasqal pourrait à lui seul représenter 9m€ à 11m€ à remettre en perspective avec une capitalisation de 28m€).

.../...

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

en €/action	2026e	2027e	2028e
BPA ajusté	-0,19	0,16	0,33
var. 1 an	n.s.	n.s.	+104,4%
Révisions	-190,6%	-59,8%	n.s.

au 31/12	2026e	2027e	2028e
PE	n.s.	24,1x	11,8x
VE/CA	1,77x	1,30x	0,93x
VE/EBITDA ajusté	100,5x	7,4x	3,6x
VE/EBITA ajusté	102,1x	7,7x	3,7x
FCF yield*	0,2%	9,5%	19,9%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF avant BFR rapporté à la VE

Informations clés		
Cours de clôture du	25/05/2026	3,88
Nb d'actions (m)		7,09
Capitalisation (m€)		27,5
Capi. flottante (m€)		8,1
ISIN		FR00140059B5
Ticker		ALAUD-FR
Secteur DJ		Finance

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-1,5%	-1,0%	-20,6%
Variation relative	-7,4%	-6,4%	-27,5%

Source : Factset, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
BPA publié	0,89	0,06	0,06	0,14	0,05	-0,21	0,18	0,36
BPA ajusté dilué	0,20	0,05	0,07	0,06	0,02	-0,19	0,16	0,33
var.	-26,0%	-73,5%	+22,3%	-1,6%	-71,1%	n.s.	n.s.	+104,4%
BPA du consensus	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Ecart /consensus	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pay-out ratio	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF opérationnel net IS après BFR	-0,16	-0,51	0,18	-0,27	-0,07	0,23	0,26	0,57
Actif Net Comptable	3,14	2,64	2,69	2,77	2,73	2,99	3,22	3,70

Ratios de valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
P/E	30,7x	106,2x	81,8x	59,5x	179,1x	n.s.	24,1x	11,8x
P/AN	2,0x	2,2x	2,0x	1,4x	1,2x	1,3x	1,2x	1,0x
VE/CA	1,13x	2,33x	2,00x	1,19x	1,12x	1,77x	1,30x	0,93x
VE/EBITDA ajusté	9,1x	50,5x	18,7x	13,3x	25,7x	100,5x	7,4x	3,6x
VE/EBITA ajusté	7,0x	47,8x	65,0x	71,8x	10,4x	102,1x	7,7x	3,7x
FCF yield op. avt BFR	6,7%	1,3%	4,7%	6,6%	0,9%	0,2%	9,5%	19,9%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	4,0%	n.s.	n.s.	5,6%	7,2%	19,5%
Rendement du dividende	23,8%	n.s.	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€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre moyen d'actions retenu (m)	3,93	4,75	4,75	4,87	5,05	6,93	7,09	7,09
Cours en €	6,20	5,69	5,36	3,83	3,34	3,88	3,88	3,88
Capitalisation	24,4	27,1	25,5	18,7	16,8	26,9	27,5	27,5
Dette Nette	-7,2	-3,2	-3,2	-3,5	-5,0	-15,4	-18,4	-23,6
Valeur des minoritaires	0,0	10,3	10,3	10,3	15,0	26,3	26,3	26,3
Provisions/ quasi-dettes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Immobilisations financières	-7,9	-11,3	-11,0	-10,0	-9,6	-9,6	-9,6	-9,6
+/-corrections	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	9,2	22,8	21,6	15,6	17,2	28,2	25,8	20,6

NB : Cours moyen annuel pour les exercices terminés

Ratios financiers (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
EBITDA ajusté/CA	12,5%	4,6%	10,7%	9,0%	4,3%	1,8%	17,5%	25,8%
EBITA ajusté/CA	16,3%	4,9%	3,1%	1,7%	10,7%	1,7%	16,9%	25,1%
Taux d'imposition	-26,2%	-21,4%	-42,6%	20,5%	-15,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
RN ajusté/CA	11,9%	3,1%	3,6%	2,9%	0,7%	n.s.	6,3%	11,6%
Conversion de l'EBITDA en FCF	-61,6%	-537,7%	75,6%	-113,1%	-53,5%	566,5%	53,0%	70,4%
Capex/CA	-0,5%	-0,4%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,9%	-1,0%	-0,9%
BFR /CA	-23,6%	-14,4%	-11,7%	1,7%	7,5%	-1,7%	1,6%	1,9%
DSO (en jours de CA)	-86	-53	-43	6	27	-6	6	7
ROCE	25,8%	5,0%	3,4%	2,0%	15,1%	2,9%	32,7%	53,2%
ROCE hors incorporels	25,8%	6,6%	4,5%	2,6%	19,0%	3,8%	41,9%	67,8%
ROE ajusté	7,8%	2,4%	3,1%	2,8%	0,8%	n.s.	5,5%	9,8%
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA ajusté (en x)	-7,1x	-7,2x	-2,7x	-2,9x	-7,5x	-54,8x	-5,3x	-4,1x
Ratio couverture des frais financiers	78,1x	6,5x	2,9x	2,0x	5,3x	0,6x	8,7x	11,4x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Compte de résultat (m€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
CA	8,1	9,8	10,8	13,0	15,5	15,9	19,9	22,1
<i>croissance organique</i>	-24,7%	+20,2%	+10,9%	+20,4%	+18,5%	+2,9%	+25,2%	+11,1%
<i>var.</i>	-24,7%	+20,2%	+10,9%	+20,4%	+18,5%	+2,9%	+25,2%	+11,1%
EBITDA ajusté	1,0	0,5	1,2	1,2	0,7	0,3	3,5	5,7
<i>var.</i>	-74,7%	-55,4%	+155,5%	+1,4%	-42,8%	n.s.	n.s.	+63,3%
Amortissements ajustés	0,3	0,0	-0,8	-1,0	1,0	0,0	-0,1	-0,1
EBITA ajusté	1,3	0,5	0,3	0,2	1,7	0,3	3,4	5,6
<i>var.</i>	-27,5%	-64,0%	-30,3%	n.s.	ns	n.s.	n.s.	+65,0%
Eléments exceptionnels	3,4	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,7	0,5	0,7	0,2	1,7	0,3	3,4	5,6
<i>var.</i>	+192,1%	-89,8%	+36,7%	n.s.	ns	n.s.	n.s.	+65,0%
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,4	0,6	0,1	0,4	0,4	0,5
Résultat avant impôt	4,7	0,4	0,3	0,8	1,8	0,7	3,8	6,1
<i>var.</i>	+219,5%	-91,2%	-36,6%	n.s.	ns	-59,7%	+425,7%	+60,8%
IS	-1,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,9	-1,5
SME + Minoritaires	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-1,3	-2,0	-1,6	-2,0
RN pdg publié	3,5	0,3	0,3	0,7	0,3	-1,5	1,3	2,6
<i>var.</i>	+223,4%	-92,1%	-4,3%	n.s.	ns	n.s.	n.s.	+104,4%
RN pdg ajusté	1,0	0,3	0,4	0,4	0,1	-1,5	1,3	2,6
<i>var.</i>	-21,5%	-68,9%	+31,5%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+104,4%

