



Capitalisation (M€)	27,1	Ticker	ALHGO-FR
Objectif de cours	50,4 €	Nb de titres (en millions)	0,6
Cours au 08/04/2026	43,2 €	Volume moyen 12m (titres)	29,9
Potentiel	17%	Extrêmes 12m (€)	42,80€/44,00€

Achat

La récolte commence

Hamilton Global Opportunities plc (« HGO ») est une holding d'investissement à capital permanent cotée sur Euronext Growth Paris, offrant un accès direct au growth equity technologique mondial. Avec un premier exit réussi fin 2025 (2,9x la mise) et un portefeuille de qualité, le véhicule entre dans une nouvelle phase de son histoire. L'éligibilité PEA imminente et la proposition du versement d'un dividende exceptionnel à un rendement attractif constituent des catalyseurs puissants à plus court terme.

Nous initions le titre avec une recommandation à l'Achat et un objectif de cours de 50,4 €/action, traduisant un potentiel de hausse de +17%.



Snapshot

Fondée en 2009 par Gustavo Perrotta, HGO est une holding d'investissement à capital permanent cotée sur Euronext Growth Paris depuis avril 2021. HGO investit directement, pour son propre compte et celui de ses actionnaires, dans des sociétés technologiques en phase de croissance avancée, principalement aux États-Unis et dans l'Union Européenne, dans les secteurs Fintech, MedTech et Tech.

Avec un portefeuille concentré sur quatre participations - Exos Financial (plateforme de finance institutionnelle fondée par l'ex-CEO de Credit Suisse), Antaria Pharma (financement alternatif des pharmacies), Gauzy (smart glass, coté au NASDAQ) et une position résiduelle dans MIAX (opérateur de marchés d'options, coté au NYSE) - HGO se positionne comme le seul véhicule coté de la place de Paris offrant un accès direct au growth equity technologique mondial, une classe d'actifs habituellement réservée aux investisseurs institutionnels.

L'exercice 2025 a marqué un tournant dans l'histoire du véhicule. La cession de la quasi-totalité de la position MIAX a généré un MOIC de 2,9x et un TRI estimé à 28%, validant concrètement le modèle de création de valeur revendiqué depuis l'IPO : sourcing propriétaire, accompagnement dans la durée, monétisation opportuniste lors d'un événement de liquidité. Ce premier exit significatif a profondément transformé le bilan de HGO, qui affiche désormais une trésorerie nette positive de 5,3 M€ et une NAV de 28,1 M€, soit 44,7 €/action. Un niveau qui dépasse pour la première fois le total cumulé des capitaux levés depuis la création.

La visibilité sur les prochains exercices est inhabituelle pour un véhicule de cette taille. Le calendrier de remboursement de l'obligation senior détenue sur Exos Financial prévoit des flux contractuels de 16 M€ entre 2027 et 2030. En parallèle, Antaria Pharma poursuit sa montée en puissance rapide, avec un loan book qui dépasse désormais 85 M€ pour environ 35 pharmacies financées, un taux de défaut proche de zéro, et une ambition de devenir le partenaire de référence de la pharmacie indépendante en Europe. Ces deux lignes constituent le socle de valeur du portefeuille et offrent un profil de risque/rendement attractif.

Enfin, la redomiciliation imminente du siège social vers l'Irlande rendra le titre éligible au PEA dès le printemps 2026. Ce catalyseur, combiné au potentiel versement d'un dividende exceptionnel à un rendement attractif, devrait contribuer à élargir significativement la base actionariale et à améliorer la liquidité du titre.

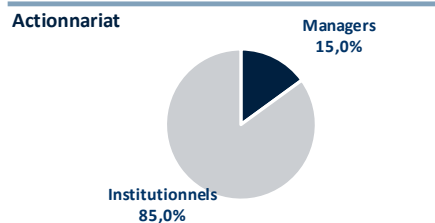
Nous initiions la couverture d'HGO avec une recommandation à l'Achat et un objectif de cours de 50,4 €, soit un potentiel de hausse de +17%, auquel s'ajoute le rendement du dividende.

Données financières (en M€)
au 31/12

	2025	2026e	2027e	2028e
RCAI	7,4	-0,2	-0,2	-0,2
CAF	-1,7	-0,9	-0,2	-0,2
Cessions	10,3	0,0	4,0	4,0
Investissements	-9,5	0,0	0,0	0,0
Dette nette	-5,3	-2,3	-6,1	-9,8
Bnpa (€)	9,18	-0,37	-0,37	-0,37
ANR/action (€)	44,7	53,1	58,5	66,9
Dividende n (€)	3,4	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%

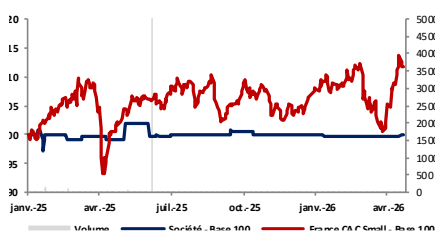
Multiples de valorisation

	2025	2026e	2027e	2028e
P/B (x)	1,0	1,1	1,1	1,1
Décote sur NAV (%)	-3,6%	-22,8%	-35,5%	-54,9%



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	0,0%	0,5%	0,5%	0,9%



Véhicule d'investissement coté unique en son genre sur Euronext Growth Paris, HGO offre aux investisseurs particuliers un accès direct au growth equity technologique mondial, une classe d'actifs habituellement réservée aux institutionnels.

Fort d'un premier exit réussi sur MIAX et d'un portefeuille concentré sur des actifs à forte visibilité, HGO entre dans une phase de récolte. Avec une NAV de 45 €/action, une trésorerie nette positive de 5,3 M€ et l'éligibilité PEA imminente, le titre offre un point d'entrée attractif sur un véhicule en pleine inflexion.

HGO en quelques mots



Un track record démontré :

MOIC MIAX

c2,9x



NAV en accélération : Croissance NAV/action 2021-2025

+13%/an



Une visibilité cash : Remboursements EXOS 2027-2030

16 M€



Un bilan assaini : Trésorerie nette au 31/12/2025

5,3 M€



Un catalyseur imminent : **éligibilité PEA**



Table des matières

HGO EN QUELQUES MOTS	3
SWOT	5
THESE D'INVESTISSEMENT	6
HGO : HISTORIQUE ET ACTIVITES	7
UN PORTEFEUILLE CONCENTRE	12
POURQUOI INVESTIR DANS HGO ?	18
ELEMENTS FINANCIERS ET VALORISATION	24
ANNEXES FINANCIERES	30



SWOT

S

Forces

- Modèle opérationnel simple et lisible
- Track record et expérience du management
- Exit réussi sur MIAX
- Accès différenciant aux marchés privés

W

Faiblesses

- Portefeuille très concentré
- Absence de liquidité du titre
- Taille encore limitée
- Communication financière à parfaire

O

Opportunités

- Prochains évènements de liquidité
- Redéploiement du produit de cession de MIAX
- Eligibilité au PEA à venir
- Actifs cachés (Antaria Pharma)

T

Menaces

- Dépendance aux hommes clés
- Couverture FX incomplète
- Valorisation incertaine du portefeuille non coté
- Besoin substantiel de capitaux pour développer l'activité



Thèse d'investissement

Un véhicule d'investissement unique sur la cote parisienne

HGO est le seul véhicule coté sur Euronext Growth Paris offrant un accès direct au growth equity technologique mondial. Dans un univers où l'exposition aux marchés privés reste structurellement réservée aux investisseurs institutionnels, HGO propose une alternative simple et lisible : une action cotée, un portefeuille concentré de participations technologiques en phase de croissance avancée, et une NAV transparente. Le modèle evergreen, sans contrainte de restitution du capital, permet un cycle continu de déploiement, de monétisation et de recyclage du capital au bénéfice de l'actionnaire. Avec la redomiciliation imminente du siège en Irlande attendue à la fin de l'été, le titre deviendra d'ailleurs éligible au PEA.

Un premier exit qui valide le modèle et crédibilise le track record

La cession de la quasi-totalité de la position MIAX en décembre 2025 constitue un tournant dans l'histoire d'HGO. C'est le premier événement de liquidité significatif depuis l'introduction en bourse, et il est convaincant : un MOIC d'au moins 2,9x à taux de change constants et un TRI estimé à environ 28% sur la période d'investissement. Ce cycle complet, de l'entrée au capital d'une société privée à la sortie post-IPO, démontre la capacité d'exécution de l'équipe sur l'ensemble de la chaîne de valeur. Le produit de cession a en outre permis à la direction de proposer un dividende représentant un rendement attractif (8%), un signal fort d'alignement d'intérêts.

Une NAV portée par des actifs à potentiel de revalorisation significatif

Notre valorisation par somme des parties fait ressortir une NAV ajustée de 50,4 €/action en scénario central, soit un upside de plus de 17% par rapport au cours actuel, auquel s'ajoute le rendement du dividende. Cette NAV est soutenue par deux piliers de valeur majeurs. D'une part, Exos Financial, dont l'exposition prend désormais la forme d'instruments de dette senior générant un flux de remboursement contractuel de 16 M€ étalé entre 2027 et 2030. D'autre part, Antaria Pharma, dont la croissance rapide du loan book (85 M€+ à date, taux de défaut proche de zéro) et le positionnement unique sur un marché structurellement sous-financé justifient selon nous une valorisation élevée.

