

ETUDE D'ACTUALISATION

EN BONNE VOIE POUR RÉUSSIR SON PARI AUDACIEUX

Depuis son IPO fin 2021, la société a préservé sa trésorerie et avancé ses pions sur ses nouveaux fonds thématiques. Avec 510m€ d'AUM à fin 2023 et 2 nouvelles levées majeures en 2024 (170m€ levés via Quantonation 2 et Expansion), une 2<sup>ème</sup> étape majeure sera franchie en 2024 et Audacia est bien parti pour atteindre son objectif MT de 1Md€ d'AUM fin 2025. Un encours qui doit permettre une très forte progression des résultats sur 2024-26e, même si nos attentes 2025e sont réduites pour intégrer davantage de minoritaires et une contribution en année pleine des levées de fonds seulement à partir de 2026e. Avec un OC réduit à 9,6€ (vs 10,5€) qui n'intègre pas la revalorisation des actifs (+1,4€), nous réitérons notre opinion ACHAT, en espérant que le titre entre enfin dans le radar des investisseurs.

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

Document achevé de rédiger le  
10/07/24 19:30

Document publié le 11/07/24  
07:50

En bonne voie pour atteindre son pari un peu fou de 1Md€ d'AUM en 2025

Lors de son IPO en octobre 2021, Audacia s'apparentait à un pari quant à la capacité de C. Beigbeder et de ses équipes à faire pivoter la société après la fin du dispositif ISF/TEPA. Le recentrage sur les nouveaux fonds thématiques, notamment le quantique, le New Space ou le New Nuclear, apparaissait particulièrement risqué et l'objectif de 1Md€ d'AUM en 2025 *challenging*, en dépit des quelques avancées depuis 2018.

Trois ans plus tard, le fonds dédié au quantique Quantonation a levé 170m€, le fonds Expansion dédié au New Space et aux nouvelles mobilités aéronautiques est en passe finaliser son first closing de 100m€ (300m€ de final closing visés) et Exergon, son fonds dédié à la transition énergétique et au New Nuclear, devrait réaliser son first closing d'ici fin 2024-début 2025 (300m€ de final closing visés). Sans oublier Sorbonne Venture, son fonds HealthTech, qui vise 100m€ de final closing. Sachant que c'est surtout l'amorçage des nouveaux fonds qui est le plus dur (cf. délai réduit entre Quantonation 1 et 2), Audacia, avec ses 4 thématiques de capital-innovation, est bien parti pour atteindre son objectif de 1Md€ d'AUM en 2025, aidé dans une moindre mesure par ses fonds de capital-développement et de capital-innovation.

Estimations 2025e réduites pour intégrer plus de minoritaires, OC ajusté à 9,6€

Après des résultats 2023 en ligne avec nos attentes, nous procédons à une revue détaillée de nos estimations 2024-25e et introduisons nos attentes 2026e. Si nous ne modifions qu'à la marge nos estimations d'AUM 2024-25e et nos prévisions de résultats 2024e, nos attentes 2025e de résultats se révèlent sensiblement réduites pour intégrer (i) une hausse sensible des intérêts minoritaires au regard de la contribution grandissante de Quantonation, Expansion et Exergon dont la détention par Audacia est inférieure à nos prévisions précédentes et (ii) une contribution quasi-nulle des final closings d'Expansion et d'Exergon sur 2025e, considérant que la contribution en année pleine n'interviendra qu'en 2026e. En conclusion, si les résultats 2024-26e devraient traduire une très forte progression, c'est finalement 2026 et non 2025 qui reflétera pleinement les effets de la nouvelle stratégie et l'atteinte de l'objectif de 1Md€ d'AUM.

En termes de valorisation, notre OC par DCF est réduit à 9,6€ (vs 10,5€) pour intégrer le poids plus important des minoritaires. Nous n'intégrons toujours pas la revalorisation des actifs au bilan qui pourrait ajouter +1,4€/action selon les indications de la société.

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

en € / action	2024e	2025e	2026e
BNA dilué	0,26	0,30	0,51
var. 1 an	ns	n.s.	n.s.
Révisions	-9,5%	-67,8%	n.s.

au 31/12	2024e	2025e	2026e
PE	13,9x	12,4x	7,1x
VE/CA	3,0x	2,1x	1,2x
VE/EBITDA ajusté	18,1x	8,4x	3,1x
VE/EBITA ajusté	19,2x	8,7x	3,2x
FCF yield*	4,0%	8,6%	23,5%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours de clôture du 10/07/2024	3,66
Nb d'actions (m)	4,75
Capitalisation (m€)	17,4
Capi. flottante (m€)	5,2
ISIN	FR00140059B5
Ticker	ALAUD-FR
Secteur DJ	Finance

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-8,5%	+5,8%	-23,4%
Variation relative	-7,4%	+6,7%	-30,2%

Source : Factset, estimations Invest Securities

## DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
BNA publié	0,47	0,30	0,89	0,06	0,06	0,33	0,38	0,65
<b>BNA corrigé dilué</b>	<b>0,42</b>	<b>0,27</b>	<b>0,20</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>0,26</b>	<b>0,30</b>	<b>0,51</b>
Ecart /consensus	nd							
Dividende	0,00	1,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E	nd	nd	30,7x	106,6x	91,1x	13,9x	12,4x	7,1x
VE/CA	nd	nd	1,13x	1,30x	2,78x	2,97x	2,14x	1,22x
VE/EBITDA ajusté	nd	nd	9,1x	28,2x	26,1x	18,1x	8,4x	3,1x
VE/EBITA ajusté	nd	nd	7,0x	26,7x	90,5x	19,2x	8,7x	3,2x
FCF yield op. avt BFR	nd	nd	6,7%	2,3%	3,4%	4,0%	8,6%	23,5%
FCF yield opérationnel	nd	nd	n.s.	n.s.	2,9%	2,7%	8,6%	18,2%
Rendement	nd	nd	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€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Cours en €	nd	nd	6,20	5,69	5,36	3,66	3,66	3,66
Capitalisation	nd	nd	24,4	27,1	25,5	17,4	17,4	17,4
Dettes Nette	nd	nd	-7,2	-3,2	-3,2	-4,0	-7,2	-12,8
Valeur des minoritaires	nd	nd	0,0	0,2	18,8	37,6	37,6	37,6
Provisions/ quasi-dettes	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- corrections	nd	nd	-7,9	-11,3	-11,0	-11,2	-11,2	-11,2
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>9,2</b>	<b>12,7</b>	<b>30,1</b>	<b>39,7</b>	<b>36,6</b>	<b>31,0</b>

Compte résultat (m€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
CA	13,6	10,8	8,1	9,8	10,8	13,4	17,1	25,5
var.	-18,2%	-20,4%	-24,7%	+20,2%	+10,9%	+23,6%	+27,7%	+48,9%
EBITDA ajusté	4,0	4,0	1,0	0,5	1,2	2,2	4,4	9,9
<b>EBITA ajusté</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>4,2</b>	<b>9,8</b>
var.	-43,1%	-23,9%	-27,5%	-64,0%	-30,3%	n.s.	+104,0%	+131,1%
EBIT	2,6	1,6	4,7	0,5	0,7	2,1	4,2	9,8
Résultat financier	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
IS	-0,7	-0,4	-1,2	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-2,4
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-1,4	-4,2
RN pdg publié	1,7	1,1	3,5	0,3	0,3	1,6	1,8	3,1
<b>RN pdg corrigé</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>
var.	-42,8%	-20,6%	-21,5%	-69,0%	+18,4%	+346,0%	+12,9%	+73,0%

Tableau de flux (m€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBITDA ajusté	4,0	4,0	1,0	0,5	1,2	2,2	4,4	9,9
IS théorique / EBITA ajusté	-0,7	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-2,4
Total capex	-2,2	-0,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<b>FCF opérationnel net IS avt BFR</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,3</b>
Variation BFR	4,1	-3,8	-1,2	-2,7	-0,1	-0,5	0,0	-1,7
<b>FCF opérationnel net IS après BFR</b>	<b>5,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>5,6</b>
Acquisitions/cessions	-2,0	-0,3	14,3	-2,0	-0,9	-0,2	0,0	0,0
Variation de capital	0,0	0,0	6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	-0,7	-1,4	-0,8	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash-flow publié</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>13,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>3,2</b>	<b>5,6</b>

Bilan (m€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs immobilisés	17,8	17,7	7,1	11,0	11,2	11,4	11,4	11,5
dont incorporels/GW	0,0	0,0	0,0	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5
BFR	-6,9	-3,2	-1,9	-1,4	-1,3	-0,8	-0,8	0,9
Capitaux Propres groupe	6,8	7,9	12,4	12,5	12,8	14,4	16,2	19,2
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	1,6	5,8
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Dettes fl. nette</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>-7,2</b>	<b>-12,8</b>

Ratios financiers (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBITDA/CA	29,8%	37,1%	12,5%	4,6%	10,7%	16,4%	25,5%	39,0%
EBITA/CA	17,7%	16,9%	16,3%	4,9%	3,1%	15,5%	24,7%	38,4%
RN corrigé/CA	11,4%	11,4%	11,9%	3,1%	3,3%	11,8%	10,4%	12,1%
ROCE	22,2%	12,6%	25,8%	5,0%	3,3%	19,5%	39,7%	79,1%
ROE corrigé	22,8%	15,6%	7,8%	2,4%	2,8%	11,0%	11,0%	16,0%
DN/FP	59,5%	84,6%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	1,0x	1,7x	-7,1x	-7,2x	-2,7x	-1,8x	-1,6x	-1,3x

NB : tableau de flux reconstitué sur les années 2018-20

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources, ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

## SOMMAIRE

<b>1 – Feuille de route respectée depuis l’IPO, hors changement de modèle</b>	<b>p.4</b>
1.1 Une transformation vers les nouveaux fonds en bonne voie	p.4
1.2 Une équipe managériale renforcée et seniorisée	p.6
1.3 Un modèle économique légèrement différent du schéma initial	p.7
<b>2- Résultats 2023 en ligne post retraitement comptable</b>	<b>p.9</b>
2.1 CA 2023 finalement retraité des éléments exceptionnels	p.9
2.2 Résultats 2023 également sans surprise	p.9
2.3 Trésorerie préservée à fin 2023, 21m€ d’ANR	P.10
2.4 Un actif comptable n’intégrant pas de revalorisation des participations	p.11
<b>3- Feuille de route 2024-25 ambitieuse mais atteignable</b>	<b>p.13</b>
3.1 Quantonation le succès ne se dément pas	p.13
3.2 Expansion dans les pas de Quantonation après le first closing de 100m€	P.13
3.3 Exergon: le 3 <sup>ème</sup> principal catalyseur	p.14
3.4 Sorbonne Venture: ambitions plus faibles, mais horizon plus certain	p.15
3.5 Immobilier: des ambitions intactes, mais un environnement peu porteur	p.15
3.6 Capital – Développement: un levier de croissance à ne pas négliger	p.16
3.7 Un objectif de 1Md€ d’AUM en bonne voie, même en cas de décalage d’une levée	p.17
<b>4 – Estimations 2024-25 ajustées pour intégrer les minoritaires</b>	<b>p.18</b>
4.1 Attentes 2024 inchangées hors minoritaires, scénario plus prudent sur 2025	p.18
4.2 Réaccélération de la croissance en 2024 grâce aux Nouveaux Fonds	p.19
4.3 La croissance du CA aura un très fort levier sur les résultats dès 2024e	p.19
4.4 Vive progression des FCF également sur 2024-26e	p.20
<b>5 – Sous-évaluation massive, dossier à (re)découvrir</b>	<b>p.22</b>
5.1 Comparables : toujours prématuré d’adopter cette approche	p.22
5.2 DCF : une valorisation cible de 9,6€ en intégrant les minoritaires	p.23
<b>Avertissement</b>	<b>p.26</b>

## 1- Feuille de route respectée depuis l'IPO, hors changement de modèle

Introduite en bourse en 2021 pour financer son pivot sur les nouveaux fonds thématiques (quantique, New Space, New Nuclear...) et porter son actif sous gestion à 1Md€ en 2025, Audacia est en passe de réussir son pari avec 510m€ d'AUM à fin 2023 et 2 nouvelles levées majeures en 2024 : le first closing pour 70m€ du 2<sup>ème</sup> opus de Quantonation (170m€ d'AUM à date), son fonds deeptech dédié au quantique, et le first closing pour 100m€ d'Expansion, son fonds dédié au New Space et aux nouvelles mobilités aéronautiques. Seul changement par rapport au schéma initial, Audacia a été contraint par ses investisseurs de faire entrer au capital des différentes sociétés de gestion ses gérants et n'en détient pas 100%. Cet élément sera à prendre en considération dans l'évolution des résultats part du groupe et dans la valorisation.