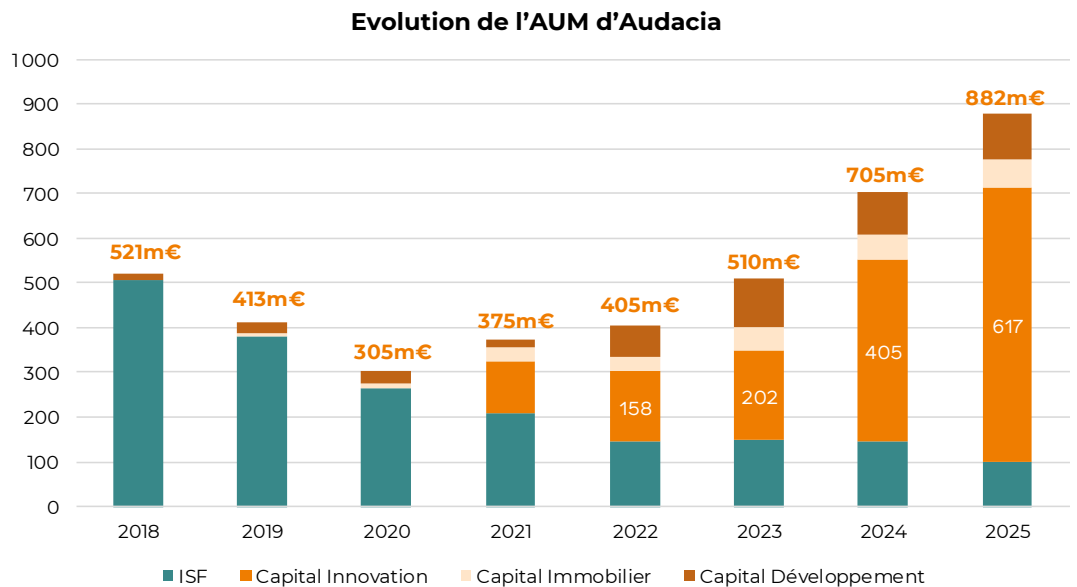
Tableau de flux de trésorerie (m€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
EBITDA ajusté	1,0	0,5	1,2	1,2	0,7	0,3	3,5	5,7
IS théorique / EBITA ajusté	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,8	-1,4
Capex	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
FCF opérationnel net IS avt BFR	0,6	0,3	1,0	1,0	0,2	0,1	2,4	4,1
Variation BFR	-1,2	-2,7	-0,1	-2,4	-0,5	1,5	-0,6	-0,1
FCF opérationnel net IS après BFR	-0,6	-2,4	0,9	-1,3	-0,4	1,6	1,8	4,0
Acquisitions/cessions	14,3	-2,0	-0,9	0,6	1,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	6,4	0,0	0,0	0,3	0,3	7,8	0,0	0,0
Dividendes versés nets	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,9	0,8
Autres dont correction IS	-0,8	0,5	-0,1	0,7	0,6	0,3	0,3	0,4
Variation nette de trésorerie	13,9	-4,0	-0,1	0,3	1,6	10,4	3,0	5,2

Bilan économique simplifié (m€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs immobilisés	7,1	11,0	11,2	10,4	9,8	9,9	10,0	10,0
- dont incorporels/GW	0,0	2,3	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
- dont actifs corporels	7,1	8,6	8,7	8,0	7,5	7,6	7,6	7,7
BFR	-1,9	-1,4	-1,3	0,2	1,2	-0,3	0,3	0,4
- dt créances clients	9,6	8,4	8,3	8,8	10,5	6,9	5,3	5,6
- dt dettes fournisseurs	8,1	6,5	5,6	4,7	3,9	3,6	3,4	3,6
Capitaux Propres groupe	12,4	12,5	12,8	13,5	13,8	20,7	22,8	26,2
Minoritaires	0,0	0,2	0,2	0,6	2,2	4,2	5,8	7,7
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Dettes fi. nette	-7,2	-3,2	-3,2	-3,5	-5,0	-15,4	-18,4	-23,6
- dt dette financière brute	2,0	1,3	0,6	1,0	1,0	0,1	0,1	0,1
- dt trésorerie brute	9,2	4,5	3,8	4,5	6,0	15,4	18,5	23,7

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

882m€ d'AUM à fin 2025 et 932m€ à fin février

L'AUM (Asset Under Management) après prise en compte des revalorisations, s'établit à 882m€ à fin 2025, en hausse de +25% sur 1 an. Outre une revalorisation de +93m€ (qui n'a pas d'impact sur les frais de gestion), l'AUM a bénéficié sur l'année écoulée des levées pour 138m€ (dont plus de 90m€ pour Quantonation 2) qui ont plus que compensé les restitutions de -54m€ (dont -48m€ pour l'activité ISF). Avec le final closing de Quantonation 2 (220m€) annoncé mi-février, l'AUM d'Audacia atteint désormais 932m€.