Des catalyseurs identifiés à court et moyen terme

À court terme, l'éligibilité PEA (fin été 2026) devrait élargir la base d'investisseurs et améliorer la liquidité du titre, tandis que le versement du dividende exceptionnel matérialisera le retour aux actionnaires promis. À moyen terme, le début des remboursements Exos à partir de 2027 (4 M€/an) constituera un flux de trésorerie récurrent qui alimentera soit de nouveaux investissements, soit des distributions supplémentaires. Plus spéculativement, un redressement de la situation de Gauzy ou une éventuelle IPO d'Antaria constitueraient des catalyseurs additionnels non intégrés dans notre scénario central.



HGO : Historique et activités

15 ans d'histoire dans l'investissement

HGO est une holding d'investissement à capital permanent cotée sur Euronext Growth Paris depuis avril 2021. Fondée en 2009 par Gustavo Perrotta (ex-Managing Director, Credit Suisse), elle investit directement dans des sociétés technologiques, cotées ou privées, en phase de croissance avancée. Hamilton travaille à l'échelle mondiale, principalement aux États-Unis et en Israël, dans les secteurs Tech, Fintech et MedTech.

Historique de développement

Avr. 2021	IPO sur Euronext Growth Paris à 42 €/action. Levée de 9,6 M€
Juil. 2021	Premier investissement majeur : 3 M\$ dans Exos Financial (Series B)
Oct. 2021	Investissement de 3 M\$ en obligation convertible dans Miami International Holdings (MIAX)
Janv. 2022	Deuxième levée de fonds par placement privé (investisseurs européens). Levée de 4,5 M€
Avr. 2022	Entrée au capital de Gauzy (Israël) — 2 M\$ en Series D
Mai 2022	Réinvestissement dans MIAX - 2,15 M\$ en secondaire
Sept. 2022	Investissement complémentaire Gauzy , porté à 3 M\$ + warrants
Avr. 2024	Troisième levée de fonds par placement privé (institutionnel européen). Levée de 1,65 M€
Juin 2024	IPO de Gauzy sur le NASDAQ
Oct. 2024	Conversion de l'investissement dans MIAX en actions
Déc. 2024	Émission d'obligations seniors libellées en dollars (3,1 M\$, 8,50 %, 2 ans, Vienna MTF) Quatrième levée par placement privé. Levée de 7,8 M€.
Janv. 2025	Investissement de 4 M€ dans Antaria (3M€ dette + 1 M€ equity). Souscription à un emprunt convertible dans Exos (engagement total 9 M\$)
Août 2025	IPO de MIAX sur le NYSE (c3 Md\$ de capitalisation boursière).
Déc. 2025	Premier exit partiel: cession de MIAX via une offre secondaire

Sources : Société, Euroland Corporate



HGO a été constitué en 2009 à Londres sous le nom de Hamilton Ventures par Gustavo Perrotta, aux côtés de Sir Peter Middleton figure établie de la City et ancien haut fonctionnaire du Trésor britannique. Pendant plus d'une décennie, la société a opéré comme véhicule d'investissement privé type « club deal », ce qui lui a permis de développer un large réseau dans l'industrie.

HGO a ensuite franchi une étape structurante de son histoire à travers son admission sur Euronext Growth Paris en avril 2021. HGO s'est alors transformé en une holding d'investissement à capital permanent.

Depuis son introduction en bourse sur Euronext Growth Paris en avril 2021, HGO a levé plus de 26,5 M€ de capitaux à travers diverses opérations (principalement des placements privés, réalisés sans décote, auprès d'investisseurs institutionnels) afin de financer son développement et ses prises de participation.

Historique de levées de fonds d'HGO

Date	Type	Prix/action (€)	Cours au moment de l'opération	Décote	Montant (M€)
avr-21	IPO (placement privé)	42,0	-	-	9,6
févr-22	Placement privé	49,0	49,0	x	4,5
avr-24	Placement privé	44,0	44,0	x	1,65
oct-24	Obligations seniors	-	-	-	3,0
déc-24	Placement privé	43,2	43,2	x	7,8
Total					26,6

Sources : Société, Euroland Corporate

Le produit du placement privé (9,6 M€) ouvrant sur l'admission des titres de la société en bourse a été rapidement déployé avec deux premiers investissements réalisés dès le second semestre 2021 : 3 M\$ dans Exos Financial, plateforme fintech institutionnelle fondée par Brady Dougan (ex-CEO de Credit Suisse), puis 3 M\$ dans Miami International Holdings (MIAX), dernier opérateur boursier privé aux États-Unis.

Une deuxième levée de fonds de 4,5 M€ (janvier 2022, à 49 €/action) a permis de poursuivre la montée en puissance du portefeuille avec l'entrée au capital de Gauzy, pionnier israélien du smart glass, lors de son tour de Série D (2 M\$ en avril 2022), ainsi que des réinvestissements successifs dans MIAX (2,15 M\$ en secondaire, mai 2022) et Gauzy (1 M\$ supplémentaire, septembre 2022).

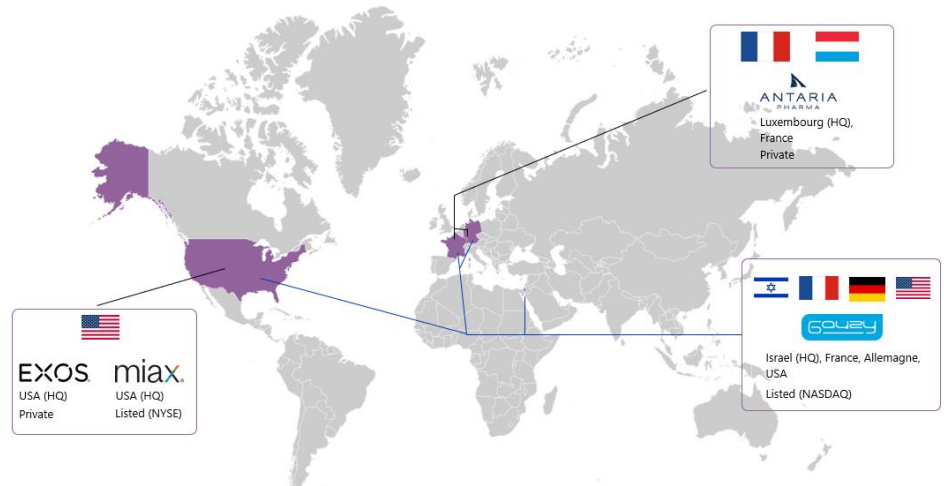
Après une période sans nouvelle levée en 2023, HGO a accéléré en fin d'année 2024 avec trois opérations rapprochées : un troisième placement privé de 1,65 M€ (avril 2024, à 44 €/action), une émission inaugurale d'obligations senior de 3,1 M\$ sur le Vienna MTF (décembre 2024), et surtout un quatrième placement privé de 7,8 M€ (décembre 2024, à 43,20 €/action), de loin la plus importante levée depuis l'IPO.

Ces ressources ont été immédiatement mises à l'œuvre début 2025 avec deux nouveaux investissements annoncés en début d'année : un renforcement dans Exos Financial via un emprunt convertible, portant l'engagement total à 9 M\$, et une prise de participation de 4 M€ dans Antaria Pharma, plateforme tech de crédit spécialisée dans les pharmacies.



Enfin, en décembre 2025, HGO a réalisé son premier exit significatif en cédant la quasi-totalité de sa position dans MIAX à l'occasion de l'offre publique secondaire post-IPO de la société, marquant ainsi la première matérialisation concrète de sa stratégie de création de valeur et de recyclage du capital au profit de ses actionnaires.

Les participations d'Hamilton Global Opportunities



Sources : Société, Euroland Corporate

Management et actionariat

L'organisation d'HGO est structurée autour de quatre personnes clés :

Gustavo Perrotta – Fondateur et PDG

Gustavo Perrotta a passé 14 ans chez Credit Suisse en banque d'investissement, où il était Managing Director à son départ pour fonder HGO. En tant qu'Equity Country Manager, il a coordonné les activités IBD, ECM, Asset Management et Private Banking afin de déployer une stratégie bancaire intégrée en Europe. Il a débuté sa carrière chez Arthur Andersen comme auditeur dans la division marchés financiers, pilotant des missions liées aux nouvelles réglementations européennes, puis a brièvement travaillé chez Morgan Stanley en gestion de clientèle privée.

Sir Peter Middleton – Président d'honneur

Sir Peter Middleton a passé près de 30 ans au HM Treasury, travaillant avec neuf Chanceliers et occupant le poste de Permanent Secretary (1983–1991). Il a ensuite exercé de nombreux mandats d'administrateur et de président, notamment Chairman de Barclays (1999–2004), Président de la British Bankers' Association (2004–2006) et UK Chairman de Marsh & McLennan (2007–2013).

Gavin Alexander – Associé et CRO

Gavin Alexander a occupé plusieurs postes de direction en banque d'investissement. Il a récemment été Senior Advisor chez Credit Suisse à Londres. Auparavant, il était Global Head of Infrastructure Investment Banking et Senior Managing Director chez Bank of America Merrill Lynch, après avoir dirigé les activités de Structured Capital chez ABN AMRO (finance structurée et leveraged finance). Il a également exercé des fonctions



seniors chez JPMorgan à Francfort, Londres et Paris, notamment à la tête du département Structured Finance en Europe.