### 1.1 Une transformation vers les nouveaux fonds en bonne voie

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

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

##### ➤ Des FIP et FCPI

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

##### ➤ Des mandats ISF

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

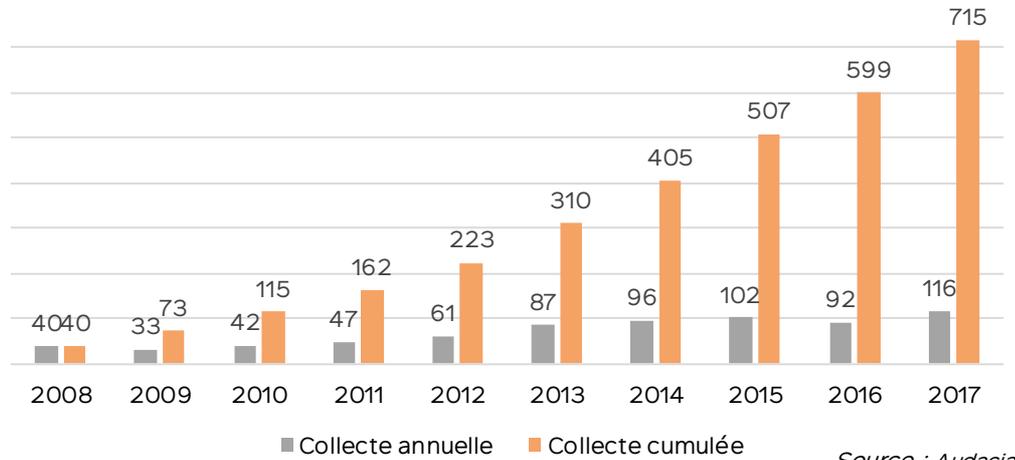
##### ➤ Des holdings ISF

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

**Sur la période du dispositif TEPA, Audacia est ainsi parvenue à collecter 715m€ au travers de ces différents dispositifs (essentiellement des mandats de gestion et des holdings), avec une collecte annuelle de l'ordre de 100m€ entre 2013 et 2017. Audacia a ainsi accompagné 330 PME sur la période, en levant des fonds auprès de 15 000 investisseurs. Ce dynamisme commercial a permis à la société de générer sur la période 2008-18 un CA cumulé de 164m€ pour un EBITDA de 65m€, soit une marge d'EBITDA moyenne de 40% !**

## 1- Feuille de route respectée depuis l'IPO, hors changement de modèle

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



### 1.1.2 2018-23 : une réorientation nécessaire vers les fonds thématiques différenciants

#### ➤ Obligé de se réinventer en 2018 avec la fin de l'ISF

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

Forte de son expérience de 10 ans dans le financement d'entreprises innovantes et de l'appétence de Charles Beigbeder pour l'entrepreneuriat et les thématiques d'avenir, la société décide de se recentrer sur le marché du Private Equity au travers de la commercialisation de fonds spécialisés sur des thématiques différenciantes : quantique 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...

Dans le cadre de cette nouvelle stratégie, Audacia s'est fixé pour objectif d'afficher un AUM de l'ordre de 1Md€ en 2025. Pour y parvenir, la société s'est introduite en bourse à l'automne 2021. Les fonds levés à cette occasion (6,4m€) doivent permettre : (i) de financer/amorcer de nouvelles thématiques et (ii) de co-investir au sein des fonds afin d'aligner les intérêts d'Audacia avec ceux de ses clients investisseurs.

#### ➤ Un pivot en bonne voie après les développements réalisés depuis l'IPO

Quelques mois après son IPO, Audacia annonce le final closing de Quantonation 1, son fonds dédié aux technologies quantiques, pour 91m€. Le succès de ce fonds Deep Tech unique en son genre en Europe est la 1<sup>ère</sup> étape majeure validant le succès de la nouvelle stratégie, permettant aux actifs sous gestion de retrouver le chemin de la croissance en 2021 (+23% à 375m€), avec des nouveaux fonds qui contribuent à hauteur de 44% à l'AUM du groupe (vs 13% en 2020).

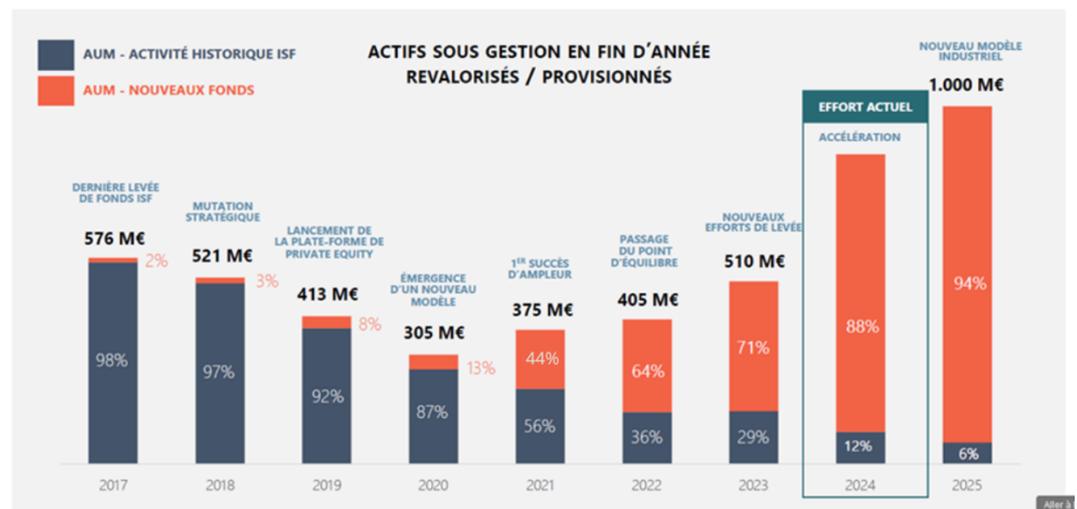
Par la suite, même si la thématique Immobilier est temporairement pénalisée par la crise du secteur (ce qui ne l'a pas empêché de faire croître son AUM de +22m€ sur 2022-23), Audacia poursuit le déploiement de sa stratégie, avec un AUM global qui progresse de

## 1- Feuille de route respectée depuis l'IPO, hors changement de modèle

+8% en 2022 et de +26% en 2023 pour atteindre à cette échéance 510m€. Cette croissance a été notamment portée par la participation d'Audacia au consortium mené par Tikehau pour déployer les Obligations Relance (76m€ à fin 2023) et l'amorçage des nouveaux fonds thématiques dédiés au New Space et à la transition énergétique.

Début 2024 marque un 2<sup>ème</sup> tournant dans le pivot d'Audacia avec l'annonce de 2 levées de fonds majeures : 100m€ pour le first closing d'Expansion, son fonds dédié au New Space et aux nouvelles mobilités aériennes, et 70m€ pour le first closing de Quantonation 2, son second fonds dédié aux technologies quantiques. Ces 2 réalisations majeures (+170m€ d'AUM, soit +33% de l'AUM fin 2023), combinées au first closing attendu fin 2024/début 2025 de 2 autres fonds thématiques (Exergon dans la transition énergétique et le nouveau nucléaire et Sorbonne Venture dans la santé), devrait permettre à Audacia d'afficher en 2024 une très forte progression de son AUM, confortant l'objectif de 1Md€ d'AUM fin 2025, dont 94% provenant des nouveaux fonds. Sachant que les fonds ISF sont gérés en extinction et vont voir leur AUM décliner sur 2024-25 (-90m€ en cumulé), l'objectif de 1Md€ induira une nouvelle collecte significative en 2025, mais l'exercice sera selon nous moins risqué que par le passé, car principalement lié au final closing d'Expansion et de Quantonation 2. Or, le final closing est une étape beaucoup moins incertaine et moins longue que le first closing, comme le démontre la plupart des grands fonds de Private Equity et comme l'a démontré Quantonation à l'échelle d'Audacia.

### Evolution de l'AUM d'Audacia 2023 : ANNÉE PIVOT DE LA TRANSFORMATION D'AUDACIA



Source : Audacia

Comme nous le verrons par la suite, il est important de noter que l'objectif d'AUM tel que communiqué par la société inclut la revalorisation des participations, un élément qui n'est pas neutre à l'échelle du groupe (85m€ de revalorisation à fin 2023, dont l'essentiel lié à Quantonation). Si nous suivons cet indicateur avec attention, rappelons que les commissions de gestion sont calculées hors revalorisation, de sorte que nous nous focaliserons par la suite sur l'AUM avant revalorisation.

### 1.2 Une équipe managériale renforcée et seniorisée

Alors qu'Audacia comptait seulement 21 collaborateurs en 2021, l'effectif est désormais porté à 36 personnes fin 2023. Une augmentation quantitative mais également qualitative, en lien à la fois avec les besoins de constituer les équipes de gestion des nouveaux fonds en amont des levées de fonds et de structurer la direction générale. Sur ce dernier point, il est à noter 2 arrivées importantes :

## 1- Feuille de route respectée depuis l'IPO, hors changement de modèle

- Olivier de Panafieu en tant que directeur général fin 2022

Disposant de près de 30 ans d'expérience dans le conseil de direction générale auprès d'acteurs de l'investissement dans plusieurs pays, il a notamment dirigé de 2001 à 2021 l'activité de conseil auprès des fonds d'investissement chez Roland Berger, avant de co-fonder en 2016 B&B Capital, société de gestion de capital investissement en partenariat avec Roland Berger, avec laquelle il collecte avec son équipe plusieurs centaines de millions d'euros. Olivier de Panafieu forme désormais un tandem complémentaire avec Charles Beigbeder à la tête d'Audacia.

- Gabriel Viellard en tant que Secrétaire Général en septembre 2023

Disposant de près de 30 ans d'expérience dans l'entrepreneuriat, la gestion d'actifs et le conseil auprès d'investisseurs professionnels, Gabriel Viellard s'est spécialisé depuis 2005 dans le financement des startups et des ETI cotées et non cotées, en investissant et en apportant son concours à des sociétés de Private Equity ou de gestion d'actifs. Il a pu acquérir une solide expérience dans l'accompagnement des investisseurs dans de nombreux secteurs disruptifs comme l'Intelligence Artificielle ou les nouvelles technologies.

### 1.3 Un modèle économique légèrement différent du schéma initial

A l'occasion de son IPO, Audacia visait à devenir une plateforme de gestion, 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 devaient bénéficier, 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... Dans cette logique, Audacia prévoyait, comme toute société de gestion, de générer 3 sources de revenus :

- les frais de gestion liés à l'évolution de l'actif sous gestion.
- les carried interests et les commissions de surperformance attribuées à la société de gestion (l'objectif 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 partenaires opérationnels comme Sharies.

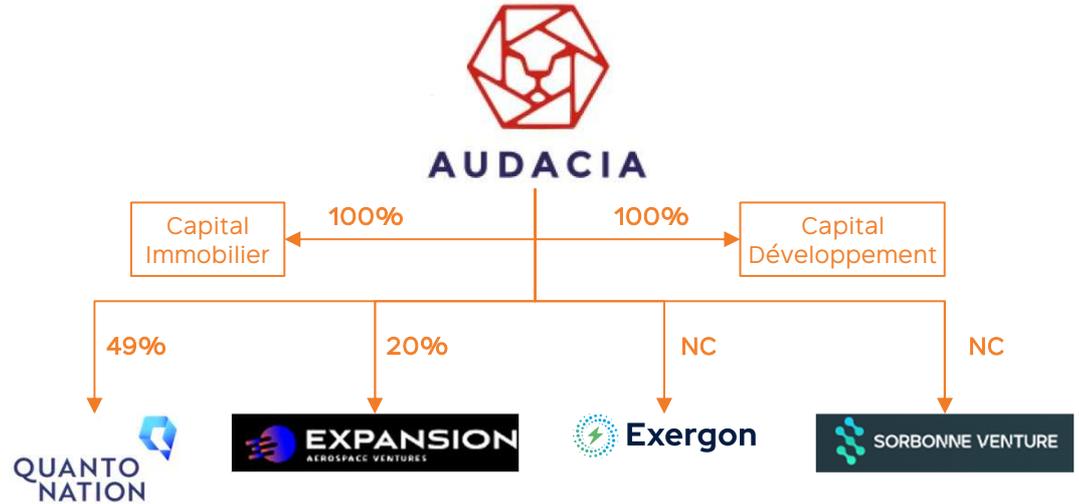
Si le modèle économique n'a pas évolué, la structuration juridique n'est pas tout à fait celle envisagée. A l'origine, Audacia prévoyait de détenir 100% du capital de chacune des sociétés de gestion. La société aurait ainsi perçu 100% des frais de gestion et aurait reversé aux gérants des nouveaux fonds thématiques une rémunération via des prestations de conseil représentant environ 60% des commissions de gestion. Si ce modèle d'externalisation des activités de gestion avait vocation à se généraliser sur les fonds thématiques de capital-innovation, quelques fonds (capital développement et capital-immobilier) devaient continuer d'être gérés directement par Audacia.