En l'espace de 10 ans, Audacia a vu son AUM être multiplié par 1,7x, traduisant un pivot réussi vers les nouveaux fonds thématiques qui représentent désormais 89% de l'AUM global vs 3% en 2018. Ce pivot traduit avant tout le succès de Quantonation (325m€ levés à date, hors prise en compte des revalorisations) et dans une moindre mesure d'Expansion (137m€). Reste désormais à transformer l'essai sur les autres fonds thématiques pour valider définitivement la stratégie, que ce soit dans le Capital-Développement (Obligations Tourisme, Fonds Défense et fonds de partage), le Capital Innovation (Nouveau Nucléaire, Décarbonation et fonds Deep Tech Grand Public) ou le Capital Immobilier (coliving, ingénierie immobilière).

Résultats 2025 toujours compliqués à lire

Depuis l'IPO, les résultats sont compliqués à lire, car ils intègrent la décroissance programmée de l'activité ISF, les revenus de rattrapage (*one-offs*) à l'occasion des *finals closings* des fonds, les éventuelles provisions sur les revenus reconnus par l'activité ISF. Cette année, 2 éléments viennent complexifier la lecture : (i) le changement de consolidation (globale vs proportionnelle) d'Expansion et (ii) un retraitement de -0,3m€ sur les refacturations de *start-ups costs* d'Expansion perçus en 2024.

Avec le poids important des minoritaires chez Expansion (80%) et Quantonation (55%), ainsi que la contribution au niveau du résultat financier des produits de cession et dividende, il est plus que jamais important de se concentrer sur le RN part du groupe pour analyser les performances d'Audacia.

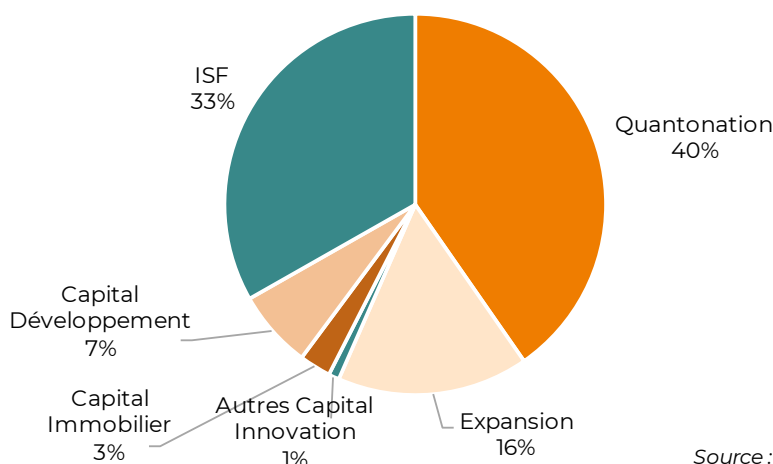
Forte croissance du CA, traduisant le succès de Quantonation

Si l'on doit résumer, 2025 marque une nouvelle fois le succès de Quantonation quand les performances des autres activités sont moins reluisantes.

Après prise en compte de -0,3m€ de retraitements sur les *start-ups costs* d'Expansion perçus en 2024, le CA 2025 ressort finalement à 15,5m€ (+18,5%) vs 15,4m€ publiés le 25 février et 15,4m€ attendus par IS. Il se décompose en 5,1m€ (-11%) de CA ISF, en ligne avec notre attente, et 10,3m€ (+42%) de CA Fonds Thématiques vs 10,2m€ att. Ce dernier se décompose lui-même en :

- 6,2m€ de CA Quantonation vs 6,2m€ att, en très forte croissance (+62%) grâce au succès de la levée de Quantonation 2 qui a généré des revenus exceptionnels de rattrapage pour 1,5m€.
- 2,5m€ de CA Expansion (+34%) vs 2,4m€ att, en précisant que la méthode de consolidation a changé (intégration globale vs intégration proportionnelle à 20%) et que le CA 2024 intégrait pour 1,5m€ de refacturation de start-ups cost portés par Audacia sur la période 2022-24.
- 1,0m€ de CA Capital Développement, en légère diminution (-9%) avec les baisses des commissions de gestion sur Constellation 2.
- 0,4m€ de CA Capital Immobilier, stable en l'absence de nouveau projet significatif.

Répartition du CA 2025 d'Audacia



Source : Audacia

Explosion des intérêts minoritaires avec le succès de Quantonation

En données ajustées IS, l'EBITDA 2025 ressort à 0,67m€ (-43%) vs 2,12m€ attendus, l'EBITA à 1,65m€ (0,22m€ en 2024) vs 1,92m€ att, les intérêts minoritaires à -1,25m€ (-0,22m€ en 2024) vs -0,95m€ att et le RN part du groupe à 0,26m€ (0,68m€ en 2024) vs 0,77m€ att. Les résultats 2025 sont par conséquent assez nettement inférieurs à nos attentes, traduisant :

- Une structure de coûts de la maison-mère plus importante que prévu (-9,1m€ vs -8,6m€ att) , en rappelant que c'est cette dernière qui supporte les coûts de démarrage des fonds thématiques (Exergon, Calderion, Stration, Tourisme-Loisirs...). Le retard pris par les nouveaux fonds a donc pesé sur la rentabilité de la maison-mère qui affiche un EBITDA 2025 de -1,86m€ (+1,28m€ en 2024).
- Le succès de Quantonation avec une marge d'EBITDA qui atteint 36% en 2025, soit un EBITDA de 2,25m€ ! Les très forts résultats de Quantonation expliquent l'explosion des intérêts minoritaires (-1,06m€ vs -0,23m€ en 2024 et -0,95m€ att).

- L'atteinte d'une solide rentabilité pour Expansion (marge d'EBITDA de 15%), avec à la clé des intérêts minoritaires de -0,25m€ (intégration proportionnelle en 2024).
- Une bonne gestion du recouvrement de l'activité ISF qui se traduit par un solde positif des reprises sur provisions (+1,067m€ vs -0,87m€ en 2024 et -0,1m€ att)

S'il s'agit factuellement d'une déception, il convient de la relativiser au regard : (i) de la situation bilantielle à fin 2025 (cf. ci-après) et (ii) de la rentabilité atteinte par les filiales qui permet de se faire une idée assez précise du potentiel de rentabilité normative du groupe une fois tous les fonds thématiques lancés.