Nahari Iyengar – Administrateur indépendant

Investisseur privé, principalement en Europe et aux États-Unis. Il est actuellement administrateur de fonds de private equity dédiés à l'Inde, conseillés notamment par ICI Ventures et Ascent Capital. Entre 2010 et 2013, il a été CEO d'un équipementier télécom allemand, qu'il a restructuré avant sa cession à Zyxel. Auparavant, il a passé près de 18 ans dans les infrastructures en Europe, notamment chez Deloitte à Londres et Milan, où il dirigeait les activités Energy & Utilities en corporate et project finance.

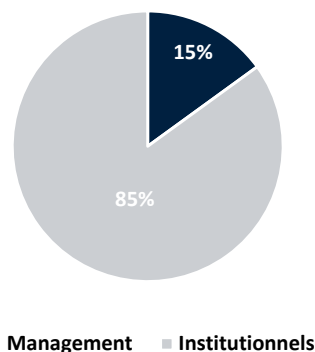
L'équipe dirigeante d'HGO cumule plus de 150 ans d'expérience sur les marchés financiers, et est composée de profils complémentaires qui cochent toutes les cases nécessaires : sourcing, réseau, structuration et exécution des investissements, ainsi que la capacité d'accompagner activement les participations dans la durée.

En matière de répartition du capital, le management détient actuellement 15% du capital, les investisseurs institutionnels détenant les 85% restants, entrés au fil des différents placements privés réalisés depuis l'introduction en bourse. Initialement cotée sur le segment professionnel d'Euronext Growth (cotation directe faisant suite à un placement privé), la société s'est transférée sur le compartiment « Offre au Public » d'Euronext Growth en avril 2024, afin d'élargir l'accès au titre à l'ensemble des investisseurs particuliers de la cote parisienne.

Toutefois, la part effective du flottant réel n'est pas communiquée mais peut être considérée comme particulièrement faible à ce stade avec des volumes de transaction journaliers proches du néant.

À noter également : l'obligation convertible de 3 M€ souscrite dans Antaria Pharma en janvier 2025 n'a pas donné lieu à une sortie de trésorerie : elle a été financée par un placement privé symétrique, Antaria devenant à cette occasion actionnaire d'HGO.

Actionnariat d'Hamilton



Sources : Société, Euroland Corporate



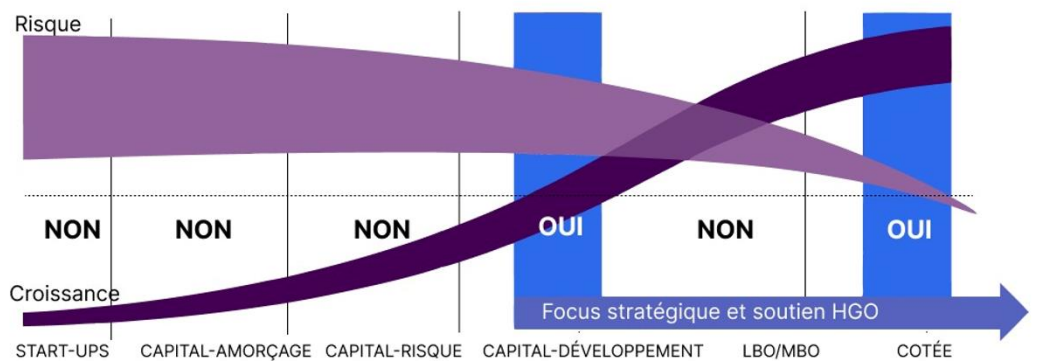
Stratégie d'investissement

HGO se définit comme un véhicule d'investissement à capital permanent (evergreen), spécialisé dans le **growth equity technologique**. HGO cible des investissements directs dans des entreprises en phase de croissance avancée (late-stage), voire déjà cotées, dans les secteurs Tech, Fintech et MedTech, principalement aux États-Unis et dans l'Union Européenne, avec une diversification récente vers l'Europe.

La politique d'investissement cible des sociétés possédant les caractéristiques suivantes : forte composante technologique, équipe de management expérimentée, catalyseurs de valeur identifiés (IPO, M&A, partenariat stratégique), modèle économique scalable. L'horizon de détention visé est variable et non ancré dans le marbre mais véritablement opportuniste. HGO peut accompagner ses participations dans la durée en réalisant des follow-on successifs au fil des tours de financement. La flexibilité est totale sur les instruments : fonds propres, obligations convertibles, dette structurée, mezzanine.

Le sourcing repose essentiellement sur le réseau de l'équipe, constitué au fil de plus de 150 ans d'expérience cumulée. Le deal flow d'HGO est par nature propriétaire et non-intermédié. Pour une petite structure, c'est un avantage compétitif réel : dans un marché du growth equity dominé par des fonds de plusieurs milliards, l'accès au deal flow peut constituer une barrière à l'entrée importante.

Le positionnement stratégique du fonds



Sources : Société, Euroland Corporate

La logique de création de valeur repose sur l'identification de sociétés pré-IPO à fort potentiel, l'accompagnement jusqu'à un événement de liquidité (introduction en bourse ou cession), et le recyclage du capital réalisé vers de nouvelles opportunités, le tout au sein d'une structure cotée à durée de vie indéfinie qui permet ce cycle de déploiement continu sans contrainte de restitution du capital aux actionnaires.



Un portefeuille concentré

Vue d'ensemble des participations du fonds

Au 31 décembre 2025, le portefeuille d'HGO se compose de quatre participations directes. Il est marqué par une forte concentration et par une dominante géographique nord-américaine et israélienne. Deux des quatre participations sont désormais cotées (Gauzy sur le NASDAQ depuis juin 2024, MIAX sur le NYSE depuis août 2025), tandis que les deux autres (Exos Financial et Antaria Pharma) restent privées. La cession de l'essentiel de la position MIAX en décembre 2025 (voir plus loin), premier exit significatif depuis l'introduction en bourse d'HGO, a constitué un événement de liquidité structurant pour la société.

Le portefeuille HGO

Société	Secteur	Géographie	Instrument	Montant investi	Statut
Exos Financial	Fintech	USA	Obligation convertible	9 M\$	Privé
MIAX	Fintech	USA	Equity	~ 5,2 M\$	NYSE
Antaria Holding	Pharmacie	Irlande/France	Equity	~ 6 M€	Privé
Gauzy	Smart glass	USA/Israël	Equity	~ 5,5 M\$	NASDAQ

Sources : Société, Euroland Corporate

Exos Financial – La banque d'investissement du XXIe siècle

Exos Financial (« Exos ») est une plateforme de finance institutionnelle B2B fondée en 2018 à New York par Brady Dougan, ancien CEO de Credit Suisse (2007-2015). L'ambition fondatrice est de reconstruire de zéro l'infrastructure d'une banque d'investissement en s'appuyant sur la technologie, la data science et le cloud, là où les acteurs historiques restent contraints par des systèmes legacy coûteux et une réglementation bancaire lourde. Exos est une plateforme technologique « cloud-native » qui réinvente les services financiers institutionnels.

Enregistrée auprès de la SEC comme broker-dealer (via Exos Securities LLC, membre FINRA et SIPC) et comme conseiller en investissement (via Exos Asset Management LLC), Exos propose une gamme complète de services : banque d'investissement (M&A, placements privés, ECM), gestion d'actifs (stratégies quantitatives via Pluribus Labs), trading de produits titrisés, prêt aux PME, investissements alternatifs. Plus récemment, en février 2026, Exos a signé un protocole d'accord (MOU) avec Metalpha Technology et BlockchainK2 pour la création d'une joint-venture dédiée aux services d'actifs numériques institutionnels aux États-Unis, signal d'un élargissement de son périmètre vers les crypto-actifs.

La société emploie actuellement une petite quarantaine de personnes et a réalisé, selon nos recherches, un chiffre d'affaires estimé autour de 12 M\$ en 2025.

exos



Thèse d'investissement

La disruption de la finance institutionnelle par la technologie. Le marché mondial de l'investment banking représente plusieurs centaines de milliards de dollars de revenus annuels, dominé par une dizaine de banques dont l'infrastructure technologique date souvent de plusieurs décennies. Les fondateurs, issus de la finance traditionnelle, connaissent intimement les inefficiences de ce modèle : coûts élevés de l'infrastructure legacy, opacité des processus, lenteur d'exécution, et rigidité réglementaire liée au statut bancaire. Exos a fait le choix stratégique de s'enregistrer comme broker-dealer et non comme banque, évitant ainsi les contraintes prudentielles les plus lourdes (ratios de fonds propres Bâle III, stress tests) tout en conservant la capacité d'offrir l'essentiel des services d'investment banking.

Un fondateur de calibre exceptionnel. Brady Dougan est l'un des rares anciens CEO d'une banque systémique mondiale à avoir fondé une fintech. Son parcours — de trader chez Bankers Trust à la direction générale de Credit Suisse — lui confère une crédibilité unique auprès des clients institutionnels et une compréhension profonde des besoins du marché. Il est entouré de co-fondateurs et dirigeants issus de Citadel, Knight Capital, Barclays et d'autres institutions de premier plan.

Une plateforme modulaire et extensible. La plateforme Exos a été conçue nativement dans le cloud selon une architecture composable et interconnectée, permettant d'ajouter progressivement de nouvelles lignes de services. Cette approche modulaire se matérialise par l'expansion organique décrite précédemment (investment banking, asset management, trading, prêt PME) ainsi que par des acquisitions ciblées (Pluribus Labs en 2022, Clairra, Elefant).