La structuration envisagée initialement ne répondait pas aux exigences des LP (Limited Partners, soit les investisseurs au sein des fonds) qui souhaitaient que les gérants, responsables des investissements et des performances, soient associés au capital des sociétés de gestion afin de pérenniser leur engagement et d'aligner leurs intérêts sur les performances des fonds. Audacia a donc dû faire entrer les gérants au capital des sociétés de gestion des nouveaux fonds thématiques (Quantonation et Expansion). Audacia ne détient que 49,0% de Quantonation Ventures et 20% d'Expansion Ventures (en cours de constitution). Audacia est néanmoins en mesure de consolider par intégration globale les 2 entités, dans la mesure où elle les contrôle, du fait notamment que C. Beigbeder figure parmi les dirigeants des 2 fonds. Si Audacia est en conséquence en mesure de consolider 100% du CA et des résultats des sociétés de gestion, les intérêts minoritaires sont amenés à progresser sensiblement au cours des prochains

1- Feuille de route respectée depuis l'IPO, hors changement de modèle

exercices. Cet élément sera également à prendre en considération dans l'évolution des résultats et dans la valorisation de l'entité cotée.

Organigramme juridique d'Audacia



Source : Audacia

Si cette structuration est à priori amenée à être répliquée pour les prochains fonds de capital-innovation (Exergon et Sorbonne Venture), elle pourrait être amenée à évoluer à terme, Audacia réfléchissant à faire remonter les gérants-actionnaires des fonds au capital de la maison-mère.

## 2- Résultats 2023 en ligne post retraitement comptable

Si la lecture des comptes 2023 n'est pas aisée au regard des changements comptables, Audacia est parvenu, grâce à la prolongation des revenus ISF, à financer ses investissements (équipes et amorçage) dans les nouveaux fonds thématiques sans détériorer sa situation financière (Trésorerie Nette stable à 3,2m€ fin 2023). Dans un contexte de pivot des métiers, c'est surtout ce dernier point qui est à noter, car les résultats 2023 n'ont guère de signification et ne reflètent absolument pas le profil de résultats d'Audacia liée à la montée en puissance des nouveaux fonds thématiques.

### 2.1 CA 2023 finalement retraité des éléments exceptionnels

Le CA 2023 est finalement ressortir 10,8m€ (+11%) vs 11,5m€ publiés fin février, l'écart provenant d'un changement de comptabilisation du CA ISF réalisé sur les exercices antérieurs qui est finalement comptabilisé en autres produits exceptionnels pour 0,6m€. A 10,8m€ (+11%), le CA 2023 ressort néanmoins toujours supérieur à notre attente initiale (9,7m€), porté par une contribution des fonds ISF (+22% à 6,2m€) qui reste supérieure à nos attentes initiales (4,9m€). Les nouveaux fonds réalisent un CA 2023 de 4,6m€ vs 4,7m€ att, en l'absence de nouvelles levées de fonds significatives.

#### CA 2023 détaillé : réalisations vs attentes

au 31/12	2022 réalisé		2023 réalisé		Attentes IS 2023		Attentes IS avt CA 2023	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
CA Nouveau Fonds	4,68	48%	4,63	43%	4,65	40%	4,74	49%
var	+185%		-1%		-1%		+2%	
CA Fonds ISF	5,09	52%	6,21	57%	6,85	60%	4,92	51%
var	-21%		+22%		+34%		-21%	
<b>CA Total</b>	<b>9,77</b>	<b>100%</b>	<b>10,83</b>	<b>100%</b>	<b>11,50</b>	<b>100%</b>	<b>9,66</b>	<b>100%</b>
var	<b>+20%</b>		<b>+11%</b>		<b>+18%</b>		<b>-11%</b>	

Source : Audacia, estimations IS

### 2.2 Résultats 2023 sans surprise

En termes de résultats, les charges opérationnelles sont globalement en ligne avec nos attentes, modulo la comptabilisation en exceptionnel du CA ISF des exercices ultérieurs pour un impact net des provisions de +0,3m€. L'EBITA 2023 ressort à 0,3m€ (-30%) vs 1,0m€ att, l'EBIT à 0,7m€ (+37%) vs 0,7m€ att et le RN à 0,3m€ (stable) vs 0,3m€ att.

#### Résultats 2023 détaillés : réalisations vs attentes

au 31/12	2022 réalisé		2023 réalisé		Attentes IS 2023	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
<b>CA Total</b>	<b>9,77</b>	<b>100%</b>	<b>10,83</b>	<b>100%</b>	<b>11,50</b>	<b>100%</b>
var	<b>+20%</b>		<b>+11%</b>		<b>+18%</b>	
Rétrocessions	-0,25	-2,6%	0,36	3,3%	0,29	2,5%
Charges de personnel	-5,10	-52,2%	-6,35	-58,6%	-6,50	-56,5%
Impôts et taxes	-0,23	-2,3%	-0,39	-3,6%	-0,30	-2,6%
Autres	-3,17	-32,4%	-2,96	-27,3%	-2,59	-22,5%
Loyers nets (payé - reçus)	-0,57	-5,9%	-0,33	-3,1%	-0,36	-3,1%
<b>Total Opex</b>	<b>-9,32</b>	<b>-95,4%</b>	<b>-9,68</b>	<b>-89,3%</b>	<b>-9,46</b>	<b>-82,3%</b>
var	<b>#REF!</b>		<b>+4%</b>		<b>+2%</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>0,45</b>	<b>4,6%</b>	<b>1,16</b>	<b>10,7%</b>	<b>2,04</b>	<b>17,7%</b>
var	<b>-55%</b>		<b>+156%</b>		<b>+351%</b>	
Amortissements	-0,04	-0,4%	-0,10	-0,9%	-0,06	-0,5%
Provisions nets des reprises	0,07	0,7%	-0,72	-6,7%	-1,03	-9,0%
<b>EBITA</b>	<b>0,48</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,33</b>	<b>3,1%</b>	<b>0,95</b>	<b>8,2%</b>
var	<b>-64%</b>		<b>-30%</b>		<b>+98%</b>	
Éléments exceptionnels	0,01	0,1%	0,33	3,0%	-0,30	-2,6%
<b>EBIT</b>	<b>0,49</b>	<b>5,0%</b>	<b>0,66</b>	<b>6,1%</b>	<b>0,65</b>	<b>5,6%</b>
var	<b>-90%</b>		<b>+37%</b>		<b>+33%</b>	
Résultat financier	-0,07		-0,40		-0,01	
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>0,42</b>	<b>4,3%</b>	<b>0,26</b>	<b>2,4%</b>	<b>0,64</b>	<b>5,5%</b>
var	<b>-91%</b>		<b>+53%</b>		<b>+53%</b>	
IS (m€/ % RCAI)	-0,09	-21,4%	-0,11	-42,5%	-0,16	-25,1%
Minoritaires	-0,05	-0,5%	0,11	1,0%	-0,20	-1,7%
<b>RN pdg publié</b>	<b>0,28</b>	<b>2,8%</b>	<b>0,26</b>	<b>2,4%</b>	<b>0,28</b>	<b>2,4%</b>
var	<b>-92%</b>		<b>-4%</b>		<b>+1%</b>	

Source : Audacia, estimations IS

## 2- Résultats 2023 en ligne post retraitement comptable

Il est à noter que les opex (9,7m€ au total en 2023) intègrent 1,2m€ de charges liées à la structuration des nouveaux fonds thématiques qui ne contribuent pas encore au CA. La rentabilité affichée en 2023 (10,7% de marge d'EBITDA) n'est donc pas normative et reflète une période d'investissements qui doit permettre une très sensible amélioration des résultats une fois que les nouveaux fonds commenceront à contribuer au CA. Le fait qu'Audacia soit parvenu durant les 3 derniers exercices à afficher des résultats positifs, grâce à la contribution des fonds ISF encore très rentable, est à souligner et s'avère de bon augure pour la suite.

### 2.3 Trésorerie préservée à fin 2023, 21m€ d'ANR

En termes de FCF, Audacia est parvenu en 2023 à maintenir sa Trésorerie Nette (3,2m€, stable), l'EBITDA (1,2m€) compensant la variation de BFR (-0,1m€) et les investissements dans les nouveaux fonds (-0,9m€). La différence par rapport à nos estimations provient : (i) d'un meilleur recouvrement des créances ISF qui impacte favorablement le BFR (-1,6m€ att) et (ii) de la différence de comptabilisation du produit exceptionnel sur les revenus ISF antérieurs à 2023 (moins d'EBITDA mais produit exceptionnel comptabilisé dans la ligne autres et impact positif sur le BFR).

Tableau de flux de trésorerie d'Audacia : réalisations 2023 vs attentes

au 31/12	2022 réalisé		2023 réalisé		Attentes IS 2023	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
EBITDA	0,45	4,6%	1,15	10,7%	2,04	17,7%
IS théorique	-0,12	-25,0%	-0,08	-25,0%	-0,24	-105,7%
Capex	-0,04	-0,4%	-0,06	-0,6%	-0,10	-0,9%
<b>FCF opérationnel avt BFR</b>	<b>0,29</b>	<b>3,0%</b>	<b>1,01</b>	<b>9,3%</b>	<b>1,70</b>	<b>14,8%</b>
Variation BFR	-2,72	-27,9%	-0,14	-1,3%	-1,66	-14,4%
<b>FCF opérationnel ap BFR</b>	<b>-2,43</b>	<b>-24,9%</b>	<b>0,87</b>	<b>8,1%</b>	<b>0,04</b>	<b>0,3%</b>
Acquisitions	-2,01	-20,5%	-0,91	-8,4%	0,00	0,0%
Variation capital	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Dividendes	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Autres	0,46	4,7%	-0,05	-0,5%	-0,31	-2,7%
<b>Variation DN</b>	<b>-3,97</b>	<b>-40,6%</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,27</b>	<b>-2,3%</b>

Source : Audacia, estimations IS

Même si une comptabilisation analytique n'est pas possible du fait de la mutualisation d'une partie des dépenses, il est clair que l'activité ISF a généré un FCF positif en 2023, tandis que l'activité Nouveaux Fonds, en phase d'amorçage a généré un FCF négatif, du fait notamment des coûts de structuration précédemment annoncés (1,2m€) qui n'ont pas généré de revenus. Ce constat pour l'activité ISF est d'autant plus vrai qu'Audacia a réalisé un important travail de recouvrement sur les créances historiques, ce qui a permis de contenir le BFR.

Rappelons que cette activité ISF présentait historiquement un BFR structurellement négatif qui a atteint jusqu'à -7,5m€ fin 2019, en lien notamment avec les factures à recevoir dans les dettes fournisseurs (Audacia encaissait l'ensemble des commissions et attendait de recevoir les factures des apporteurs d'affaires avant de les rémunérer). Avec l'extinction progressive des fonds ISF, le BFR est progressivement en train de se normaliser, ce qui a coûté par exemple -2,7m€ en 2022. Cette dynamique devrait se prolonger sur 2023-25e, mais compte tenu du travail effectué sur le recouvrement des créances (les commissions sont payées par les sociétés financées par les fonds ISF et non par les investisseurs), l'impact a été maîtrisé en 2023 et devrait le rester en 2024-25. Post 2025, le BFR ne sera plus un sujet, le modèle de facturation des nouveaux fonds thématiques ayant un impact limité sur le BFR (les commissions sont prélevées sur les fonds levés et payés quasi-instantanément, le principal poste du BFR étant les autres passifs courants liés aux cotisations sociales)

## 2- Résultats 2023 en ligne post retraitement comptable

Bilan d'Audacia				
au 31/12	2021 réalisé	2022 réalisé	2023 réalisé	Attentes IS 2023e
Participations	6,78	8,32	8,42	8,32
Autres actifs immobilisés	0,28	2,63	2,80	2,37
<b>Total actif immobilisé</b>	<b>7,06</b>	<b>10,95</b>	<b>11,22</b>	<b>10,69</b>
Créances clients	9,56	8,39	8,32	9,41
Autres actifs courants	2,40	1,59	1,41	1,60
Trésorerie	9,18	4,54	3,81	3,59
<b>Total actif</b>	<b>28,19</b>	<b>25,47</b>	<b>24,76</b>	<b>25,29</b>
Capitaux propres pdg	12,36	12,55	12,80	13,85
Minoritaires	0,00	0,24	0,23	0,44
<b>Total capitaux propres</b>	<b>12,36</b>	<b>12,79</b>	<b>13,03</b>	<b>14,29</b>
Dettes financières	1,96	1,30	0,65	0,63
Provisions	0,00	0,02	0,02	0,02
Dettes fournisseurs	8,09	6,45	5,60	5,45
Autres passifs courants	5,78	4,92	5,46	4,90
<b>Total passif</b>	<b>28,19</b>	<b>25,47</b>	<b>24,76</b>	<b>25,29</b>
<b>Dette Nette</b>	<b>-7,22</b>	<b>-3,25</b>	<b>-3,16</b>	<b>-2,96</b>
var	-13,88	+3,97	+0,09	+0,29
<b>BFR hors Compte Courant</b>	<b>-3,07</b>	<b>-2,06</b>	<b>-1,70</b>	<b>-0,01</b>
var	+2,10	+1,01	+0,36	+2,05
<b>Compte courant</b>	<b>1,16</b>	<b>0,67</b>	<b>0,37</b>	<b>0,67</b>
var	+1,25	-0,49	-0,29	+0,00

Source : Audacia, estimations IS

### 2.4 Un actif comptable n'intégrant pas de revalorisation des participations

A l'occasion de la publication des résultats 2023, la société a communiqué de manière plus précise sur un Actif Net Réévalué, c'est-à-dire tenant compte de la revalorisation, nette de l'imposition sur les plus-values latentes, des participations comptabilisées au bilan en actifs financiers à la valeur d'acquisition. Rappelons qu'Audacia investit dans la mesure de ses moyens sur son bilan pour amorcer ses nouveaux fonds. Ces investissements représentent à leur coût d'acquisition 9,9m€ au bilan à fin 2023.