Compte de résultats d'Audacia : réalisations vs attentes

au 31/12	2024 réalisé		2025 réalisé		Attentes IS 2025	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
CA Nouveau Fonds	7,29	56%	10,32	67%	10,24	67%
var	+57%		+42%		+119%	
CA Fonds ISF	5,76	44%	5,14	33%	5,14	33%
var	-7%		-11%		+1%	
CA Total	13,05	100%	15,46	100%	15,38	100%
var	+20%				+57%	
Charges de personnel	-7,52	-57,7%	-9,73	-62,9%	-9,60	-62,4%
Autres Opex	-4,35	-33,3%	-5,06	-32,7%	-3,65	-23,8%
Total Opex	-11,87	-91,0%	-14,79	-95,7%	-13,25	-86,2%
var	+23%		+25%		+42%	
EBITDA	1,17	9,0%	0,67	4,3%	2,13	13,8%
var	+1%		-43%		+371%	
Amortissements	-0,08	-0,6%	-0,08	-0,5%	-0,10	-0,7%
Provisions nets des reprises	-0,87	-6,7%	1,07	6,9%	-0,10	-0,7%
EBITA	0,22	1,7%	1,65	10,7%	1,93	12,5%
var	-35%				+304%	
Eléments exceptionnels	-0,04	-0,3%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
EBIT	0,17	1,3%	1,65	10,7%	1,93	12,5%
var	-74%				+297%	
Résultat financier	0,58		0,13		0,36	
Résultat avant impôt	0,75	5,8%	1,78	11,5%	2,28	14,8%
var			+137%		+449%	
IS (m€/ % RCAI)	0,15	20,5%	-0,27	-15,0%	-0,57	-25,0%
Minoritaires	-0,22	-1,7%	-1,25	-8,1%	-0,95	-6,2%
RN pdg publié	0,68	5,2%	0,26	1,7%	0,76	4,9%
var	+158%		-62%		+177%	

Source : Audacia, estimations IS

Situation bilantielle solide à fin 2025, avant même l'AK de début 2026

A fin 2025, Audacia affiche une Trésorerie Nette de 5,02m€ (+1,57m€ sur 1 an) vs 4,63m€ att. Malgré un EBITDA inférieur à nos attentes, le groupe est parvenu à renforcer sa situation de trésorerie, grâce notamment à la bonne gestion de l'encaissement sur l'activité ISF et à des produits de cessions.

Tableau de flux de trésorerie d'Audacia : réalisations vs attentes

au 31/12	2024 réalisé		2025 réalisé		Attentes IS 2025	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
EBITDA	1,17	9,0%	0,67	4,3%	2,13	13,8%
IS théorique	-0,05	-25,0%	-0,41	0,0%	-0,48	-25,0%
Capex	-0,08	-0,6%	-0,10	-0,6%	-0,10	-0,7%
FCF opérationnel avt BFR	1,03	7,9%	0,16	1,0%	1,55	10,1%
Variation BFR	-2,36	-18,1%	-0,52	-3,3%	-0,60	-3,9%
FCF opérationnel ap BFR	-1,33	-10,2%	-0,36	-2,3%	0,95	6,2%
Acquisitions	0,62	4,8%	1,04	6,7%	0,00	0,0%
Variation capital	0,34	2,6%	0,27	1,7%	0,00	0,0%
Dividendes	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Autres	0,66	5,0%	0,61	4,0%	0,23	1,5%
Variation DN	0,30	2,3%	1,57	10,1%	1,18	7,7%
Trésorerie Nette	-3,45		-5,02		-4,63	
var	-0,29		-1,57		-1,18	

Source : Audacia, estimations IS

Le FCF opérationnel 2025 norme IS s'établit à -0,36m€ (-1,33m€ en 2024) vs +0,95m€ att, l'écart au niveau de l'EBITDA (-1,46m€) se retrouvant au niveau du FCF (-1,30m€). La variation de BFR est en effet en ligne (-0,52m€ vs -0,60m€ att), traduisant une solide exécution dans le recouvrement des créances ISF. Audacia a par ailleurs cédé pour +0,43m€ de participation et a bénéficié d'un effet périmètre lié au changement de consolidation d'Expansion pour +0,71m€.

En donnée sociales, Audacia affiche une Trésorerie Nette de 2,26m€, en diminution de seulement -0,72m€ malgré un EBITDA de -2,05m€, grâce à une sensible amélioration (+1,25m€) du BFR nette des provisions.

Rappelons enfin qu'Audacia a levé 8,0m€ début 2026 dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du DPS réalisée au prix de 4,05€, ce qui renforce la Trésorerie Nette et financera le prochain plan de développement.

ANR norme société en progression de +16% sur 1 an

Le groupe communique sur un ANR de 28,6m€ à fin 2025, en progression de +16% sur 1 an grâce aux premières grandes revalorisations, principalement via le tour de série C de Pasqal. Audacia précise que le Capital Innovation représente 74% de l'ANR fin 2025 vs 55% fin 2024. L'ANR représente ainsi 5,59€ par action, contre 4,96€ fin 2024, à comparer à un cours actuel de 3,88€.

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

en m€	2024			2025		
	ANC reconstitué	ANR société	Revalorisation	ANC reconstitué	ANR société	Revalorisation
Capital Innovation	6,1	13,7	+7,6	3,2	21,2	+17,9
Capital Immobilier	0,7	0,7	+0,0	0,6	0,6	+0,0
Capital Développement	1,8	1,7	-0,1	1,7	1,7	+0,0
Autres participations	1,8	6,1	+4,3	1,6	3,9	+2,3
Participations financières	10,32	22,2	+11,9	7,1	27,3	+20,2
Autres dont trésorerie nette	3,1	2,5	-0,6	1,8	1,3	-0,5
Total en m€	13,4	24,7	+11,3	13,31	28,6	+19,7
en €/action	2,70	4,96	+2,3	2,60	5,59	+3,0

source : Audacia, estimations IS

La société n'a jamais détaillé publiquement les modalités de son calcul de son ANR, mais nous comprenons de notre discussion avec le management qu'il procède à une revalorisation ligne par ligne de ses participations (dont ces participations dans les sociétés de gestion), comme le fait classiquement un holding. L'approche vise donc à réévaluer les capitaux propres sociaux d'Audacia en tenant compte des provisions éventuelles et/ou des plus-values potentielles latentes, nettes d'IS.