L'investissement de HGO

HGO a investi pour la première fois dans Exos Financial en juillet 2021, peu après son introduction en bourse sur Euronext Growth, sous la forme d'une prise de participation de 3 M\$ en equity. La position a ensuite été accrue au fil des exercices suivants, bien que les dates et montants des follow-on intermédiaires n'aient pas fait l'objet d'une communication détaillée.

L'événement structurant intervient au cours de l'exercice 2024, avec une restructuration complète de l'exposition : l'ensemble de la participation equity existante, des actions propres d'HGO et un apport en numéraire de 500 000 \$ ont été échangés contre une obligation convertible zéro coupon d'un montant nominal de 9 M\$.

D'après la direction, Brady Dougan est toujours l'actionnaire majoritaire d'Exos.



MIAX - l'infrastructure de trading au cœur des marchés dérivés

Miami International Holdings est un opérateur américain de marchés financiers électroniques, spécialisé dans les options listées (MIAX Options, MIAX Pearl, MIAX Emerald, MIAX Sapphire), les actions (MIAX Pearl Equities), les futures (MIAX Futures) et les listings internationaux (BSX, TISE). La société, fondée en 2007 et basée à Princeton (New Jersey), s'est introduite en bourse sur le NYSE en août 2025 en levant près de 350 M\$. La société capitalise aujourd'hui un peu moins de 4 Md\$ et affiche une performance de +30% depuis son introduction en bourse.

Opérationnellement, les résultats publiés fin février confirment la trajectoire de forte croissance de MIAX. Sur l'exercice 2025 complet, le chiffre d'affaires net s'établit à 430,5 M\$ (+56% sur un an), porté par la hausse des volumes d'options traités, des gains de parts de marché et l'impact en année pleine du lancement de la plateforme MIAX Sapphire. L'EBITDA ajusté progresse de son côté de +143% pour atteindre 199 M\$.

Parmi les événements stratégiques marquants de l'exercice, nous notons l'introduction en bourse sur le NYSE, l'offre secondaire de décembre, l'acquisition de TISE (International Stock Exchange) et la cession de 90% de MIAXdx à une joint-venture constituée par Robinhood Markets.

Thèse d'investissement

Croissance structurelle du marché des options américain. Le marché des options américaines connaît une croissance structurelle alimentée par la démocratisation du trading d'options chez les investisseurs particuliers, l'essor des options à expiration courte (ODTE), et la volatilité accrue des marchés. En 2025, le volume total de l'industrie a atteint des records historiques. MIAX a capté cette dynamique en portant sa part de marché sur les options à un record de 18,2% au Q4 2025, contre 15,9% un an plus tôt, avec un volume quotidien moyen record de 11,1 millions de contrats.

Technologie propriétaire différenciée. Contrairement aux opérateurs historiques dont l'infrastructure repose sur des systèmes legacy, MIAX a construit l'intégralité de sa plateforme technologique en interne (in-house built). Cette approche confère un avantage compétitif en termes de débit, latence, fiabilité et déterminisme d'ordre. La plateforme est conçue pour répondre aux exigences de cotation haute performance du marché des options américaines et a permis le lancement de quatre bourses d'options distinctes, chacune ciblant des segments spécifiques du marché.

Diversification multi-classes d'actifs et multi-juridictions. MIAX a progressivement étendu son empreinte au-delà des options US vers les actions (MIAX Pearl Equities), les futures (MIAX Futures, ex-MGEX Minneapolis), les contrats dérivés (MIAXdx), et les cotations internationales (Bermuda Stock Exchange, The International Stock Exchange à Guernesey). Cette diversification réduit la dépendance à une seule classe d'actifs et ouvre des relais de croissance structurels dans les futures et l'international.



L'investissement de HGO

HGO a pris une première participation dans Miami International Holdings en octobre 2021, pour un montant de 3 M\$, sous la forme d'obligations convertibles. MIAX était encore à l'époque une société privée.

Un investissement complémentaire de 2,15 M\$ a été réalisé en mai 2022 sur le marché secondaire, portant l'engagement total à environ 5,15 M\$. L'obligation convertible a ensuite été convertie en actions ordinaires en octobre 2024.

MIAX a réalisé son IPO sur le NYSE le 14 août 2025 à un prix d'introduction de 23 \$/action, pour une capitalisation initiale de 1,75 Md\$. En décembre 2025, HGO a cédé 97,2% de sa position dans le cadre d'une offre publique secondaire pricede à 41 \$/action. HGO conserve une participation résiduelle d'environ 0,4 M€ selon nos estimations.

Antaria Pharma – le financement alternatif des pharmacies

Antaria Pharma est une plateforme technologique de financement alternatif dédiée au secteur de la pharmacie, née en 2019 de la rencontre d'un pharmacien et d'un banquier autour d'un constat partagé : le modèle bancaire traditionnel, avec ses exigences d'apport personnel, de garanties personnelles et de remboursement amortissable immédiat, est devenu inadapté aux besoins du secteur officinal, freinant à la fois l'installation des jeunes diplômés et la transmission des officines existantes.

Pour y répondre, Antaria propose des solutions de financement en dette, qui préservent 100% de la propriété du capital pour le pharmacien et reposent sur un principe de prêt in fine libérant la trésorerie dès les premières années d'exploitation — le tout sans apport personnel ni garantie personnelle.

Au-delà du financement, la société se positionne comme un prestataire end-to-end en accompagnant les pharmaciens indépendants dans la gestion opérationnelle de leur officine via une plateforme propriétaire, couvrant la gestion, la modernisation et la transition numérique.

Initialement focalisée sur le marché français, Antaria ambitionne de répliquer son modèle à l'échelle européenne pour devenir le partenaire stratégique de référence de la pharmacie indépendante.

Thèse d'investissement

Un marché adressable profond et structurellement sous-financé. Le marché français de l'officine représente environ 20 300 pharmacies en 2025 pour un chiffre d'affaires sectoriel de l'ordre de 47 milliards d'euros. Selon nos estimations, le prix moyen d'acquisition d'une officine s'établit autour de 1,8 M€ en 2024, avec un apport personnel moyen représentant environ 20% du prix. Ce niveau d'apport constitue une barrière majeure à l'entrée pour les jeunes diplômés, dans un contexte où 250 à 300 officines ferment chaque année faute de repreneurs. Les banques, soumises à des contraintes prudentielles croissantes, exigent des garanties personnelles et des apports



élevés qui découragent l'installation. Antaria s'insère dans cette brèche structurelle en proposant un financement accessible, rapide et flexible.

Un modèle économique différencié et défensif. Le positionnement d'Antaria est unique en France. La société structure des financements en dette pure adossés aux actifs des officines, sur le principe du prêt in fine. Le pharmacien ne rembourse que les intérêts pendant la durée du prêt. En contrepartie, le coût du financement est supérieur au crédit bancaire, mais la flexibilité et la rapidité d'exécution justifient ce premium, qu'Antaria empoche en plus des commissions d'origination prélevées à la mise en place de chaque financement. Antaria se finance via une SPV logée au Luxembourg. Selon nos estimations et nos différentes conversations avec le management d'HGO, la taille du loan book d'Antaria atteint un peu plus de 85 M€ à date, pour environ 35 pharmacies clientes, avec un taux de défaut proche de 0 du fait de la sélectivité accrue sur le profil des emprunteurs.

Une ambition de plateforme end-to-end. Au-delà du financement, Antaria aspire à devenir le partenaire de référence des pharmaciens indépendants en proposant l'accès à une plateforme propriétaire de gestion officinale, qui génère des revenus récurrents mensuels en échange d'outils de pilotage opérationnel, de reporting et d'accompagnement à la digitalisation de l'officine. Le modèle d'abonnement à la plateforme constitue un troisième pilier de revenus pour Antaria. La mise en place du prêt auprès des pharmaciens permet naturellement à Antaria de disposer d'un cheval de Troie pour ensuite vendre sa solution logicielle.

L'investissement de HGO

HGO a initié son investissement dans Antaria Holding fin 2024 avec un premier engagement de 4 M€, structuré en deux tranches : 1 million d'euros en equity et 3 millions d'euros sous forme d'obligations convertibles qui ont été converties depuis. HGO a réinvesti 1,5 M€ dans Antaria en 2025, ainsi que 0,5 M€ début 2026. Au total, l'engagement d'HGO dans la participation atteint ainsi 6 M€ à date. À noter que cet investissement est le seul du portefeuille du groupe à être libellé en euros.

Selon la direction d'Hamilton, HGO détient actuellement 19% du capital d'Antaria Ireland, la holding de tête, qui elle-même détient 90% d'Antaria Luxembourg, le véhicule de financement du groupe. HGO détient ainsi 17,2% de la structure luxembourgeoise.

Gauzy – un leader mondial du smart glass en difficulté

Gauzy Ltd. est un des leaders mondiaux des technologies de contrôle de la lumière et de la vision, fondé en 2009 à Tel Aviv par Eyal Peso (CEO), Adrian Lofer (CTO) et Dmitry Dobrenko. La société est la seule au monde à développer, fabriquer et commercialiser deux des trois technologies actives de verre intelligent : le SPD (Suspended Particle Device) et le cristal liquide (LCG — Liquid Crystal Glass). Elle opère sur quatre marchés verticaux : l'automobile, l'architecture, l'aéronautique et les technologies de sécurité (Safety Tech / ADAS).