#### Actif Net Réévalué présenté par Audacia



EN M€ DONNÉES AU 31 DÉCEMBRE 2023	ANR <sup>1</sup>
CAPITAL DÉVELOPPEMENT	2,7
CAPITAL IMMOBILIER	5,1
CAPITAL INNOVATION	10,5
AUTRES	1,0
SOUS-TOTAL	19,3
TRÉSORERIE NETTE	2,5
<b>TOTAL</b>	<b>21,8</b>

ANR PAR ACTION INCLUANT LA QP DE TRÉSORERIE NETTE : 4,58€

(1) Valeurs nettes d'imposition future sur les plus-values

Source : Audacia

## 2- Résultats 2023 en ligne post retraitement comptable

Audacia communique sur un ANR de 21,8m€ (4,6€/action) à fin 2023 qui se compare à une valeur comptable des capitaux propres de 12,8m€ (2,7€/action), soit une revalorisation de +1,9€/action. Si l'impact est non négligeable, une autre approche consiste à dire que la valeur économique des participations financières ressort à 18,3m€ vs 9,9m€ de valeur comptable, soit une création de valeur de +8,3m€ ou +84% ! Cela permet de donner un aperçu du potentiel de valeur cachée au bilan d'Audacia.

Dans le détail, en essayant de reconstituer l'ANC pour le réconcilier avec l'ANR fourni par la société, on s'aperçoit que la revalorisation provient essentiellement du Capital Innovation (10,5m€ d'ANR vs valeur comptable estimée à 5,8m€) et en particulier de Quantonation 1 selon nous. La revalorisation du Capital Immobilier (+3,2m€) n'est pas neutre également, en lien à priori avec les bonnes performances de Sharies, la startup spécialisée dans l'exploitation de résidences de co-living dont Audacia détient 23,6% du capital.

### Reconstruction de l'ANR publié par la société

en m€	ANC reconstitué par IS	ANR société	Ecart
Capital Innovation	5,8	10,5	+4,7
Capital Immobilier	1,8	5,1	+3,2
Capital Développement	2,3	2,7	+0,4
<b>Participations financières</b>	<b>9,9</b>	<b>18,3</b>	<b>+8,3</b>
Autres dont trésorerie nette	2,9	3,5	+0,6
<b>Total en m€</b>	<b>12,8</b>	<b>21,8</b>	<b>+8,3</b>
<b>en €/action</b>	<b>2,69</b>	<b>4,58</b>	<b>+1,9</b>

source : Audacia, estimations IS

### 3 – Feuille de route 2024-25 ambitieuse mais atteignable

A l’occasion de la présentation de ses résultats 2023, Audacia est revenu en détail sur les perspectives de ces principaux relais de croissance pour les 2 années à venir qui doivent lui permettre d’atteindre son objectif de 1Md€ d’AUM d’ici fin 2025. Outre Quantonation et Expansion dont les ambitions sont confortées par les réalisations de début 2024, 2 autres fonds du capital innovation (Exergon et Sorbonne Venture) devraient constituer d’importants catalyseurs. Le capital-développement et le capital-immobilier devrait également être des contributeurs à la croissance de l’AUM et des résultats, mais dans des proportions plus limitées.

#### 3.1 Quantonation, le succès ne se dément pas

1<sup>er</sup> fonds de capital-innovation lancé par Audacia avec 91m€ levés début 2022 pour le final closing de son 1<sup>er</sup> opus, Quantonation a déjà levé 70m€ début 2024 pour le first closing du 2<sup>ème</sup> opus du fonds quantique et prévoit un final closing de 200m€. En ajoutant les 9m€ levés pour réaliser un réinvestissement dans Pasqal, Quantonation devrait gérer 170m€ à fin 2024 et 300m€ fin 2025-début 2026. Avec une équipe reconnue et étoffée depuis 3 ans (9 personnes à date), un track-record d’investissement impressionnant, le fonds quantique est très bien parti pour atteindre son objectif, sachant que l’histoire dans l’univers des fonds de Private Equity tend à démontrer que c’est le 1<sup>er</sup> opus qui est le plus long et le plus dur à lever et que les suivants ont tendance à aller beaucoup plus vite et à être plus facile à réaliser, surtout si la thématique est porteuse et les résultats au rendez-vous.

#### Feuille de route de Quantonation

FONDS LEADER DES TECHNOLOGIES QUANTIQUES : **QUANTONATION**



Source : Audacia

#### 3.2 Expansion dans les pas de Quantonation après le first closing de 100m€

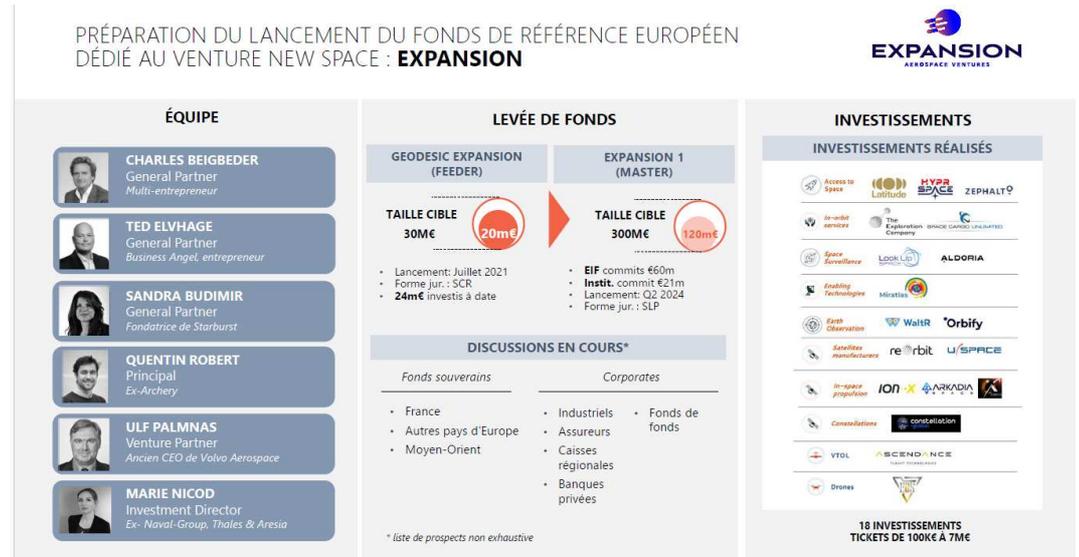
Expansion est un fonds de capital-innovation dédié au New Space et aux nouvelles mobilités aériennes. Audacia s’est associé en septembre 2022 avec Starburst et Rymdkapital pour créer ce nouveau fonds thématique. Si le démarrage a été plus long que prévu (Expansion prévoyait initialement un first closing de 100m€ au T1 23), l’équipe de gestion a été constituée (6 personnes à date), les 1ers investissements réalisés (18 à date) grâce notamment à un fonds nourricier (feeder) de 20m€. Surtout, Expansion Ventures a annoncé en janvier 2024 un first closing de 100m€, dont 60m€ souscrits par le Fonds Européen d’Investissement, avec un objectif de final closing de 300m€.

Petit détail sur lequel Audacia ne s’est pas appesanti, le first closing n’est pas encore réalisé techniquement, les différentes parties finalisant la structuration juridique de la

### 3 – Feuille de route 2024-25 ambitieuse mais atteignable

société de gestion. Cela devrait être le cas d'ici l'été selon Audacia, avec un objectif de levée revu à 120m€ vs 100m€ annoncé en janvier, ou au plus tard d'ici la rentrée selon nous. Un décalage dommageable pour le CA S1 24, mais sans impact majeur sur les résultats normatifs et la valorisation d'Audacia.

#### Feuille de route d'Expansion



Source : Audacia

Après Quantonation, Expansion est la 2<sup>ème</sup> démonstration de la capacité d'Audacia à lever des fonds sur des thématiques différenciantes de capital-innovation. A l'instar de Quantonation, la mise en route est légèrement plus longue que prévu, mais la suite du développement devrait s'accélérer et il est selon nous crédible qu'Expansion réalise son final closing de 300m€ d'ici fin 2025-début 2026, d'autant que cette thématique pourrait plus facilement que le quantique attirer les fonds corporate d'industriels du secteur (Airbus, Safran...).

#### 3.3 Exergon : le 3<sup>ème</sup> principal catalyseur à CT

Exergon est un fonds de capital-innovation dédié au Nouveau Nucléaire et à la Transition Energétique. Là aussi, l'équipe de gestion est constituée (5 personnes à date), les 1ers investissements (3 à date, 3 prévus au T2 24 et 10 à horizon fin 2024) ont été réalisés grâce à un feeder de 4m€ et le fonds vise un final closing de 300m€ pour son 1<sup>er</sup> opus.

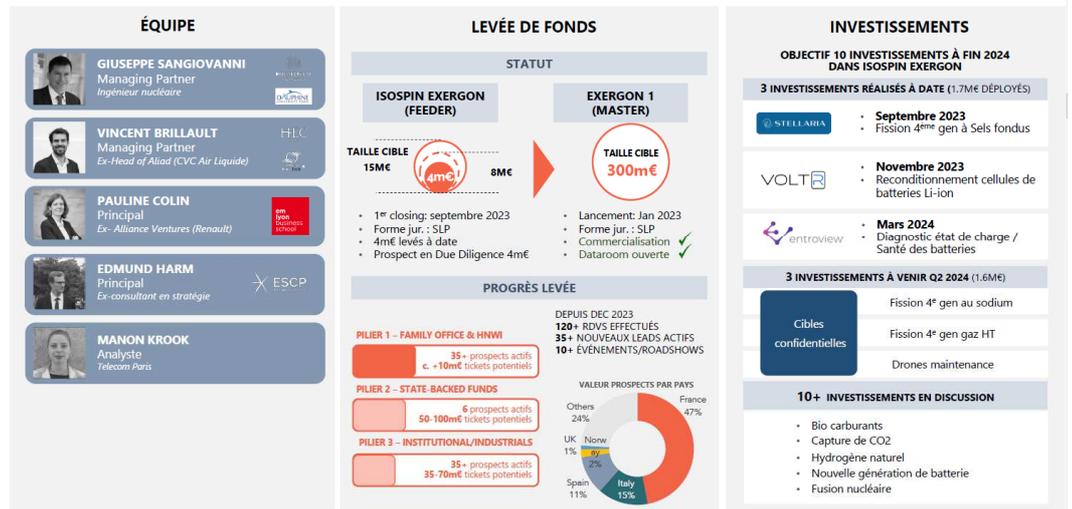
La commercialisation a officiellement débuté fin 2023, mais un first closing nous semble peu probable d'ici la fin d'année 2024 et il faudra plutôt attendre début 2025. A l'instar des challenges rencontrés pour structurer les sociétés de gestion de Quantonation et d'Expansion, il est par ailleurs probable que la mise en œuvre effective de la société de gestion (et le début de la facturation des commissions de gestion) intervienne 6 mois plus tard, soit après l'été 2025, et donc une contribution au CA 2025 sur seulement quelques mois. Le final closing devrait quant à lui intervenir 12 à 18 mois plus tard selon nous, soit plutôt à la fin du S1 2026 ou à la fin du S2 2026.

A l'instar d'Expansion, Audacia vise un fonds cible de 300m€. Exergon est donc amené à devenir le 3<sup>ème</sup> principal pilier à l'AUM et aux résultats d'Audacia, avec néanmoins une contribution normative décalée de 12 mois par rapport au fonds dédié au New Space.