L'exercice est intéressant, mais il ne reflète pas véritablement la stratégie d'une société de gestion intégrée classique (Antin, Eurazeo, Wendel...) qui capte ses revenus des commissions de gestion, du *carried interest* et de son investissement dans ses propres fonds. Il permet néanmoins de se faire une idée de la revalorisation des investissements dans ses propres fonds et de l'impact à venir du *carried interest*. Il n'est en revanche pas correct d'ajouter la revalorisation (+19,7m€) à la valorisation obtenue par DCF pour les différentes sociétés de gestion, dans la mesure où cela reviendrait à faire une double comptabilisation de la valorisation de Quantonation et d'Expansion.

Une valeur cachée au bilan qui devrait commencer à se révéler en 2028

Le 4 mars dernier, Pasqal, une des principales participations de Quantonation, annonçait 2 opérations de financement qui démontre son fort potentiel de revalorisation. La 1^{ère} transaction consiste en un tour privé de 170m€ (200m\$) qui valorisait Pasqal à 1,5Md€ post money (1,3Md€ pre-money). La 2^{ème} opération consiste en la fusion de Pasqal avec le SPAC Bleichroeder pour une valorisation post money de

1,7Md€ (2Mds\$). La fusion devrait intervenir à l'été 2026, suivie ultérieurement d'une IPO à Paris. Le nouvel ensemble devrait ainsi capitaliser 2,6Mds\$ et disposer de plus de 600m\$ de trésorerie.

Audacia ne participera à aucune des 2 opérations (Quantonation 1 est contraint par sa diversification et Quantonation 2 ne peut pas suivre des opérations de Quantonation 1) et se fera par conséquent diluer. Quantonation 1 a pour ambition de commencer à céder ses titres sur 2027, pour une sortie totale en 2028.

Le *carried interest* n'est pas perçu ligne par ligne, mais sur la totalité du portefeuille et s'enclenche à partir d'un ratio de 1,25x (hurdle). Cela veut dire que Quantonation 1 doit rendre à ses investisseurs 114m€ (1,25x de 91m€ levés) avant de prélever son *carried* (20%) et sur ce dernier, 35% reviendra à Audacia de manière directe et indirecte. Si l'on veut néanmoins faire l'exercice théorique uniquement sur Pasqal, Audacia, via Quantonation 1, a investi 14,9m€. Le multiple va osciller entre 10x (valorisation lors de la 1^{ère} levée) et 12x (valorisation lors de la 2^{ème} levée), soit une valeur de la participation qui atteindrait 143m€ à 173m€. La plus-value serait donc comprise entre 124m€ et 154m€ et la quote-part de *carried* (35% de 20%) pour Audacia compris entre 9m€ et 11m€ après prise en compte du hurdle !

Estimation du *carried interest* sur Pasqal pour Quantonation 1

	Scénario bas	Scénario haut
Montant investi dans Pasqal (m€)	14,9	14,9
Mutiple de revalorisation	10x	12x
Valeur actuelle participation Pasqal (m€)	143,0	172,8
Plus-values après hurdle	124,4	154,2
Carried interest (%)	20%	20%
Carried interest (m€)	24,9	30,8
Quote-part carried pour Audacia (%)	35%	35%
Quote-part carried pour Audacia (m€)	8,7	10,8

Source : estimations Invest Securities

En conclusion, la cession de la participation dans Pasqal va sécuriser plus de 100% du *hurdle* de Quantonation 1. Ceci rend l'existence d'un *carried* sur Quantonation 1 certain, d'autant que plusieurs autres participations sont susceptibles d'être également très sensiblement revalorisées, au regard de l'actualité récente (investissement US de 2Mds\$ annoncés jeudi dernier et 1Md€ annoncés vendredi par Emmanuel Macron). Au regard des annonces publiques de levées de fonds à venir et des ambitions de développement affichés par certains, nous estimons que parmi la quarantaine de participations de Quantonation, plusieurs (Multiverse, Quandela et Qubit Pharmaceuticals notamment) sont en mesure de bénéficier de sensibles revalorisations à CT. Les 1ers encaissements liés au *carried interest* sur Quantonation 1 sont susceptibles d'être perçus par Audacia fin 2028, ce qui permettra de crédibiliser l'ANR publié par la société et de percevoir les 1ers effets concrets de la valeur cachée des actifs.

Perspectives : un exercice 2026 de transition

A l'occasion de la publication des résultats 2025 fin avril, le management a réitéré son objectif de 1Md€, en se montrant toutefois plus vague sur l'horizon (2026 vs fin S1 26 préc). Si la société a dépassé les 900m€ début février avec le *final closing* de Quantonation 2, les 80m€ supplémentaires nécessaires pour atteindre l'objectif sont plus longs à finaliser, malgré les nombreux projets en cours (cf ci-après). Cela tient à un environnement de marché plus complexe et concurrentiel et surtout de notre compréhension, une reprise plus longue que prévu à se matérialiser de l'activité de dette privée autour du métier du tourisme.

Ces nouveaux fonds ne devraient donc pas contribuer aux résultats 2026, tandis que l'activité ISF verra ses revenus se contracter comme prévu des 2 tiers avec la fin des holdings ISF (seuls subsisteront encore jusqu'en 2028 les revenus issus des mandats ISF). L'exercice 2026 devrait donc s'inscrire comme un exercice de transition d'un point de vue des résultats, même si la société ne dévoile pas de guidance chiffrée.