Gauzy s'est introduit sur le NASDAQ en juin 2024 en levant 75 M\$. L'exercice 2024 a été marqué par des revenus records de 103 M\$ (+33% vs 2023), dont plus de 80% récurrents, et un premier trimestre avec un EBITDA ajusté positif.

Néanmoins, la situation de Gauzy s'est nettement dégradée à partir de l'automne 2025. Début novembre, le Tribunal de commerce de Lyon a prononcé l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à l'encontre de trois filiales françaises du groupe en réponse aux supposées difficultés financières du groupe dans le pays. Gauzy a vivement contesté la décision et annoncé son intention d'interjeter appel devant la Cour d'appel de Lyon. L'ouverture de cette procédure a constitué un événement de défaut au titre des facilités de dette senior sécurisée du groupe, contraignant la société à engager des discussions avec ses prêteurs pour obtenir un waiver, sans garantie de succès. L'annonce a provoqué un effondrement du titre de près de 50% en deux séances et a déclenché le dépôt de plusieurs class actions d'actionnaires aux États-Unis, alléguant que le management avait manqué à son obligation d'information sur la situation financière des filiales françaises.

Les difficultés se sont ensuite accumulées sur le plan de la gouvernance et de la conformité boursière : en février 2026, le NASDAQ a notifié Gauzy de sa non-conformité aux exigences d'indépendance du conseil d'administration et des comités d'audit et de rémunération, suite à la démission de deux administrateurs ayant laissé le board composé exclusivement de membres non indépendants, avec un délai de mise en conformité fixé au 20 mars 2026. Puis, en mars, le NASDAQ a adressé un second avertissement pour non-respect du seuil de cours minimum de 1 dollar par action. Gauzy dispose de six mois pour retrouver les standards de conformité, sous peine de radiation de l'indice.

Nous notons que depuis début mars, le titre a repris quelques couleurs avec un rebond de +45% et traite actuellement autour de 0,8 \$/action. L'administrateur judiciaire a annoncé le lancement d'un appel à candidatures public (appel d'offres) pour la recherche d'acquéreurs ou d'investisseurs pour ses trois filiales françaises — Gauzy SAS, Safety Tech et Vision Systems — placées en redressement judiciaire. Les opérations des trois filiales se poursuivent normalement pendant la période d'observation, et la possibilité de plans de continuation n'est pas exclue. En parallèle, Gauzy a nommé le même jour trois administrateurs indépendants pour renforcer sa gouvernance.

L'investissement de HGO

HGO a initié son investissement dans Gauzy en avril 2022, à l'occasion d'un tour de Série D, avec un premier ticket de 2 millions de dollars. La position a été renforcée dès septembre 2022 par un investissement complémentaire portant l'engagement total à environ 3 M\$, assorti d'options. Un troisième follow-on a été réalisé en mars 2023 sous forme d'obligation convertible, suivi d'une nouvelle OC en mars 2024, traduisant un accompagnement régulier de la société au fil de ses besoins de financement pré-IPO.

L'introduction de Gauzy a constitué l'événement de liquidité attendu : l'ensemble des positions d'HGO ont été converties en actions cotées. En décembre 2025, HGO a profité de la baisse substantielle du titre pour réinvestir environ 1,5 M\$ dans la société, portant sa détention au capital à environ 10%. Nous estimons le breakeven de HGO à environ 2,5 \$/action.



Pourquoi investir dans HGO ?

Un business model simple, lisible et différenciant

HGO est, dans son essence, le private equity sans les contraintes. Le modèle est celui d'une holding d'investissement cotée qui investit directement dans des sociétés technologiques en croissance, pour son propre compte et celui de ses actionnaires. Chaque euro investi par l'actionnaire se traduit directement par une part de l'ANR (actif net réévalué), il n'y a pas d'intermédiation de type « porteur de parts ». Le positionnement d'HGO se comprend mieux par contraste avec les fonds de private equity traditionnels, même ceux cotés.

Un modèle simple

Fonds de private equity classique	Hamilton Global Opportunities
Capital bloqué 7/10 ans	Liquidité quotidienne en bourse
Accès réservé aux institutionnels	Accessible à tous les investisseurs
Structure fermée (LP)	Capital permanent coté
Reporting limité, opacité	Exigence de transparence du fait de la cotation
Investissement via un fonds à échéance	Détention directe des actifs au bilan
Investisseur = porteur de parts	Actionnaire = part de l'ANR

Sources : Société, Euroland Corporate

Au même titre, le cycle de vie d'un investissement d'HGO suit une séquence à la fois claire et répétable :

1. **Levée** de capital en bourse via placement privé auprès d'investisseurs institutionnels qualifiés, à des prix non dilutifs pour les actionnaires existants.
2. **Sourcing** des opportunités par le réseau des fondateurs. Deal flow propriétaire, non intermédié, focalisé sur les écosystèmes tech US et israélien.
3. **Structuration** de l'entrée via l'instrument le mieux adapté (equity directe, convertible, dette structurée). L'utilisation privilégiée de convertibles offre une protection de downside tout en préservant l'option sur l'upside.
4. **Accompagnement** de la participation pendant 2 à 4 ans, avec une approche d'investisseur de long terme et de soutien stratégique.
5. **Monétisation opportuniste** lors d'un événement de liquidité (IPO, M&A, rachat stratégique) à des valorisations attractives.
6. **Recyclage du capital** dans de nouvelles opportunités ou distribution aux actionnaires, dans un cycle vertueux d'accrétion de NAV.



Le cycle de vie du capital chez HGO



Sources : Société, Euroland Corporate

Le compte de résultat d'HGO se distingue par sa lisibilité : en tant que véhicule d'investissement pur, la quasi-totalité du résultat net est constituée de variations de juste valeur du portefeuille et de produits financiers sur instruments de dette, sans chiffre d'affaires opérationnel ni charges variables.

La structure de charges, elle, reflète le modèle evergreen retenu par la société. Les charges opérationnelles sont principalement constituées 1/ des charges externes de fonctionnement, 2/ de la rémunération du personnel (un analyste) et du conseil d'administration, ainsi que 3/ des honoraires versés à HV Advisors (ou à sa filiale détenue à 100%, Hamilton Asset Management), conseiller en investissement d'HGO, détenu par Gustavo Perrotta, et dont la mission couvre l'ensemble du processus d'investissement : sourcing, analyse, suivi de portefeuille.

Cette externalisation permet à HGO de maintenir une structure interne légère tout en s'appuyant sur une expertise dédiée, ainsi que de disposer d'un véhicule de redistribution aux parties tierces (apporteurs d'affaires, leveurs, etc.). HV Advisors charge deux niveaux de fees différents : 1/ un management fee de 1,5% de la NAV et 2/ un performance fee de 20%, qui peut être versé uniquement tous les trois ans.

Le TER de HGO s'établit en moyenne autour de 4,5% de la NAV depuis 2021 et est ressorti à 1,9% en 2025. Ce ratio est à mettre au regard de la nature des actifs gérés, majoritairement non cotés, nécessitant un suivi actif, ainsi que du stade de développement du véhicule. La montée en puissance de la NAV devrait mécaniquement l'améliorer à moyen terme.

P&L simplifié HGO (k€, 2021-2025)

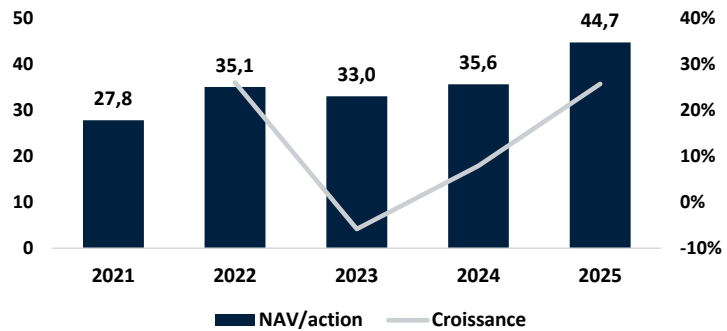
P&L HGO (k€)	2021	2022	2023	2024	2025
Chiffre d'affaires	65	283	275	229	37
Autres produits	7	39	17	17	15
Total produits d'exploitation	72	322	291	246	52
Charges opérationnelles	-333	-806	-929	-1 064	-654
% NAV	3,8%	5,6%	6,9%	4,8%	2,3%
Résultat d'exploitation	-262	-485	-637	-818	-601
Resultat financier	0	0	2	-51	-326
Variation de la juste valeur des investissements	-22	1 984	79	-13	6 186
Impact de change	0	268	-395	832	-2 428
Plus-value des titres de participation	0	0	0	0	4 572
Résultat courant avant impôt	-284	1 767	-951	-49	7 403
Charge d'impôts	0	-429	169	-255	-1 633
Résultat net consolidé	-284	1 338	-782	-305	5 770

Sources : Société, Euroland Corporate



Cette architecture P&L simple permet à l'investisseur de se concentrer sur l'essentiel, à savoir la qualité de la valorisation des actifs sous-jacents et la trajectoire de la NAV sans avoir à démêler des dynamiques sectorielles complexes ou des effets de mix. En la matière, HGO affiche une belle tendance, avec une croissance presque constante de la NAV/action depuis 2021. À la clôture des comptes 2025, elle ressort à 44,7 €, contre 27,8 € en 2021, soit une croissance moyenne de 13%/an.