### 3 – Feuille de route 2024-25 ambitieuse mais atteignable

#### Feuille de route d'Exergon

PREMIER FONDS VENTURE DÉCARBONATION DEEPTech : EXERGON



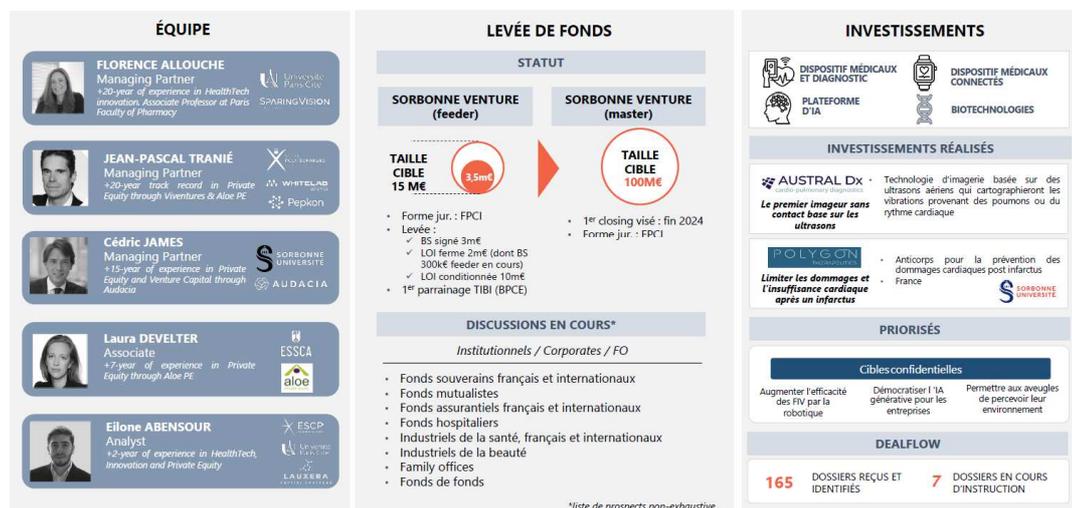
Source : Audacia

#### 3.4 Sorbonne Venture : ambitions plus faibles, mais horizon plus certain

En novembre 2023, Sorbonne Université annonce avoir confié à Audacia et Aloe Private Equity la création d'un fonds HealthTech visant à soutenir une quinzaine de start-ups issues de l'écosystème de l'université dans des domaines tels que l'IA pour les thérapies innovantes, le diagnostic, les biotechnologies, la medtech ou les technologies numériques. Là-aussi, l'équipe est constituée (4 personnes à date) et les 1ers investissements ont été réalisés (2 à date) grâce au feeder de 3,5m€. Sorbonne Venture vise un first closing fin 2024 et un final closing de 100m€. S'il existe un risque de décalage de quelques mois, l'enjeu est moins grand pour Audacia et le risque d'exécution est relativement faible au regard de l'expérience reconnue de l'équipe de gestion et du gisement de start-ups (178 start-ups issues des laboratoires de la Sorbonne) et d'investisseurs (fonds mutualistes, fonds assurantiels, fonds hospitaliers, industriels du secteur...) qu'offre le réseau de Sorbonne Université.

#### Feuille de route de Sorbonne Venture

UNIVERSITY – HOSPITAL BACKED FUND : SORBONNE VENTURE



Source : Audacia

### 3 – Feuille de route 2024-25 ambitieuse mais atteignable

#### 3.5 Immobilier : des ambitions intactes, mais un environnement peu porteur

Précurseur sur le marché du coliving, Audacia a revu ses ambitions à la baisse depuis 2/3 ans face à la crise du secteur immobilier et la hausse des taux. Cela ne l'a pas empêché de livrer 2 actifs (Vanves et Masy) qui ont été complétés par Reims fin juin 2024. Avec une équipe de gestion renouvelée (arrivée de Frédéric Leclerc en tant que Directeur), Audacia n'a pas abandonné cet axe de développement et a notamment signé un termsheet avec un *family office* pour enclencher 44m€ d'investissements dans de nouveaux projets. L'équipe est par ailleurs en phase de structuration d'un FPCI Murs & Fonds dédié au coliving. Le Capital-immobilier reste un levier de croissance pour Audacia à MT/LT, mais la contribution à l'objectif 2025 de 1Md€ d'AUM devrait être limitée.

#### Feuille de route du Capital-Immobilier

##### IMMOBILIER : FONDS PIONNIER DANS LE SECTEUR DU COLIVING

ÉQUIPE	LEVÉE DE FONDS	INVESTISSEMENTS
<p><b>FRÉDÉRIC LECLERC</b> Directeur Capital Immobilier +20 ans d'expérience dans l'immobilier 650M€ d'investissements, 1,5Md€ de cessions, 2,3Md€ d'AUM</p> <p><b>EMMA VENTURI</b> Analyste Capital Immobilier Ex-Transaction Services Analyste chez 2CFinance</p>	<p><b>MURS &amp; FONDS</b></p> <p><b>44 m€</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Termsheet signée avec un Family office pour 22M€ en fonds propre ou co-investissement.</li> <li>LTV prévu de 50%</li> <li>Investissement total de 44M y compris levier</li> </ul> <p><b>DISCUSSIONS AVANCÉES AVEC D'AUTRES PROSPECTS EN COURS</b></p> <p>Institutionnels / Corporates / FO</p> <p><b>Investisseur High Net Worth</b> : grande fortune française souhaitant diversifier son patrimoine à travers des investissements en Coliving.</p> <p><b>Investisseur Institutionnel</b> : discussion avec une banque française pour une entrée dans notre fonds.</p>	<p><b>ELEVATION 1</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Club-deal réalisé en 2019 pour la création d'une résidence à <b>Vanves</b> (92)</li> <li>57 chambres</li> </ul> <p><b>FPS AUDACIA ELEVATION</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>FPS dédié à l'investissement de résidences de coliving en France</li> <li><b>Masy</b>: 34 chambres - ouverture janvier 2024</li> <li><b>Reims</b>: 166 chambres, 85 postes de travail de coworking, restaurant, services, (ouverture juin 2024)</li> </ul> <p><b>FPCI Murs &amp; Fonds</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>En cours de structuration, éligible 150-0-8-ter &amp; Dutreil</li> <li>Acquisition d'actifs sur le segment Coliving</li> <li>Exploitation en mandat de gestion par un opérateur</li> <li>Endettement bancaire cible : jusqu'à 60% de LTV</li> <li>Détention sur un horizon de 6 ans</li> <li>Stratégie de création de valeur fondée sur :             <ul style="list-style-type: none"> <li>Pression à la hausse sur les loyers</li> <li>Contrat d'exploitation plus rentable</li> <li>Conditions d'achat plus favorables</li> <li>Co-promotion et achat de permis possible</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>PARTENAIRE</b></p> <p><b>SHARIES</b></p> <p>INVESTISSEMENT DIRECT DANS SHARIES Fondé en 2027 par Julien Morville et Augustin Médon Opérateur pionnier dans le domaine de l'habitat partagé Participation minoritaire</p>		

Source : Audacia

#### 3.6 Capital-Développement : un levier de croissance à ne pas négliger

S'appuyant sur l'équipe de gestion historique des fonds ISF (5 personnes à date), Audacia ne manque pas d'imagination pour trouver des substituts à l'activité ISF gérée

#### Feuille de route du Capital-Développement

##### CAPITAL DÉVELOPPEMENT : UNE DIVERSIFICATION CONTINUE DE SON OFFRE

ÉQUIPE	STRUCTURES ACTIVES	INVESTISSEMENTS						
<p><b>THOMAS SCHMITZ</b> Directeur des Investissements</p> <p><b>ALEXANDRE CHEVET</b> Directeur des Participations</p> <p><b>JUSTINE BERTHON</b> Chargée d'Affaires</p> <p><b>THIBAUT DONAT</b> Chargé d'Affaires</p> <p><b>MATHILDE OUSSET</b> Analyste</p>	<p><b>STATUT</b></p> <p><b>CONSTELLATION (I, II ET III)</b> : 15m€</p> <p><b>CLUB DEAL PÉPITES</b> : 130m€</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Constellation I</b> : 12,5m€ investis dans 6 PME</li> <li><b>Constellation II</b> : 12,5m€ investis dans 5 PME</li> <li><b>Constellation III</b> : 8m€ investis dans 5 PME</li> </ul> <p><b>ACTIVITÉ 2023</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Constellation I : Sortie de Point de Vue (x2)</li> <li>Constellation II : Sortie de Damantin (x3) / réinvest Atlantis / invest Lorgeril</li> <li>Constellation III : Investissement dans Lorgeril &amp; Ateliers Léon Flam</li> </ul> <p><b>OBJECTIFS 2024</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Constellation</th> <th>Obligations Relance</th> <th>Pépites</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>Sortie de Loulou Groupe (x2-3)</li> <li>Sortie de Blackcode</li> <li>Sortie de Atlantis (x2,4)</li> <li>Finalisation de levée</li> <li>Démarrage levée de fonds (1,5-20m€)</li> </ul> </td> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du programme (+570k€/an de CA jusqu'en 2027)</li> <li>Suivi des 20 sociétés</li> <li>Elaboration d'opérations en equity sur certaines lignes</li> <li>Positionnement sur le futur programme d'Obligations Transition</li> </ul> </td> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>Déploiement de plus de 40m€ sur 4 lignes :</li> <li>Affichage urbain</li> <li>Restauration festive</li> <li>Gestion du spectre hertzien</li> <li>Conception lignes de moteurs électriques</li> </ul> </td> </tr> </tbody> </table>	Constellation	Obligations Relance	Pépites	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sortie de Loulou Groupe (x2-3)</li> <li>Sortie de Blackcode</li> <li>Sortie de Atlantis (x2,4)</li> <li>Finalisation de levée</li> <li>Démarrage levée de fonds (1,5-20m€)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du programme (+570k€/an de CA jusqu'en 2027)</li> <li>Suivi des 20 sociétés</li> <li>Elaboration d'opérations en equity sur certaines lignes</li> <li>Positionnement sur le futur programme d'Obligations Transition</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Déploiement de plus de 40m€ sur 4 lignes :</li> <li>Affichage urbain</li> <li>Restauration festive</li> <li>Gestion du spectre hertzien</li> <li>Conception lignes de moteurs électriques</li> </ul>	<p><b>DETAIL DU PORTEFEUILLE</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>Constellation I</b> blackcodex</li> <li><b>Constellation II</b> Atlantis, NEHO, Biosyl</li> <li><b>Constellation III</b> Jmy, Léon Flam, Ninkasi</li> <li><b>Obligations Relance - 73m€ dans 20 PME-ETI</b> LEPAPE, Ober, Biosyl, etc.</li> </ol> <p>Investissements réalisés en 2023</p>
Constellation	Obligations Relance	Pépites						
<ul style="list-style-type: none"> <li>Sortie de Loulou Groupe (x2-3)</li> <li>Sortie de Blackcode</li> <li>Sortie de Atlantis (x2,4)</li> <li>Finalisation de levée</li> <li>Démarrage levée de fonds (1,5-20m€)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du programme (+570k€/an de CA jusqu'en 2027)</li> <li>Suivi des 20 sociétés</li> <li>Elaboration d'opérations en equity sur certaines lignes</li> <li>Positionnement sur le futur programme d'Obligations Transition</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Déploiement de plus de 40m€ sur 4 lignes :</li> <li>Affichage urbain</li> <li>Restauration festive</li> <li>Gestion du spectre hertzien</li> <li>Conception lignes de moteurs électriques</li> </ul>						

Source : Audacia

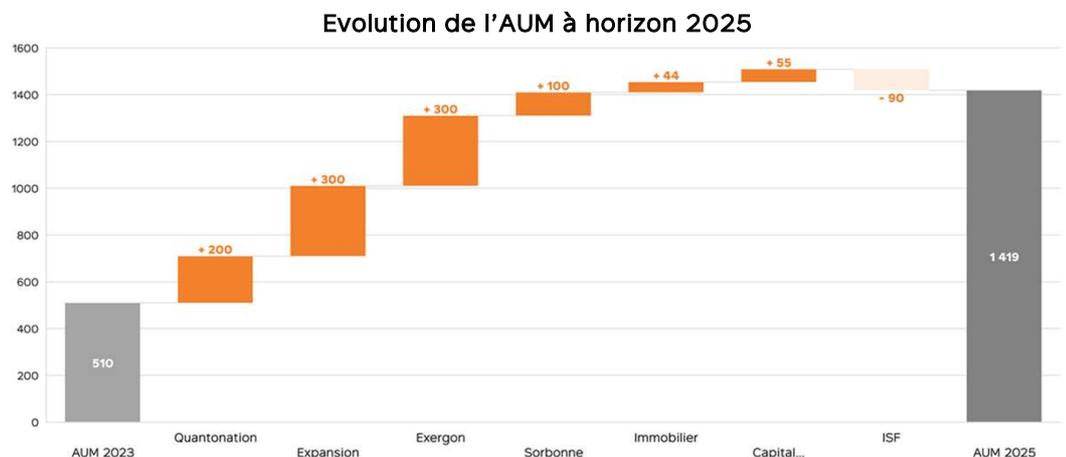
### 3 – Feuille de route 2024-25 ambitieuse mais atteignable

en extinction. Fort de ses relations de nombreuses PME-ETI, l'équipe a su capter une partie des fonds (76m€ au final, après avoir obtenu dans un 1<sup>er</sup> temps 40m€) alloués à Tikehau pour les Obligations Relance sur 2022-23 et continue le déploiement de véhicule de capital-développement classique (Constellation), avec un objectif de 15m€ de levée tous les 2 ans et demi. Après Constellation 1,2 et 3, Audacia est en phase de levée pour le 4<sup>ème</sup> opus. Par ailleurs, l'équipe travaille à la création d'un nouveau fonds de 130m€ dénommé Club Deal Pépites, avec un 1<sup>er</sup> objectif intermédiaire de 40m€ sur 4 lignes déjà identifiées.