Parmi les principaux enjeux de levées 2026 figurent :

- Le final closing d'Expansion
- Les first closings d'Exergon et Calderion, les fonds de Capital Innovation dédiés aux molécules critiques et au nouveau nucléaire
- Les fonds issus du lancement fin 2025 du FCPI Audacia Capital Innovation permettant d'investir dans les Jeunes Entreprises Innovantes
- Le first closing de Straton, son fonds de capital développement investissant la Base Industrielle et Technologique de Défense (BITD)
- Le développement d'une activité de dette privée autour du métier du tourisme, en s'appuyant sur la reprise d'une équipe de gestion
- Le lancement de Procession, un fonds de partage dans le non côté
- Le lancement d'un 2ème véhicule en opérations d'ingénierie immobilière

Estimations 2026-27e réduites

Afin de tenir compte d'un environnement de marché compliqué et du discours prudent du management, nous intégrons un scénario plus conservateur concernant les levées de fonds (nettes des restitutions), sur 2026e (+133m€ vs +198m€ préc) mais surtout sur 2027e (+268m€ vs +383m€ préc). Pour 2026, notre estimation de +133m€ est confortée par (i) le *final closing* de Quantonation 2 (+50m€ vs fin 2025) déjà réalisée qui sécurise un tiers de notre estimation sur l'année et (ii) les multiples levées en cours (8 au total, cf. ci-dessus). Pour 2027 et 2028, nous intégrons désormais des hypothèses plus conservatrices (+268m€ et +190m€ levés vs +383m€ intégrés précédemment en 2027), considérant que l'environnement plus concurrentiel ne permettra pas de

Attentes IS sur 2026-28e : révisions

	2025 réalisé	Act.	2026e Préc	Rév.	Act.	2027e Préc	Rév.	2028e Act.
AUM avt revalo.	712	845	906	-7%	1 113	1 289	-14%	1 303
var	+91	+133	+194		+268	+383		+190
Revalorisation	170	170	135	+26%	170	135	+26%	170
var	+85	+0	-35		+0	+0		+0
AUM ap. revalo.	882	1 015	1 041	-2%	1 283	1 424	-10%	1 473
var	+176	+133	+63		+268	+383		+190
CA Fonds Thématiques	10,3	13,9	14,7	-6%	19,1	19,9	-4%	22,1
var	+42%	+35%	+5%		+37%	+35%		+16%
CA Fonds ISF	5,1	2,0	2,0	ns	0,8	0,8	ns	0,0
var	-11%	-61%	+0%		-60%	-60%		-100%
CA	15,5	15,9	16,7	-5%	19,9	20,7	-4%	22,1
var	+19%	+3%	-0%		+25%	+24%		+11%
EBITDA	0,7	0,3	2,2	-87%	3,5	5,1	-32%	5,7
Marge EBITDA	4,3%	1,8%	13,4%		17,5%	24,8%		25,8%
Amort/provisions	1,0	0,0	-0,3		-0,1	-0,1		-0,1
EBITA	1,7	0,3	1,9	-86%	3,4	5,0	-33%	5,6
Marge EBITA	10,7%	1,7%	11,4%		16,9%	24,1%		25,1%
Résultat financier	0,1	0,4	1,9		0,4	1,4		0,5
IS	-0,3	-0,2	-0,9		-0,9	-1,6		-1,5
Minoritaires	-1,3	-2,0	-1,2		-1,6	-1,7		-2,0
RN pdg ajusté*	0,3	-1,5	1,7	<i>n.s.</i>	1,3	3,1	-60%	2,6
Marge Nette	1,7%	-9,3%	9,9%		6,3%	15,2%		11,6%

* hors éléments exceptionnels

Source : Audacia, estimations IS

rééditer totalement le formidable succès de Quantonation, mais permettra des levées plus modestes, avec des final closings compris entre 50m€ et 100m€ selon les fonds.

Les révisions de nos attentes d'AUM ont un impact démultiplié sur le CA et surtout sur les résultats, dans la mesure où nous intégrons (i) un décalage d'un an entre les levées et la contribution en année pleine des commissions de gestion (la 1^{ère} année, nous retenons 25% à 50% des commissions normatives), (ii) l'absence de refacturation par la maison-mère de *start-up costs* pour les différentes entités incubées et (iii) une structure de coûts essentiellement fixes, partant d'une base sensiblement supérieure à nos attentes initiales en 2025. En rappelant que l'activité ISF est amenée à s'éteindre progressivement sur 2026 et 2027, nos estimations d'EBITDA 2026-27e sont réduites significativement à +0,3m€/+3,5m€ vs +2,2m€/+5,1m€ préc et nos attentes de RN pdg à -1,5m€/+1,3m€ vs +1,7m€/+3,1m€ préc. Nous introduisons par ailleurs nos estimations 2028 qui se révèlent relativement conservatrices.

Si nous intégrons un scénario global plus conservateur, il convient d'avoir en tête que les refacturations de start-ups costs et les catch-up fees, comme on a pu l'observer sur Quantonation et Expansion, sont susceptibles de radicalement améliorer les résultats. Ces derniers sont toutefois difficilement prédictibles et surtout conditionnés au succès et au calendrier des levées.

OC ajusté à 8,8€ (vs 9€), toujours sans revalorisation et carried

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 2026-28e.
- Au-delà de 2028, nous intégrons une collecte modeste de +170m€ par an pour arriver à un encours sous gestion de 2,0Mds€ fin 2032 et de 2,5Mds€ fin 2035. Cette approche se veut volontairement conservatrice, dans l'attente de la présentation du prochain plan MT. Elle n'intègre notamment pas d'acquisition.
- Une marge d'EBITDA normative de 35%, soit un niveau proche de celui escompté par nos soins en 2028e (25,8%) et un niveau en phase avec les standards du secteur,