NAV/action HGO (€, 2021-2025)



Sources : Société, Euroland Corporate

HGO ne fournit pas le détail du calcul de sa NAV en fonction de ses participations et fournit uniquement une approche comptable. En ce qui concerne la valorisation de ses participations, qui est évidemment un enjeu majeur, HGO utilise les pratiques de marché.

Les investissements cotés sur des marchés réglementés reconnus sont valorisés à leur cours en fin de période comptable, ou à défaut à la juste valeur sur la base des cours publiés. Les investissements non cotés sont valorisés à l'aide d'une technique de valorisation appropriée, conformément aux guidelines de l'IPEV. Les indicateurs de juste valeur sont déterminés selon des méthodologies reconnues, incluant les multiples de résultats, le niveau des offres reçues de tiers, le coût ou le prix des tours de financement récents, l'actif net et les références sectorielles de valorisation.

En cinq ans, l'actif net d'HGO a plus que triplé, passant de 8,9 M€ en 2021 à 28,1 M€ en 2025, notamment via l'accroissement des immobilisations financières du groupe.

NAV HGO (M€, 2021-2025)

NAV HGO (M€)	2021	2022	2023	2024	2025
Immobilisations corporelles	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Immobilisations financières	5,6	12,7	12,7	23,5	24,3
Autres actifs non courants	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6
Actifs non courants	5,6	12,8	12,8	23,6	25,0
Actifs courants	0,1	0,2	0,3	1,6	8,4
Trésorerie	3,4	1,9	0,9	1,0	0,1
Total actifs	9,2	15,0	13,9	26,2	33,5
Dettes financières	0,0	0,0	0,0	-3,1	-3,1
Autres passifs	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	-2,4
Actif net - NAV	8,9	14,4	13,5	22,3	28,1

Sources : Société, Euroland Corporate



Un retour aux actionnaires indexé sur les événements de liquidité

Le retour sur investissement chez HGO ne repose pas sur des dividendes récurrents de type rendement, mais sur ce que la direction appelle des événements de liquidité : IPOs des participations, cessions de positions post-IPO, ventes secondaires. C'est un modèle typique du capital-investissement, transposé dans un cadre coté.

HGO vise ainsi à transformer la croissance de ses participations en valeur actionnariale tangible, via une gestion active du portefeuille et la monétisation progressive des actifs. Les investissements sont sélectionnés sur la base de catalyseurs de valeur identifiés — c'est-à-dire d'événements concrets susceptibles de déclencher une cristallisation de valeur. L'investissement dans MIAX en est le parfait exemple.

Entré au capital en 2021 lors d'un investissement initial, puis ayant participé au tour de suivi de 2022, HGO a accompagné MIAX sur l'ensemble de son parcours de croissance jusqu'à l'introduction en bourse en 2025, avant de procéder à une sortie presque totale via une offre secondaire dans la foulée de l'IPO.

MIAX, un cas d'usage concret de la création de valeur d'HGO



Sources : Société, Euroland Corporate

Ce cycle complet, de l'investissement early-stage à la sortie, démontre trois qualités distinctives : une capacité d'exécution éprouvée, une discipline de recyclage du capital qui privilégie la monétisation à des niveaux de valorisation attractifs plutôt que la détention passive, et une posture d'investisseur de long terme capable d'accompagner ses participations jusqu'aux étapes de liquidité les plus structurantes. MIAX constitue à ce titre le premier jalon tangible du track record de HGO.

En matière de performance économique, les chiffres précis n'ont pas été communiqués par la société. Mais selon nos estimations, entre les coupons reçus (HGO détenait initialement une obligation convertible sur la société) et la plus-value réalisée au moment de la cession des titres, **HGO a généré un multiple sur capital (MOIC) d'au moins 2,9x à taux de change de constants, soit un TRI d'environ 28% sur la période d'investissement.**

La cession de MIAX ne s'est pas limitée à une simple réalisation de plus-value : elle a directement alimenté une politique de retour aux actionnaires concrète et immédiate. HGO a annoncé son intention de proposer le versement d'un dividende de 3,44 € au titre de l'exercice 2025 représentant un rendement attractif (8%), qui positionne HGO bien au-delà de la moyenne des sociétés cotées sur Euronext Growth, déjà peu nombreuses à verser un dividende (moins de 6%). Le dividende est sujet à l'approbation des actionnaires à la prochaine assemblée générale qui aura lieu le 14 mai 2026, pour un paiement potentiel le 21 mai aux actionnaires présents sur le registre le 31 mars 2026.

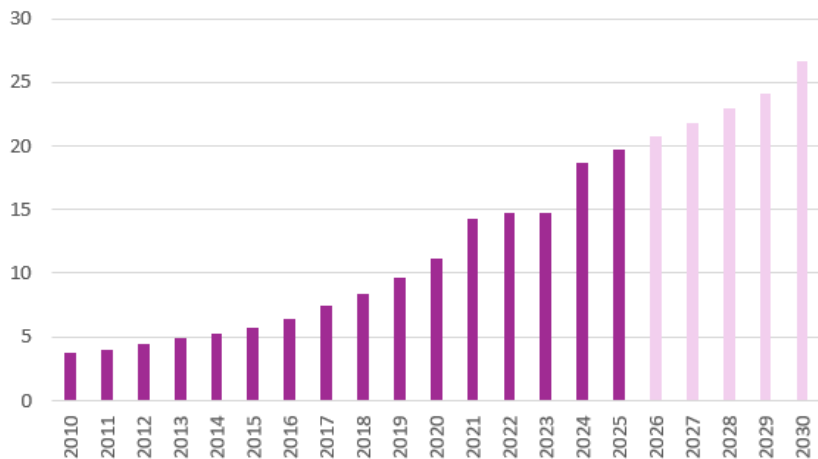


Ce geste traduit une discipline de recyclage du capital assumée : les événements de liquidité du portefeuille ont vocation à bénéficier directement à l'actionnaire, et pas seulement à financer de nouveaux investissements. C'est un signal fort sur la maturité du modèle et sur l'alignement d'intérêts entre l'équipe de gestion et ses actionnaires.

Un accès unique aux marchés privés et mondiaux, bientôt dans le PEA

Longtemps réservés aux investisseurs institutionnels, les marchés privés se sont progressivement structurés et imposés comme une classe d'actifs incontournable dans les allocations long terme. Selon PwC et Pitchbook, les actifs privés sous gestion ont progressé de 3,7 Tn\$ en 2010 à 18,7 Tn\$ en 2024, avec une projection à plus de 26 Tn\$ à l'horizon 2030.

Les marchés privés, une classe d'actifs incontournable



Sources : PwC, Pitchbook, Société, Euroland Corporate

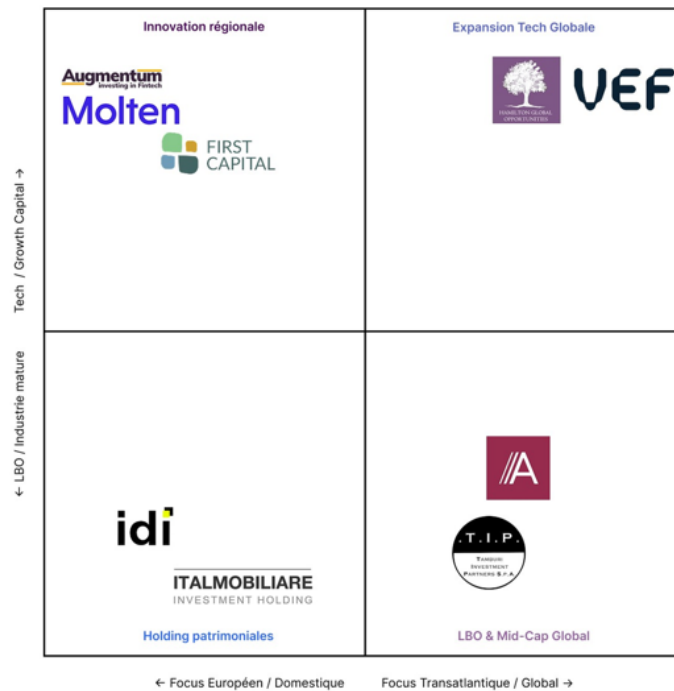
Cette trajectoire de fond reste intacte, même le contexte actuel invite à une lecture plus sélective. Le crédit privé, moteur majeur de la croissance des dernières années, fait face à une normalisation progressive des spreads et à une vigilance accrue sur la qualité des emprunteurs dans un environnement de taux durablement élevés.

Par ailleurs, la concentration des portefeuilles de venture et de growth capital sur le SaaS américain expose certains véhicules à une revalorisation à la baisse, voire à des défauts, dans un contexte de montée en puissance de l'IA et du potentiel disruptif de la technologie.

Ceci étant dit, HGO se positionne comme le seul véhicule coté sur Euronext Growth Paris à offrir un accès privilégié, ainsi qu'une exposition directe, au growth equity technologique mondial.



HGO vs comparables cotés



Sources : Société, Euroland Corporate

Sur le plan juridique, HGO est aujourd'hui constituée en PLC de droit anglais, enregistrée auprès du Companies House britannique. Depuis le Brexit, les actions de sociétés britanniques ne sont plus éligibles au PEA ni au PEA-PME, le dispositif fiscal français étant réservé aux sociétés dont le siège social est établi dans l'Union européenne ou l'Espace économique européen. C'est la domiciliation du siège qui détermine l'éligibilité, non la place de cotation : malgré sa présence sur Euronext Growth Paris, HGO n'est aujourd'hui accessible que via un compte-titres ordinaire pour un épargnant français.