Si cette poche est moins différenciante que les fonds thématiques de capital-innovation et que les ambitions de levée sont plus modestes, le risque d'exécution est limité et cette stratégie d'investissement permet à Audacia d'être en mesure d'offrir une gamme complète d'investissement non cotés pour ses clients family offices.

#### 3.7 La guidance de 1Md€ d'AUM en bonne voie, même en cas de décalage

Partant d'un AUM après revalorisation de 510m€ fin 2023 et en tenant compte de l'extinction de la majorité des fonds ISF d'ici fin 2025 (-90m€), Audacia est en bonne voie pour atteindre son objectif d'AUM de 1Md€ à fin 2025, puisque si on intègre l'ensemble des objectifs détaillés précédemment, l'AUM atteindrait 1,4Md€, dont la moitié est sécurisée à date grâce au first closing de Quantonation 2 et d'Expansion. L'ensemble de ces ambitions laisse donc de la place à 1 ou 2 décalages de certaines levées de fonds, notamment les final closings d'Expansion ou d'Exergon. Par ailleurs, même si ces finals closings venaient à être décalés de quelques mois et/ou revus à la baisse, c'est surtout l'étape du first closing qui est la plus importante pour enclencher la dynamique et valider le bienfondé du modèle.



Source : Audacia

**Avec Quantonation et bientôt Expansion lancés, Audacia est sur la bonne voie pour atteindre son objectif de 1Md€ d'AUM en 2025 qui apparaissait très ambitieux à l'IPO. Il reste à réaliser les first closing d'Exergon et de Sorbonne Venture pour valider définitivement la stratégie, quitte à ce que l'objectif soit atteint avec quelques mois de décalage.**

## 4 – Estimations ajustées pour intégrer plus de minoritaires

Après des résultats 2023 en ligne avec nos attentes, nous procédons à une revue détaillée de nos estimations 2024-25e et introduisons nos attentes 2026e. Si nous ne modifions qu'à la marge nos estimations d'AUM 2024-25e et nos prévisions de résultats 2024e, nos attentes 2025e de résultats se révèlent sensiblement réduites pour intégrer (i) une hausse sensible des intérêts minoritaires au regard de la contribution grandissante des fonds de capital-innovation (Quantonation, Expansion, Exergon) dont la détention par Audacia est inférieure à nos prévisions précédentes et (ii) une contribution quasi-nulle des final closings d'Expansion et d'Exergon sur 2025e, considérant que la contribution en année pleine n'interviendra qu'en 2026e. En conclusion, si les résultats 2024-26e devraient traduire une très forte progression, c'est finalement 2026 et non 2025 qui reflétera pleinement les effets de la nouvelle stratégie et l'atteinte de l'objectif de 1Md€ d'AUM. Fort d'une Trésorerie Nette préservée à fin 2023 et d'une génération de FCF en sensible progression sur 2024-26e, Audacia devrait disposer d'une Trésorerie Nette de 12,9m€ à fin 2026e, de quoi permettre à la société de renforcer ses investissements dans ses fonds thématiques et/ou d'envisager des acquisitions.

### 4.1 Attentes 2024 inchangées, scénario plus prudent et plus de minoritaires au-delà

Comme nous le détaillons dans le tableau ci-dessous, nous ne modifions que marginalement nos estimations d'AUM pour 2024-25e qui intègrent l'atteinte de l'objectif de la société de 1Md€ d'AUM fin 2025.

En revanche, nous intégrons un scénario plus prudent quant à la contribution des nouvelles levées de fonds au CA, considérant que ces dernières ne généreront de commissions de gestion que sur quelques mois, que ce soit sur 2024 (contribution sur 6 mois seulement du first closing d'Expansion) ou sur 2025 (pas de contribution des final closings d'Expansion et d'Exergon intégrés sur décembre). C'est donc à partir de 2026 que le succès des nouvelles levées de fonds permettra de mesurer l'impact en année pleine de la nouvelle stratégie. Nous visons désormais des CA de 13,4m€ (+24%) en 2024e, 17,1m€ (+28%) en 2025e et 25,5% (+49%) en 2026e.

A l'inverse, nous intégrons des coûts opérationnels (opex) plus faibles sur 2024-25e au regard des réalisations 2023 qui intègrent déjà les recrutements en avance de phase (1,2m€ sur un total de 9,7m€), quand bien même ils seront en sensible progression (respectivement +17% et +15%). En conséquence, nous laissons quasi-inchangées nos attentes 2024e en termes d'EBITDA et d'EBITA, tandis que nos estimations 2025e sont réduites de -35% au niveau de l'EBITDA et de -36% au niveau de l'EBITA.

#### Attentes IS 2024-26e : révisions

	2023 réalisé	2024e Act. Préc	Rév.	2025e Act. Préc	Rév.	2026e Act.		
AUM avt revalo.	425	633	541	+17%	920	1 066	-14%	1 439
var	+82	+208	+116		+287	+525		+518
Revalorisation	85	85	75	+14%	85	75	+14%	85
var	+24	+0	-10		+0	+0		-0
<b>AUM ap. revalo.</b>	<b>510</b>	<b>718</b>	<b>616</b>	<b>+17%</b>	<b>1 005</b>	<b>1 141</b>	<b>-12%</b>	<b>1 523</b>
var	+106	+208	+106		+287	+525		+518
<b>CA</b>	<b>10,8</b>	<b>13,4</b>	<b>14,6</b>	<b>-8%</b>	<b>17,1</b>	<b>22,1</b>	<b>-23%</b>	<b>25,5</b>
var	+11%	+24%	+35%		+28%	+51%		+49%
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-0%</b>	<b>4,4</b>	<b>6,7</b>	<b>-35%</b>	<b>9,9</b>
var	+156%	+90%	+90%		+99%	+205%		ns
Amort/provisions	-0,8	-0,1	-0,1		-0,1	-0,1		-0,2
<b>EBITA</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-3%</b>	<b>4,2</b>	<b>6,6</b>	<b>-36%</b>	<b>9,8</b>
var	-30%	ns	ns		+104%	+210%		ns
Résultat financier	-0,0	-0,0	-0,0		-0,0	0,0		-0,0
IS normatif	-0,1	-0,5	-0,5		-1,1	-1,2		-2,4
Minoritaires	0,1	0,0	0,0		-1,4	-0,5		-4,2
<b>RN ajusté</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>-1%</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>	<b>-64%</b>	<b>3,1</b>
var	+18%	+346%	+352%		+13%	+213%		+73%

Source : Audacia, estimations IS

## 4 – Estimations ajustées pour intégrer plus de minoritaires

Par ailleurs, nos estimations d'intérêts minoritaires sont sensiblement revues à la hausse à partir de 2025 (-1,4m€ vs -0,5m€ préc) pour tenir compte d'un pourcentage de détention d'Expansion moindre qu'escompté initialement (20% vs 50%).

Au global, nous ne modifions quasiment pas nos attentes 2024, tandis que nous reportons à 2026 (vs 2025 préc) la pleine contribution des nouvelles levées de fonds, avec par conséquent des attentes 2025e sensiblement réduites (-64% au niveau du RN ajusté). Au regard des intérêts minoritaires grandissants, il est important de souligner que l'agrégat le plus pertinent désormais pour mesurer les performances d'Audacia sera le RN ajusté. Après des exercices 2021-23 légèrement positifs, Audacia devrait être en mesure d'afficher sur 2024-26e une trajectoire de très forte progression, et cela sans même intégrer de contribution du carried interest ou de revalorisation des participations historiques.

### 4.2 Réaccélération de la croissance en 2024 grâce aux Nouveaux Fonds

Dans le tableau ci-dessous, nous faisons figurer l'AUM avant revalorisation qui sert de base au calcul des commissions de gestion et qui diffère par conséquent de l'AUM communiqué par la société. 100% du CA étant généré par des commissions de gestion, l'AUM est le meilleur indicateur avancé du CA d'Audacia, même si (i) il faut faire une distinction entre Nouveaux Fonds (commission de gestion de 2% en moyenne) et Fonds ISF (rémunération calculée différemment) et (ii) il faut tenir compte la 1ère année du prorata temporis par rapport à la date des levées.

Après un exercice 2023 en croissance de +11% porté par les Fonds ISF, Audacia devrait voir sa croissance globale du CA accélérer sur 2024e (+24%), 2025e (+28%) et 2026e (+49%), soutenue par les Nouveaux Fonds. Il est à noter que les fonds ISF devraient continuer à contribuer au CA jusqu'en 2025, puis le CA d'Audacia sera réalisé uniquement par les Nouveaux Fonds à partir de 2026.

#### Evolution 2021-26e de l'AUM et du CA d'Audacia

en m€, au 31/12	2021		2022		2023		2024e		2025e		2026e	
AUM Nouveaux Fonds	73	23%	197	57%	277	65%	528	83%	860	93%	1 439	100%
var	+44		+124		+81		+251		+332		+578	
AUM ISF	247	77%	147	43%	148	35%	105	17%	60	7%	0	0%
var	-156		-101		+1		-43		-45		-60	
<b>Total AUM avt revalorisation</b>	<b>321</b>	<b>100%</b>	<b>343</b>	<b>100%</b>	<b>425</b>	<b>100%</b>	<b>633</b>	<b>100%</b>	<b>920</b>	<b>100%</b>	<b>1 439</b>	<b>100%</b>
<b>var</b>	<b>-112</b>		<b>+23</b>		<b>+82</b>		<b>+208</b>		<b>+287</b>		<b>+518</b>	

en m€, au 31/12	2021	Com.	2022	Com.	2023	Com.	2024e	Com.	2025e	Com.	2026e	Com.
CA Nouveaux Fonds	1,6	2,2%	4,7	2,4%	4,6	1,7%	8,2	1,5%	14,4	1,7%	25,5	1,8%
var	+211%		+185%		-1%		+76%		+76%		+77%	
CA Fonds ISF	6,5	2,6%	5,1	3,5%	6,2	4,2%	5,2	5,0%	2,7	4,5%	0,0	nd
var	-37%		-21%		+22%		-16%		-48%		-100%	
<b>CA Total</b>	<b>8,1</b>	<b>2,5%</b>	<b>9,8</b>	<b>2,8%</b>	<b>10,8</b>	<b>2,5%</b>	<b>13,4</b>	<b>2,1%</b>	<b>17,1</b>	<b>1,9%</b>	<b>25,5</b>	<b>1,8%</b>
<b>var</b>	<b>-25%</b>		<b>+20%</b>		<b>+11%</b>		<b>+24%</b>		<b>+28%</b>		<b>+49%</b>	

Source : Audacia, estimations IS

### 4.3 La croissance du CA aura un très fort levier sur les résultats dès 2024e

Audacia ayant déjà engagé des coûts de structuration pour les nouveaux fonds (1,2m€), les opex devraient croître sur 2024-26e, mais dans des proportions limitées (+14% à +22% par an), de sorte que la forte progression des revenus devrait se retranscrire par une forte amélioration des résultats, avec un EBITDA qui devrait doubler quasiment tous les ans sur la période 2024-26e. Avec l'extinction progressive de l'activité ISF, les provisions (nettes des reprises) sont vouées à disparaître et l'EBITA devrait être peu ou prou équivalent à l'EBITDA.