Tableau de FCF 2023-35e d'Audacia

en m€ au 31/12	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Encours Fonds Thématiques	277	474	609	845	1113	1303	1474	1645	1816	1987	2158	2329	2500
var	+80	+196	+135	+236	+268	+190	+171	+171	+171	+171	+171	+171	+171
Encours fonds ISF	148	147	99	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
var	+1	-1	-48	-99	+0	+0	+0	+0	+0	+0	+0	+0	+0
Fonds sous gestion hors reval.	425	621	708	845	1113	1303	1474	1645	1816	1987	2158	2329	2500
var	+82	+195	+87	+137	+268	+190	+171	+171	+171	+171	+171	+171	+171
Taux commission	2,55%	2,10%	2,38%	1,88%	1,79%	1,70%	1,67%	1,64%	1,61%	1,58%	1,56%	1,53%	1,50%
CA Fonds Thématiques	4,6	7,3	10,3	13,9	19,1	22,1	24,6	27,0	29,3	31,5	33,6	35,6	37,5
var	-19%	+57%	+42%	+35%	+37,4%	+15,7%	+11,3%	+9,7%	+8,5%	+7,5%	+6,7%	+6,0%	+5,4%
CA Fonds ISF	6,2	5,8	5,1	2,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
var	+22%	-7%	-11%	-61%	-60%	-100%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%
CA	10,8	13,0	15,5	15,9	19,9	22,1	24,6	27,0	29,3	31,5	33,6	35,6	37,5
var	+11%	+20%	+19%	+3%	+25,2%	+11,1%	+9,7%	+8,5%	+7,5%	+6,7%	+6,0%	+5,4%	+4,9%
Opex	-9,7	-11,9	-14,8	-15,6	-16,4	-16,4	-17,9	-19,3	-20,6	-21,7	-22,7	-23,1	-24,4
var 1 an	+3,8%	+22,5%	+24,8%	+5,6%	+5,1%	-0,1%	+9,3%	+7,7%	+6,5%	+5,5%	+4,6%	+1,9%	+5,4%
Opex en % CA	-89,3%	-90,9%	-95,7%	-98,2%	-82,5%	-74,2%	-72,9%	-71,6%	-70,3%	-69,0%	-67,6%	-65,0%	-65,0%
EBITDA ajusté	1,2	1,2	0,7	0,3	3,5	5,7	6,7	7,7	8,7	9,8	10,9	12,5	13,1
marge EBITDA ajusté	10,7%	9,1%	4,3%	1,8%	17,5%	25,8%	27,1%	28,4%	29,7%	31,0%	32,4%	33,7%	35,0%
Capex	-0,1	+0,1	+0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4
en % du CA	-0,6%	+0,6%	+0,6%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,5%	-1,0%	-1,0%
Amortissements	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Provisions	-0,7	-0,9	1,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortissements en % du CA	-0,8	-1,0	1,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4
BFR hors Compte Courant	-7,6%	-7,3%	6,4%	0,0%	-0,6%	-0,7%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,5%	-1,0%	-1,0%
BFR / CA (%)	-1,7	-0,2	0,8	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Taux IS	-15,7%	-1,5%	5,1%	-4,0%	-0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
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%
Synthèse													
EBITDA ajusté	1,2	1,2	0,7	0,3	3,5	5,7	6,7	7,7	8,7	9,8	10,9	12,5	13,1
Impôts	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,8	-1,4	-1,6	-1,9	-2,1	-2,4	-2,7	-3,0	-3,2
Capex	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4
Variation BFR	-0,1	-2,4	-0,5	1,4	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF opérationnel après BFR	0,9	-1,3	-0,4	1,5	1,8	4,0	4,8	5,6	6,3	7,1	8,0	9,1	9,6
var	ns	-250%	-73%	-516%	+24%	+117%	+20%	+15%	+14%	+12%	+13%	+13%	+5%
Coef d'actualisation				0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8
FCF opérationnel actualisé				1,4	1,5	3,0	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	3,5

Source : Audacia, estimations IS

- 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 2027.

Afin d'actualiser notre FCF, nous retenons un WACC de 10,91%, équivalent au coût du capital en l'absence de levier, basé sur les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 3,33%, 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 3,39%, calculée comme la différence entre l'inverse du PE prospectif de l'Euro Stoxx et le coût sans risque.
- Un bêta de 1,15x, 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€.

En intégrant une croissance LT, la Valeur d'Entreprise (VE) actualisée ressort à 67,9m€, dont 37,6m€ 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 Expansion. Pour ce faire, nous déduisons 40% de la VE obtenue par DCF, ratio qui correspond au poids des intérêts minoritaires en fonction de la contribution à l'AUM (38%) et au CA (40%) en 2027e. Les minoritaires sont ainsi valorisés à -26,3m€.
- La Trésorerie Nette à fin 2025 (5,0m€), l'augmentation de capital de début 2026 (7,8m€ en net), ainsi que le compte courant reconnu à l'actif (0,4m€) et la valeur comptable des participations (9,3m€). En cumulé, ces 3 éléments représentent à eux-seuls 22,4m€, soit 80% de la capitalisation 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.

Après prise en compte de l'ensemble de ces éléments, notre VT d'Audacia ressort à 68,8m€, soit 8,8€ par action (vs 9,0€ préc) sur la base d'un nombre d'actions diluées de 7,80m (7,09m en circulation + 0,71m liés aux BSPCE). Il est à noter que nous n'intégrons pas dans notre OC actuel la revalorisation des actifs financiers (+20,2m€, soit +2,6€/action) fin 2025, considérant qu'il est encore prématuré de l'intégrer, même si certains éléments relatifs à Quantonation sont quasi-certains et se rapprochent (2028).

Détail de la valorisation par DCF

Valorisation	FCF growth	en m€	€/action
Flux 2026-35e		30,4	3,9
Valeur terminale	1,5%	37,6	4,8
Valeur entreprise Totale		67,9	8,7
Trésorerie Nette fin 2025		5,0	0,6
Compte courant fin 2025		0,4	0,0
Valeur au bilan participations fin 2025		9,3	1,2
AK févr. 2026		7,8	1,0
Cash-in BSPCE		4,8	0,6
= Valeur avt minoritaires		95,1	12,2
Valo minoritaires		-26,3	(3,4)
= Valeur théorique de l'action		68,8	8,8

Source : estimations IS

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 est devenu une plateforme d'investissement et de co-création de fonds spécialisés. La société se fixe pour objectif un AUM de 1Md€ d'ici fin 2026. Un objectif que le groupe est bien parti pour atteindre au regard d'un AUM de 932m€ à fin février 2026.