Toutefois, le management a engagé le transfert de son siège social vers l'Irlande, État membre de l'Union européenne. Dès son effectivité, attendue d'ici la fin de l'été, cette redomiciliation **rendra l'action éligible au dispositif du PEA.**

Les implications sont significatives : le titre s'ouvrira à un réservoir de capitaux considérable, bénéficiant d'une enveloppe fiscalement optimisée et d'une base d'investisseurs structurellement orientée vers le long terme, un profil particulièrement adapté à la nature evergreen du véhicule. Selon nous, cette échéance représente donc un catalyseur très structurant à court et moyen terme. HGO deviendra l'unique brique small « Growth Transatlantique » de la place de Paris, éligible au PEA.

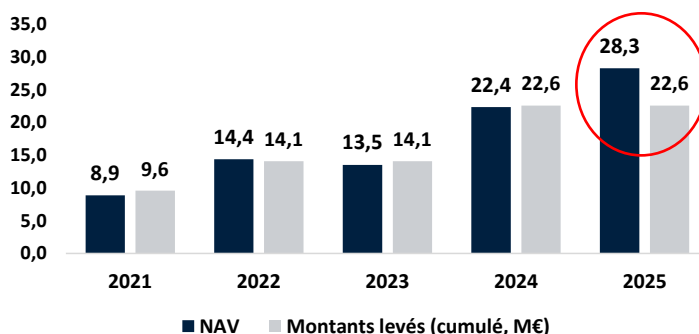


Éléments financiers et valorisation

Une NAV portée par les levées, sauf en 2025

L'actif net réévalué (NAV) d'HGO a connu une progression remarquable depuis l'introduction en bourse, passant de 8,9 M€ en 2021 à 28,3 M€ à la clôture de l'exercice 2025, soit une multiplication par plus de trois en cinq ans. Par le passé, cette croissance reflétait principalement les levées de capitaux successives plutôt que la création de valeur intrinsèque du portefeuille, jusqu'au point de divergence, en 2025, entre les montants levés et la progression de la NAV.

NAV HGO vs levées de fonds cumulatives (M€, 2021-2025)



Sources : Société, Euroland Corporate

Pour la première fois depuis la création du fonds, la NAV a dépassé significativement le total cumulé des capitaux levés 22,6 M€, traduisant la cristallisation de valeur d'une des participations du fonds, en l'occurrence MIAX. 2025 constitue donc un basculement structurel dans le cycle de vie d'HGO, qui est passé d'une phase pure de déploiement à une phase de récolte.

Une structure financière saine, mais un risque de change inhérent

Depuis son introduction en bourse en avril 2021, HGO s'est financé quasi exclusivement par augmentations de capital successives réalisées par voie de placements privés auprès d'investisseurs institutionnels qualifiés. Comme indiqué précédemment, quatre opérations ont été menées entre 2021 et 2024 pour un total cumulé de 23,6 M€ en fonds propres levés. Fait notable : chaque placement a été réalisé à un prix égal ou supérieur au cours de bourse au moment de l'opération, préservant la NAV/action des actionnaires existants et témoignant de la capacité du management à attirer des investisseurs institutionnels à des conditions non dilutives.

Ce n'est qu'en fin d'année 2024 que HGO a introduit un premier levier de dette dans sa structure financière, avec l'émission inaugurale de senior notes sur le Vienna MTF pour un montant de 3,1 M\$. Ces obligations portent un coupon de 8,50% et arrivent à maturité en octobre 2026, avec une option d'extension. HGO a émis une seconde tranche pour un montant de 0,5 M\$ (coupon 8%, maturité février 2030).



TFT HGO (M€, 2021-2025)

TFT simplifié (M€)	2021	2022	2023	2024	2025
Capacité d'autofinancement	-0,5	-1,5	-0,2	-1,3	-4,3
Variation BFR	-0,1	-0,3	-0,1	0,2	-0,7
Flux de trésorerie généré par l'activité	-0,6	-1,8	-0,3	-1,2	-5,0
Cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	10,3
Investissements	-5,1	-4,9	-0,3	-3,7	-9,5
FCF	-5,7	-6,7	-0,7	-4,8	-4,2
Augmentation de capital	9,1	4,2	0,0	1,5	0,0
Emission d'emprunt	0,0	0,0	0,0	3,0	0,4
FX	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3
Dettes/(trésorerie) nette	-3,4	-1,9	-0,9	0,6	-5,3

Sources : Société, Euroland Corporate

Le recours à la dette est donc récent, modéré et calibré. Le coût annuel du service de la dette s'est établi à 328 k€ en 2025, en hausse par rapport à 2024 (56 k€) du fait de l'effet année pleine des notes émises, mais absorbable au regard de la taille du portefeuille.

En prenant en compte les 8,3 M€ placés à l'heure actuelle dans un fonds monétaire et issus du produit de cession de la participation dans MIAX (avant versement de dividende), HGO affiche d'ailleurs une position de trésorerie nette positive de 5,3 M€ au 31 décembre 2025 et conserve ainsi une capacité d'emprunt significative.

Il convient par ailleurs de souligner l'exposition structurelle du véhicule au dollar américain. Trois des quatre participations du portefeuille (Exos, MIAX résiduel, Gauzy) sont libellées en USD, pour une exposition brute de 21,1 M€ d'actifs en dollars à fin 2025, partiellement compensée par 3,5 M€ de passifs libellés dans la même devise (principalement les senior notes), soit une exposition nette d'environ 17,6 M€ (>60% des actifs totaux du groupe). Le choix d'émettre la dette en dollars constitue à cet égard un hedge naturel partiel, stratégie explicitement revendiquée par la direction du groupe.

Toutefois, l'impact de change peut être significatif sur un exercice donné. En 2025, la dépréciation de près de 14% du dollar face à l'euro a généré une perte de change de 2,3 M€ sur le portefeuille, soit l'équivalent de 3,70 €/action de NAV effacés par le seul mouvement des changes. Selon nos estimations et celle du management, une variation de +/- 1% du taux EUR/USD impacte le résultat avant impôt et les actifs nets de +/- 208 k€, soit environ 0,33 €/action.

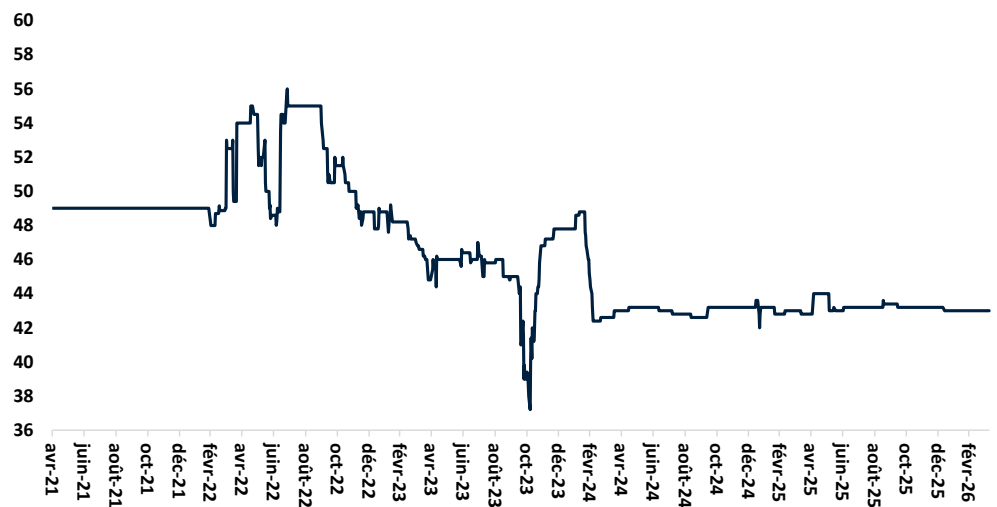


Parcours boursier depuis l'IPO et décote

Coté depuis avril 2021 sur Euronext Access puis transféré sur Euronext Growth en 2024, le titre ALHGO affiche un parcours en trois temps. Après une phase de stabilité autour de 49 € à l'introduction, le cours a connu un rally vers 54–55 € au S1 2022, avant de subir un décrochage brutal à l'automne 2023, touchant un point bas à environ 38 €.

Depuis début 2024, le titre stagne dans un corridor étroit autour de 43 €, sans véritable tendance, malgré le transfert des titres sur Euronext Growth Paris en 2024 depuis le compartiment professionnel.