## 4 – Estimations ajustées pour intégrer plus de minoritaires

### Compte de résultats ajusté 2021-26e d'Audacia

en m€, au 31/12	2021	% CA	2022	% CA	2023	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA	2026e	% CA
CA	8,1		9,8		10,8		13,4		17,1		25,5	
var	-25%		+20%		+11%		+24%		+28%		+49%	
Rétrocessions	-1,8	-22,8%	-0,2	-2,6%	0,4	3,3%	-0,3	-2,5%	-0,5	-2,7%	-0,6	-2,2%
Charges personnel	-2,9	-35,2%	-5,1	-52,2%	-6,4	-58,6%	-7,1	-53,0%	-8,2	-48,0%	-10,0	-39,3%
Impôts et taxes	-0,1	-1,6%	-0,2	-2,3%	-0,4	-3,6%	-0,4	-3,0%	-0,5	-2,9%	-0,6	-2,4%
Autres	-1,8	-22,4%	-3,2	-32,4%	-3,0	-27,3%	-3,0	-22,4%	-3,2	-18,7%	-4,0	-15,7%
Loyers nets	-0,5	-5,6%	-0,6	-5,9%	-0,3	-3,1%	-0,4	-2,7%	-0,4	-2,1%	-0,4	-1,4%
Total Opex ajustés	-7,1	-87,5%	-9,3	-95,4%	-9,7	-89,3%	-11,2	-83,6%	-12,7	-74,5%	-15,5	-61,0%
var	+5%		+31%		+4%		+16%		+14%		+22%	
EBITDA ajusté	1,0	12,5%	0,5	4,6%	1,2	10,7%	2,2	16,4%	4,4	25,5%	9,9	39,0%
var	-75%		-55%		+156%		+89%		+99%		+127%	
Amortissements	-0,1	-1,3%	0,0	-0,4%	-0,1	-0,9%	-0,1	-0,9%	-0,1	-0,8%	-0,2	-0,6%
Provisions, nettes reprise	0,4	5,1%	0,1	0,7%	-0,7	-6,7%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
EBITA ajusté	1,3	16,3%	0,5	4,9%	0,3	3,1%	2,1	15,5%	4,2	24,7%	9,8	38,4%
var	-27%		-64%		-30%		+519%		+104%		+131%	
Résultat financier	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
RCAI ajusté	1,3	16,2%	0,5	4,8%	0,3	3,0%	2,1	15,4%	4,2	24,7%	9,8	38,3%
var	-27%		-64%		-31%		+535%		+104%		+131%	
IS ajusté	-0,3	-26,5%	-0,1	-25,0%	-0,1	-24,9%	-0,5	-25,0%	-1,1	-25,0%	-2,4	-25,0%
Minoritaires	0,0	0,0%	-0,1	-0,5%	0,1	1,0%	0,0	0,2%	-1,4	-8,1%	-4,2	-16,6%
RN ajusté	1,0	11,9%	0,3	3,1%	0,4	3,3%	1,6	11,8%	1,8	10,4%	3,1	12,1%
var	-21%		-69%		+19%		+344%		+13%		+73%	

Source : Audacia, estimations IS

En deçà des résultats opérationnels, le résultat financier (voisin de zéro) et l'impôt (normatif à 25%) n'appellent pas de commentaires. En revanche, les intérêts minoritaires doivent faire l'objet d'une attention particulière.

En effet, ceux-ci sont voués à croître significativement dans les années à venir, dans la mesure où la croissance des résultats opérationnels sera principalement portée par Quantonation, Expansion, Exergon et Sorbonne Venture, des structures dans lesquelles Audacia ne détiendra pas 100% du capital. A date, Audacia détient 49% de Quantonation et 20% d'Expansion et nous avons pris l'hypothèse d'une détention à mi-chemin (35%) pour Exergon et Sorbonne Venture. Si la forte croissance des résultats de Quantonation en 2024 ne devrait pas être perceptible au niveau des intérêts minoritaires en raison des pertes des 3 autres fonds, nous anticipons une forte augmentation en 2025e (1,4m€) et surtout en 2026e (4,2m€).

### Décomposition des intérêts minoritaires 2023-26e

en m€, au 31/12	% détention Audacia	2023	2024e	2025e	2026e
Quantonation	49%	-0,1	0,4	0,7	1,0
Expansion	20%	0	-0,3	0,0	1,7
Exergon	35%	0	-0,1	0,2	1,3
Sorbonne Venture	35%	0	0,0	0,5	0,2
<b>Total</b>		<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>

Source : estimations Invest Securities

#### 4.4 Vive progression des FCF également sur 2024-26e

Le modèle économique d'Audacia est très peu capitalistique, l'essentiel des investissements étant financiers en lien avec l'amorçage des fonds. Le FCF opérationnel correspond donc peu ou prou à l'EBITDA fiscalisé pour les nouveaux fonds. Notons que nous intégrons une variation de BFR de -1,7m€ en 2026e pour intégrer l'extinction des fonds ISF.

Le FCF opérationnel est donc par conséquent amené à fortement progresser sur la période 2024-26e pour atteindre 5,6m€ en 2026e, ce qui devrait porter la Trésorerie Nette à 12,8m€ à fin 2026e (vs 3,2m€ fin 2023). Des moyens qui seront utilisés par Audacia pour renforcer son investissement dans l'amorçage de ses fonds et/ou procéder à des acquisitions. Ce dernier sujet, à ce stade en phase de réflexion chez le management, ne devrait s'accélérer que l'année prochaine au plus tôt selon nous.

## 4 – Estimations ajustées pour intégrer plus de minoritaires

Tableau de flux de trésorerie d'Audacia sur 2021-26e

en m€, au 31/12	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e						
EBITDA ajusté	1,0	12,5%	0,5	4,6%	1,2	10,7%	2,2	16,4%	4,4	25,5%	9,9	39,0%
IS théorique	-0,4	-26,5%	-0,1	-25,0%	-0,1	-25,0%	-0,5	-25,0%	-1,1	-25,0%	-2,4	-25,0%
Capex	0,0	-0,5%	0,0	-0,4%	-0,1	-0,6%	-0,1	-0,7%	-0,2	-0,9%	-0,2	-0,8%
<b>FCF opérationnel avt BFR</b>	<b>0,6</b>	<b>7,7%</b>	<b>0,3</b>	<b>3,0%</b>	<b>1,0</b>	<b>9,3%</b>	<b>1,6</b>	<b>11,8%</b>	<b>3,2</b>	<b>18,5%</b>	<b>7,3</b>	<b>28,6%</b>
Variation BFR	-1,2	-15,3%	-2,7	-27,9%	-0,1	-1,3%	-0,5	-3,7%	0,0	0,0%	-1,7	-6,5%
<b>FCF opérationnel ap BFR</b>	<b>-0,6</b>	<b>-7,7%</b>	<b>-2,4</b>	<b>-24,9%</b>	<b>0,9</b>	<b>8,1%</b>	<b>1,1</b>	<b>8,0%</b>	<b>3,2</b>	<b>18,5%</b>	<b>5,6</b>	<b>22,1%</b>
Acquisitions/cessions	14,3	176,4%	-2,0	-20,5%	-0,9	-8,4%	-0,2	-1,5%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Variation capital	6,4	78,6%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Dividendes	-5,4	-66,3%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Autres	-0,8	-10,3%	0,5	4,7%	-0,1	-0,5%	0,0	-0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>Cash-flow publié</b>	<b>13,9</b>	<b>170,7%</b>	<b>-4,0</b>	<b>-40,6%</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,8%</b>	<b>0,9</b>	<b>6,5%</b>	<b>3,2</b>	<b>18,4%</b>	<b>5,6</b>	<b>22,1%</b>
<b>Dette Nette</b>	<b>-7,2</b>		<b>-3,2</b>		<b>-3,2</b>		<b>-4,0</b>		<b>-7,2</b>		<b>-12,8</b>	
<b>var</b>	<b>-13,9</b>		<b>+4,0</b>		<b>+0,1</b>		<b>-0,9</b>		<b>-3,2</b>		<b>-5,6</b>	

Source : Audacia, estimations IS

## 5 – Sous-évaluation massive, dossier à (re)découvrir

Alors même que les réalisations de 2023 et sur le début de 2024 sont rassurantes quant à l'exécution de la feuille de route fixée à l'IPO, le titre a sensiblement souffert depuis le début d'année (-23%), avec à la clé un cours inférieur de -46% à son prix d'IPO alors que la société est plutôt au rendez-vous et que la valorisation d'IPO était raisonnable. Avec l'amélioration sensible des résultats en 2024 grâce au succès des levées des Nouveaux Fonds, le groupe va enfin bénéficier d'un momentum positif, ce qui pourrait permettre de réduire la sous-évaluation, sachant que le cours actuel de 3,7€ est à mettre en perspective avec une valeur du cash et des participations au bilan de 2,4€/action. Notre objectif par DCF, intégrant le changement de modèle avec un poids significatif des minoritaires, ressort à 9,6€ (vs 10,5€ préc), sans même intégrer la revalorisation des actifs financiers sur la base des indications données par le management (+1,4€/action). Opinion ACHAT réitérée.

### 5.1 Comparables : toujours prématuré d'adopter cette approche

Le nombre de sociétés de gestion cotées en Europe a continué d'augmenter depuis 5 ans, avec comme dernier exemple en date l'IPO en avril dernier à Amsterdam de CVC Capital Partners qui lui a permis de lever 250m€ sur une opération totale de 2,3Mds€ (2,0Mds€ de cessions de titres de la part des actionnaires) qui valorise CVC à 14Mds€.

CVC s'ajoute ainsi à la liste déjà fournie d'acteurs cotés en Europe qui compte notamment Antin, BridgePoint, EQT, Eurazeo, ICG, Partners Group et Tikehau. Le segment est également bien représenté aux Etats-Unis avec Apollo, Blackstone, Carlyle et KKR. Si le secteur a connu un *derating* sensible fin 2022-début 2023 dans le sillage de la hausse des taux et de la difficulté à lever des nouveaux fonds, il a connu un sensible rebond en 2023 et est aujourd'hui correctement valorisé avec des PE 2024-25e de 18,1x-14,4x, quand bien même il existe une forte hétérogénéité selon les acteurs.

#### Sociétés de gestion de PE cotées en Europe

	Cours (€)	Variation		Capi (m€)	Fee AUM 2023 (Mds€)	2023	PE	
		dp 31/12	2023				2024e	2025e
Antin	12,1	-12,3%	-32,1%	2 110	20,2	21,0x	14,5x	10,2x
Bridgepoint	2,8	-13,3%	+46,5%	2 136	37,0	18,7x	14,5x	14,1x
CVC	17,3	+23,4%	nd	17 650	186,0	nd	23,8x	16,4x
EQT	28,7	+15,1%	+29,2%	33 550	135,3	29,1x	26,7x	21,4x
Eurazeo	75,0	+4,3%	+23,7%	5 458	7,2	11,4x	10,6x	6,4x
ICG	14,6	+1,6%	+4,1%	974	91,3	15,4x	12,8x	13,2x
Partners Group	1 252,6	+0,2%	+48,5%	32 291	152,3	31,5x	27,3x	23,0x
Tikehau	22,5	+9,0%	-15,1%	3 862	40,2	21,0x	14,5x	10,2x
<b>Moyenne</b>		<b>+3,5%</b>	<b>+15,0%</b>			<b>21,2x</b>	<b>18,1x</b>	<b>14,4x</b>

Source : Factset Estimates

Ce multiple n'est pas forcément le plus pertinent, dans la mesure où il faut valoriser pour ces sociétés à la fois (i) les actifs sous gestion de clients tiers qui génèrent des commissions de gestion, (ii) la capacité de la société de gestion à capter une partie de la création de valeur des fonds via la perception de commissions de surperformance (carried interest) et (iii) les actifs portés par le bilan des sociétés de gestion (investissement dans ses propres fonds). Pour valoriser le 1<sup>er</sup> pan, le ratio utilisé est le P/FRE (Fee Related Earnings), à savoir les revenus issus des commissions de gestion (hors carried interest) après déduction des coûts associés à la gestion. Or, il existe d'importantes différences méthodologiques dans le calcul du FRE pour chacune des sociétés, de sorte qu'il n'ait pas aisé d'avoir un P/FRE de référence.

Dans tous les cas, il est encore trop tôt pour valoriser Audacia selon cette méthodologie, dans la mesure où ses résultats bénéficient encore de la contribution des fonds ISF jusqu'en 2025, avec par voie de conséquence une contribution au FRE minime, voire déficitaire des Nouveaux Fonds. Par ailleurs, le recours à la valorisation des comparables pour déterminer un P/FRE cible imposerait d'intégrer une décote de taille, les acteurs ci-dessus étant sensiblement plus gros avec des AUM de plusieurs milliards d'euros.

## 5 – Sous-évaluation massive, dossier à (re)découvrir

### 5.2 DCF : une valorisation cible de 9,6€ en intégrant les minoritaires

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 Nouveaux Fonds et l'extinction progressive des fonds ISF. Dans cette logique, nous intégrons les hypothèses suivantes :

- Nos estimations détaillées précédemment pour la période 2024-26e.
- Au-delà de 2026, nous intégrons une collecte modeste de +152m€ par an pour arriver à un encours sous gestion de 2,5Mds€. Cette approche se veut volontairement conservatrice, dans l'attente des réalisations 2024-26e (+251m€ à +578m€ de collecte par an) pour intégrer un scénario plus ambitieux.
- Une stabilité de la marge d'EBITDA sur le niveau atteint en 2026e de 39%. Si ce niveau peut paraître élevé, il est 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, devrait ramener le BFR à un niveau voisin de zéro à compter de 2026e.