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

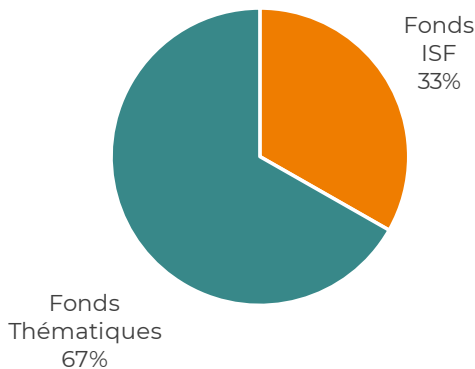
- Taille limitée dans un univers en consolidation

MENACES

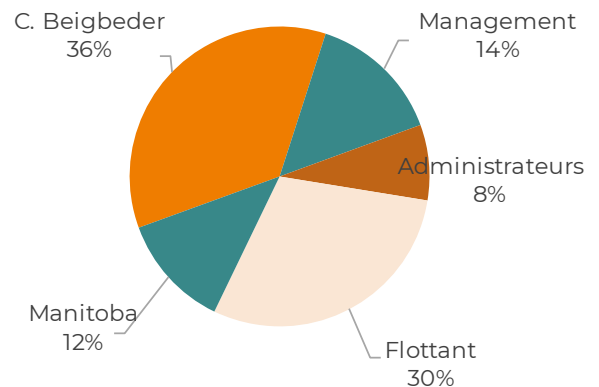
- Concentration du marché aux mains des géants
- Difficultés à lever des fonds dans un contexte plus compliqué depuis mi-2022

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

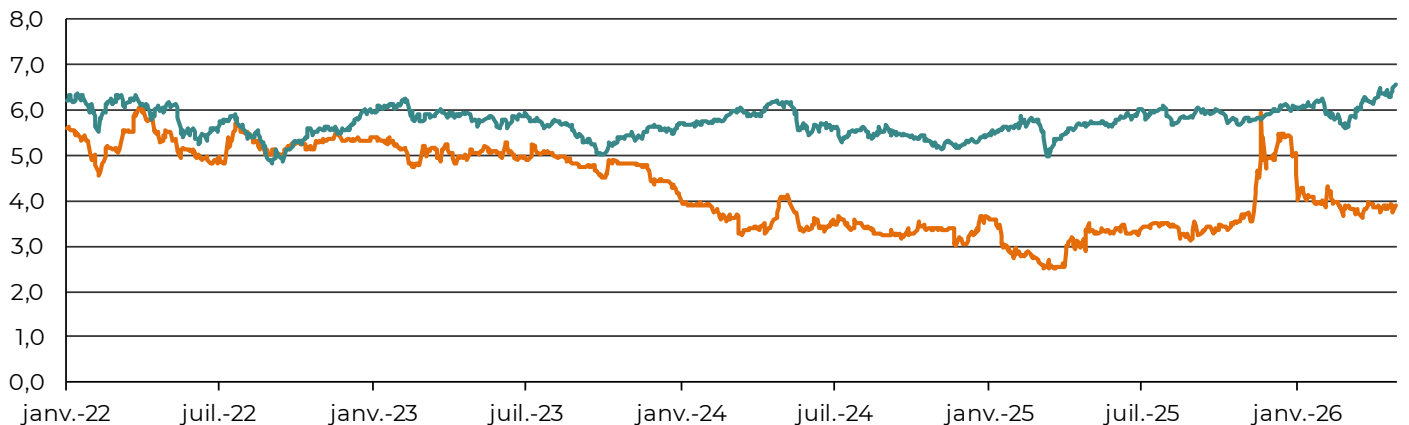
REPARTITION DU CA 2025



ACTIONNARIAT DILUE AU 10 février 2026



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



— Audacia

— CAC Mid&Small rebasé

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 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	10-févr.-26	ACHAT	9,0	4,0	+124%
Audacia	Maxime Dubreil	22-janv.-26	SOUSCRIRE	9,0	5,8	+57%

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.	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).	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

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

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

Pascal Hadjedj
Directeur Général Délégué

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

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

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

Yann de Peyrelongue
Analyste Industrie

+33 1 44 88 77 93
ydepeyrelongue@all-invest.com

Tom Deschamps
Analyste Industrie

+33 6 46 86 48 25
tbeschamps@all-invest.com

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech

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

Benoît Faure-Jarrosion
Senior advisor Immobilier

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

Jean-Pierre Loza
Analyste Biotech

+33 6 89 24 73 57
jploza@all-invest.com

Claire Meilland
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34
cmeilland@all-invest.com

Christine Ropert
Analyste Agro-alimentaire

+33 1 44 88 77 96
croper@all-invest.com

Maud Servagnat
Analyste Média/Jeux Vidéo

+33 6 07 98 85 50
mservagnat@all-invest.com

Emmanuel Parot
Responsable Immobilier et
Tourisme

+33 1 44 88 88 02
eparot@all-invest.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Analyste Medtechs / Biotech

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

Alexandre Xerri
Analyste Immobilier

+33 7 78 57 94 57
axerri@all-invest.com

SALLE DE MARCHÉ

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire
+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com

Anne Bellavoine
Senior Advisor
+33 1 55 35 55 75
abellavoine@all-invest.com

Eric Constant
Négociation
+33 1 55 35 55 64
econstant@all-invest.com

Jean-Philippe Coulon
Négociation
+33 1 55 35 55 64
jpcoulon@all-invest.com

Antoine Lopez
Vente Institutionnelle
+33 1 55 35 55 74
alopez@all-invest.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle
+33 1 55 35 55 72
rolmos@all-invest.com

Jérôme Poirel
Vente Institutionnelle
+33 6 88 17 92 19
jpoirel@all-invest.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable
+33 1 55 35 55 66
troussilhe@all-invest.com

Cécile Aboulian
Directrice Développement
+33 7 85 62 37 02
caboulian@all-invest.com

Fabien Huet
Contrat Liquidité
+33 1 55 35 55 60
fhuet@all-invest.com

Stan Kortchaguine
Contrat Liquidité
+33 1 55 35 55 63
skortchaguine@all-invest.com