Tableau de FCF 2021-33e d'Audacia

en m€ au 31/12	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Encours nouveaux fonds	73,4	196,9	277,4	528,4	860,4	1438,5	1590,1	1741,8	1893,4	2 045,1	2 196,7	2 348,4	2 500,0
var	+44	+124	+81	+251	+332	+578	+152	+152	+152	+152	+152	+152	+152
Encours fonds TEPA	247,3	146,5	147,7	105,0	60,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
var	-156	-101	+1	-43	-45	-60	+0	+0	+0	+0	+0	+0	+0
<b>Fonds sous gestion hors reval.</b>	<b>320,8</b>	<b>343,4</b>	<b>425,1</b>	<b>633,4</b>	<b>920,4</b>	<b>1 438,5</b>	<b>1 590,1</b>	<b>1 741,8</b>	<b>1 893,4</b>	<b>2 045,1</b>	<b>2 196,7</b>	<b>2 348,4</b>	<b>2 500,0</b>
var	-112	+23	+82	+208	+287	+516	+152	+152	+152	+152	+152	+152	+152
Taux commission	2,53%	2,85%	2,55%	2,11%	1,86%	1,77%	1,77%	1,79%	1,79%	1,75%	1,75%	1,80%	1,80%
CA Nouveaux fonds	1,6	4,7	4,6	8,2	14,4	25,5	28,2	31,0	33,8	35,8	38,4	42,3	45,0
var	+219%	+185%	-1%	+76%	+76%	+77%	+10,9%	+9,9%	+9,9%	+5,9%	+7,4%	+10,0%	+6,5%
CA Fonds TEPA	6,5	5,1	6,2	5,2	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
var	-37%	-21%	+22%	-16%	-48%	-100%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%
CA	8,1	9,8	10,8	13,4	17,1	25,5	28,2	31,0	33,8	35,8	38,4	42,3	45,0
var	-25%	+20%	+11%	+24%	+28%	+42%	+10,9%	+9,9%	+9,9%	+5,9%	+7,4%	+10,0%	+6,5%
Opex	-7,1	-9,3	-9,7	-11,2	-12,7	-15,5	-17,4	-19,5	-21,4	-22,9	-24,5	-26,0	-27,3
var 1 an	+4,8%	+31,0%	+3,8%	+15,7%	+13,7%	+22,0%	+12,0%	+12,0%	+10,0%	+7,0%	+6,6%	+6,2%	+5,1%
Opex en % CA	-87,5%	-95,4%	-89,3%	-83,6%	-74,5%	-61,0%	-61,0%	-62,8%	-63,4%	-64,1%	-63,6%	-61,4%	-60,7%
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,4</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>	<b>11,5</b>	<b>12,4</b>	<b>12,8</b>	<b>14,0</b>	<b>16,3</b>	<b>17,7</b>
<b>marge EBITDA ajusté</b>	<b>12,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>10,7%</b>	<b>16,4%</b>	<b>25,5%</b>	<b>39,0%</b>	<b>38,4%</b>	<b>37,2%</b>	<b>36,6%</b>	<b>35,9%</b>	<b>36,4%</b>	<b>38,6%</b>	<b>39,3%</b>
Capex	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
en % du CA	-0,5%	-0,4%	-0,6%	-0,7%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Amortissements	0,3	0,0	-0,8	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
en % du CA	3,8%	0,3%	-7,6%	-0,9%	-0,9%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
BFR hors Compte Courant	-3,1	-2,1	-1,6	-1,1	-1,1	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0
BFR / CA (%)	-37,8%	-21,1%	-14,5%	-8,0%	-6,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Taux IS	-26,5%	-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	1,0	0,5	1,2	2,2	4,4	9,9	10,8	11,5	12,4	12,8	14,0	16,3	17,7
Impôts	-0,4	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-2,4	-2,7	-2,8	-3,0	-3,2	-3,4	-4,0	-4,4
Capex	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Variation BFR	-2,1	-1,0	-0,5	-0,5	0,0	-1,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<b>FCF opérationnel après BFR</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>5,6</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>	<b>10,3</b>	<b>12,0</b>	<b>13,0</b>
var	+105%	+194%	+78%	+41%	+6%	+7%	+6%	+7%	+4%	+9%	+16%	+9%	+9%
Coef d'actualisation	0,9	1,9	2,9	3,9	4,9	5,9	6,9	7,9	8,9	9,9			
<b>FCF opérationnel actualisé</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>

Source : Audacia, estimations IS

Afin d'actualiser notre FCF, nous retenons un WACC de 12,46% basé sur les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 3,11%, 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 4,54%, 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.

## 5 – Sous-évaluation massive, dossier à (re)découvrir

En intégrant une croissance LT, la Valeur d'Entreprise (VE) actualisée d'Audacia ressort à 75,1m€, dont 37,0m€ 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, Expansion et Sorbonne Ventures. Pour ce faire, nous déduisons 50% de la VE obtenue par DCF, ratio qui correspond à la moyenne pondérée des intérêts minoritaires en fonction de la contribution à l'AUM (49%) et au CA (52%) en 2026e. Les minoritaires sont ainsi valorisés à -37,6m€.

	% Minoritaires	AUM 2026	% AUM 2026	CA 2026	% CA 2026
Quantonation	51%	400,1	28%	6,3	25%
Expansion	80%	300,0	21%	6,0	24%
Exergon	65%	300,0	21%	6,0	24%
Sorbonne Venture	65%	100,0	7%	2,0	8%
Capital-Immobilier	0%	107,3	7%	1,3	5%
Cap-Developpemen	0%	231,1	16%	3,8	15%
<b>Total</b>		<b>1 438,5</b>	<b>100%</b>	<b>25,5</b>	<b>2%</b>
<b>Intérêts minoritaires pondérés</b>			<b>49%</b>		<b>52%</b>

Source : estimations IS

- La Trésorerie Nette à fin 2023 (3,2m€), ainsi que le compte courant reconnu à l'actif (0,4m€) et la valeur comptable des participations (10,7m€). 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 (+5,9m€), 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 **57,7m€**, soit **9,6€** par action sur la base d'un nombre d'actions diluées de **6,02m** (**4,75m** en circulation + **0,39m** liés aux actions gratuites et **0,877m** liés aux BSPCE). Il est à noter que nous n'intégrons pas dans notre valorisation actuelle (i) la revalorisation des actifs financiers (+8,4m€, soit +1,4€/action) sur la base des informations communiquées par la société à fin 2023 dans la mesure et (ii) la quote-part de carried interest reversée à Audacia. Pour ces 2 leviers de revalorisation, nous considérons qu'il est prématuré de les intégrer dans la mesure où leur matérialisation sera longue à se concrétiser (au-delà de 2026).

### Détail de la valorisation par DCF

Valorisation	FCF		
	growth	en m€	€/action
Flux 2024-33e		38,1	6,3
Valeur terminale	1,5%	37,0	6,1
<b>Valeur entreprise Totale</b>		<b>75,1</b>	<b>12,5</b>
Trésorerie Nette fin 2023		3,2	0,5
Compte courant fin 2023		0,4	0,1
Valeur au bilan participations fin 2023		10,7	1,8
Cash-in BSPCE		5,9	1,0
<b>= Valeur avt minoritaires</b>		<b>95,2</b>	<b>15,8</b>
Valo minoritaires		-37,6	(6,2)
<b>= Valeur théorique de l'action</b>		<b>57,6</b>	<b>9,6</b>

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 souhaite devenir une plateforme d'investissement et de co-crédation 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 510m€ à fin 2023 et des réalisations de début 2024 (170m€ levés).

## ANALYSE SWOT

### FORCES

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

### OPPORTUNITES

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

### FAIBLESSES

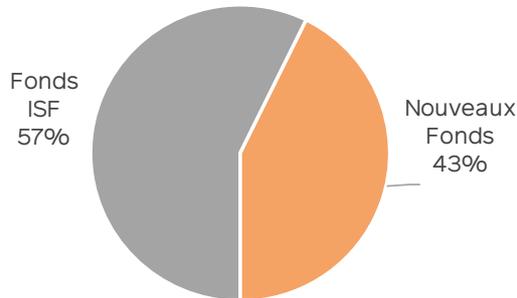
- Connaissance limitée du marché institutionnel
- Challenger sur un marché du PE en phase de consolidation
- Expertise nouvelle en matière de collecte auprès d'investisseurs institutionnels

### MENACES

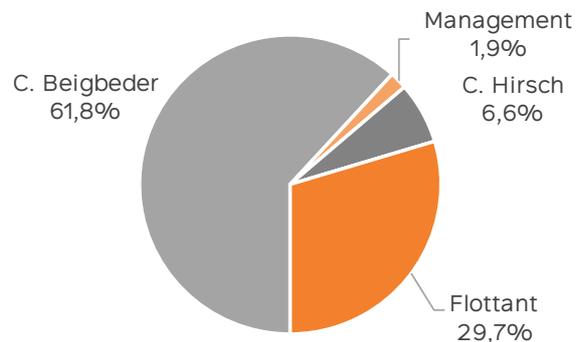
- Concentration du marché aux mains des géants du secteur

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

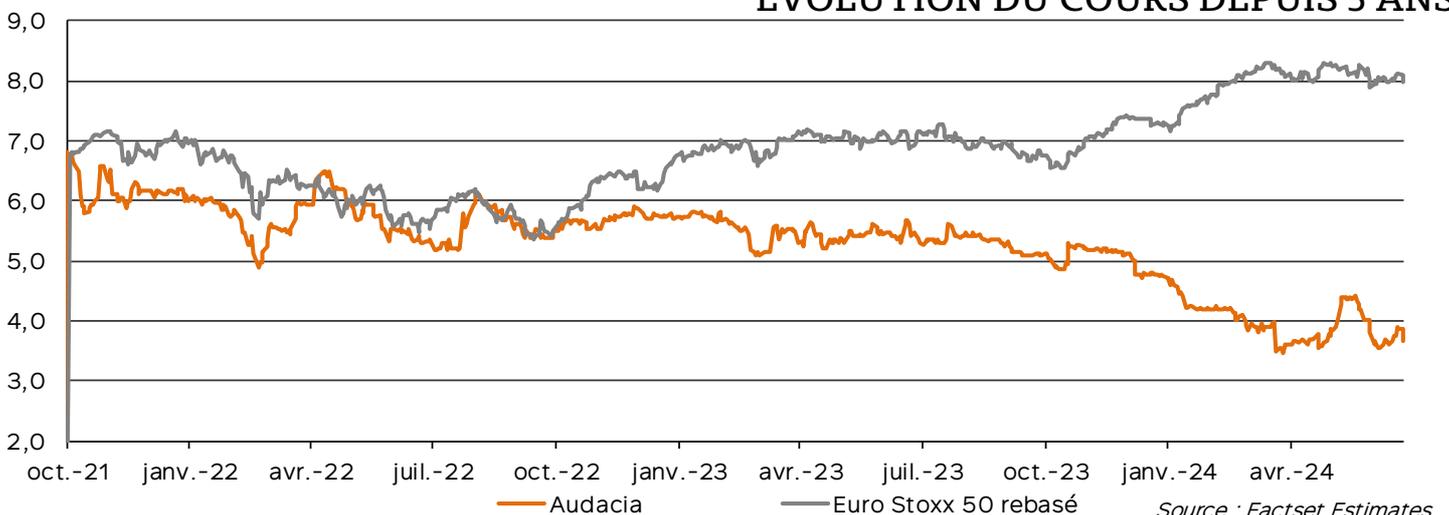
### Répartition du CA 2023



### 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 AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

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

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Potentiel vs OC
Audacia	Maxime Dubreil	19-oct.-23	ACHAT	10,5	+109%
Audacia	Maxime Dubreil	26-juil.-23	ACHAT	11,1	+109%

## DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

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

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

## DIRECTION

**Marc-Antoine Guillen**  
Président

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

**Jean-Emmanuel Vernay**  
Directeur Général

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

**Anne Bellavoine**  
Directeur Général Délégué

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

**Pascal Hadjedj**  
Directeur Général Adjoint  
Responsable Marché Primaire  
+33 1 55 35 55 61  
phadjedj@invest-securities.com

## BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

**Maxime Dubreil**  
Responsable Recherche

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

**Stéphane Afonso**  
Analyste Immobilier

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

**Bruno Duclos**  
Analyste Immobilier

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

**Jamila El Bougrini**  
Analyste Biotech / Healthtech

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

**Benoît Faure-Jarrosion**  
Senior advisor Immobilier

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

**Claire Meilland**  
Analyste CleanTech

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

**Thibaut Voglimacci-Stephanopoli**  
Analyste Medtechs / Biotech

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

## SALLE DE MARCHÉ

**Edouard Lucas**  
Vente Institutionnelle

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

**Ralph Olmos**  
Vente Institutionnelle

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

**Kaspar Stuart**  
Vente Institutionnelle

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

## SERVICES AUX ÉMETTEURS

**Thierry Roussilhe**  
Responsable

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

**Fabien Huet**  
Liquidité

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