Cours HGO depuis IPO



Sources : Factset, Euroland Corporate

Nous attribuons cette évolution à plusieurs éléments, parmi lesquels :

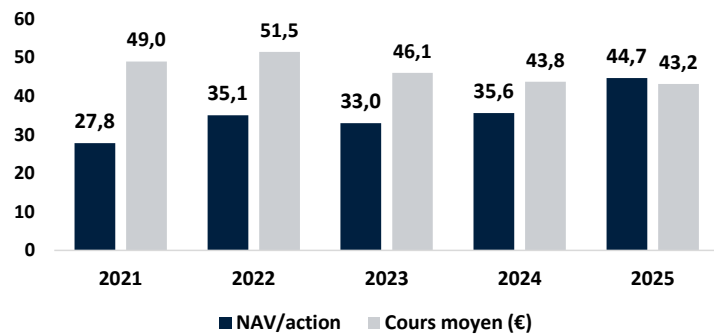
- Une liquidité structurellement très faible, avec un carnet d'ordres souvent vide
- Le transfert sur Euronext Growth mi 2024, qui n'a pas produit l'effet d'entraînement espéré sur les volumes, en l'absence de couverture sell-side et d'animation de marché
- Un portefeuille concentré sur des participations non cotées ou pré-IPO, rendant la NAV difficilement vérifiable par le marché
- Un environnement moins porteur pour les véhicules d'investissement cotés de petite taille, dans un contexte de remontée des taux et de flux sortants sur les small caps européennes depuis 2022

Par ailleurs, l'analyse d'une potentielle décote de holding nous semble assez hasardeuse à ce stade de vie du titre. À la différence de holdings cotées de taille significative (Wendel, Eurazeo, ou même des structures plus modestes comme IDI) où la décote sur ANR est un indicateur suivi, arbitré et qui sert de signal au marché, le cours d'HGO ne résulte pas d'un véritable mécanisme de formation du prix, il reflète simplement le dernier prix traité sur un carnet d'ordres quasi vide, parfois espacé de plusieurs jours, voire semaines.



Nous présentons tout de même, à titre informatif, l'évolution de cette décote dans les deux graphiques suivants.

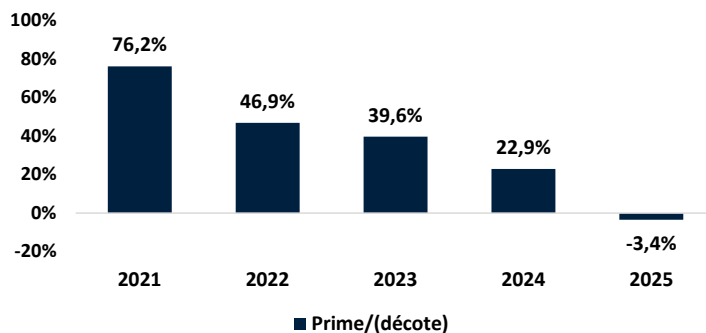
NAV HGO vs cours moyen (€, 2021-2025)



Sources : Société, Euroland Corporate

Alors que le titre s'est traité avec une prime sur NAV entre 2021 et 2024, prime qui s'est d'ailleurs comprimée avec le temps, l'année 2025 est la première depuis l'introduction en bourse à afficher une très légère décote. Elle est de -3,4% sur le cours moyen de 2025, et de -3,9% au cours actuel.

Prime/(décote) sur ANR (%) 2021-2025



Sources : Société, Euroland Corporate

Valorisation : une approche par sommes des parties

La structure d'HGO, celle d'un véhicule d'investissement coté détenant un portefeuille de participations cotées et non cotées, impose naturellement une approche par somme des parties (SOTP). Le fonds ne génère pas de chiffre d'affaires ou d'EBITDA propres susceptibles de fonder une valorisation intrinsèque classique.

Dans notre approche, nous retenons un cadre en trois scénarios plutôt qu'un objectif de cours unique. Ce choix reflète le degré d'incertitude existant qui entoure la valorisation de chaque ligne, bien que nous conservions le scénario central en objectif de cours.



Notre valorisation est basée sur les éléments suivants :

- Le cours de bourse pour les participations cotées
- Les informations publiques disponibles sur les participations non cotées, ainsi que le recoupement des informations issus des documents d'HGO et de nos multiples échanges avec la direction

HGO ne partage pas d'objectifs explicites à moyen et long terme avec la communauté financière. En revanche, il a les ambitions suivantes :

- Accroître la liquidité du titre
- Accroître le nombre de participations dans le fonds. Hamilton dispose d'un pipeline actif d'opportunités d'investissement estimé entre 75 et 85 M€, réparti sur une dizaine de dossiers avec des tickets cibles de 5 à 10 M€ chacun.
- Accroître la NAV du fonds
- Multiplier les événements de liquidité et le potentiel retour aux actionnaires.

Sur ce dernier point, nous en identifions, à ce stade, un principal : **le remboursement de l'obligation convertible détenue sur Exos à partir de 2027**. Selon la direction, ce remboursement devrait représenter au total 16 M€, répartis en quatre tranches annuelles de 4 M€.

Nous calculons une valeur de base de 50,4 €/action à partir de la somme des parties ci-dessous. La borne basse de notre valorisation ressort à 41,3 €/action et la borne haute à 62,1 €/action.

Somme des parties HGO, Euroland

Actif	Bear case	Base case	Bull case	Commentaires
Exos	11,9	13,2	13,9	DCF
Antaria	11,2	13,2	15,1	DCF
Gauzy	0,0	1,2	4,3	Coté
MIAX	0,4	0,4	0,4	Coté
GAV	23,5	28,0	33,7	
Trésorerie	8,4	8,4	8,4	Trésorerie + VMP
Dettes financières	3,1	3,1	3,1	Notes Vienna MTF 2026
NAV (M€)	28,8	33,3	39,1	
Actions en circulation (k)	628,4	628,4	628,4	
NAV/action (€)	45,9	53,1	62,1	
Décote	-10,0%	-5,0%	0,0%	
Prix/action (€)	41,3	50,4	62,1	
Cours (€)	43,0	43,0	43,0	
Upside/(downside)	-3,9%	17,2%	44,5%	

Sources : Société, Euroland Corporate

Nous détaillons ci-dessous la manière dont nous avons valorisé chaque actif.

- **Exos.** Utilisation d'un DCF sur les flux futurs de remboursement de l'obligation convertible. Nous utilisons un taux d'actualisation standard de 8% pour le base case. Nous intégrons une probabilité de défaut de 10% pour le bear case, et appliquons un taux d'actualisation de 6% pour le bull case. Du fait de la qualité de



l'actif et de son fondateur, nous pensons que la probabilité de défaut est très faible malgré la taille encore modeste de la société, et la conversion en actions peu probable selon la direction d'HGO.

- **Antaria Pharma.** Utilisation d'un DCF sur la base du BP fourni par HGO. Nous dérivons une valeur des capitaux propres de 76,5 M€ pour 100% de la société, soit une décote sur loan book (85 M€ estimés) d'environ -10%. Avec une détention de 17,2% de la société, la participation d'HGO est valorisée 13,2 M€ sur notre scénario central. Ci-dessous, une matrice de sensibilité de la valorisation d'Antaria selon le coût des capitaux propres et le taux de croissance à l'infini. Nos hypothèses sont relativement prudentes (WACC 12,6%, g de 1%).

Matrice de sensibilité, Antaria Pharma

		Coût des capitaux propres				
		12,5%	13,0%	12,6%	14,0%	14,5%
Taux de croissance à l'infini	0,5%	75 289	70 797	74 450	62 923	59 459
	0,8%	76 294	71 686	75 433	63 626	60 087
	1,0%	77 343	72 612	76 458	64 356	60 738
	1,3%	78 438	73 578	77 528	65 115	61 414
	1,5%	79 583	74 585	78 647	65 904	62 116

Sources : Société, Euroland Corporate

- **Gauzy.** Société cotée, dont la capitalisation s'établit à 13,5 M\$. HGO détient 10% du capital, soit 1,2 M€ au taux de change USD/EUR actuel. Du fait de la situation actuelle de Gauzy, nous valorisons les titres d'HGO à 0 dans un bear case, et à 4,3 M€ sur le scénario blue sky, qui correspond selon nos calculs au breakeven d'HGO.
- **MIAX.** Société cotée. Nous prenons notre estimation de la valeur de la détention résiduelle d'HGO dans MIAX. Le chiffre a été confirmé par la direction.
- **Bridge financier.** Nous excluons à ce stade le passif d'impôts différés (HGO n'a pas vocation à liquider son portefeuille d'un coup) ainsi que le versement du dividende prévu pour 2026. Afin de conserver une partie de couverture de change, nous pensons que les obligations USD cotées à Vienne et qui arrivent à échéance en octobre 2026 seront refinancées.

Nous initions la couverture d'Hamilton Global Opportunities plc avec une recommandation à l'Achat et un objectif de cours de 50,4 €, soit un potentiel de hausse de +17%. Dividende inclus, le rendement total attendu pour l'actionnaire (TSR) dépasse 25% à horizon 12 mois.



Annexes financières

Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	0,1	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat courant avant impôts	-1,0	0,0	7,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,3	1,3	-0,8	-0,3	5,8	-0,2	-0,2	-0,2
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
GAV	9,2	15,0	13,9	26,3	33,6	30,4	30,1	29,9
NAV	8,9	14,4	13,5	22,4	28,1	25,8	25,5	25,3
Disponibilités + VMP	3,4	1,9	0,9	2,5	8,4	5,4	9,2	12,9
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	-0,5	-1,1	-0,4	-1,1	-2,6	-0,2	-0,2	-0,2
Variation de BFR	-0,1	-0,3	-0,1	0,2	-0,7	-0,7	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-0,6	-1,4	-0,5	-0,9	-3,3	-0,9	-0,2	-0,2
Cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	10,3	0,0	4,0	4,0
Investissements	-5,1	-4,9	-0,3	-3,7	-9,5	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	9,1	4,2	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,0	29,9	4,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	9,1	4,2	-0,1	4,4	0,1	-2,1	0,0	0,0
Variation de trésorerie	3,5	-1,5	-1,1	0,1	-0,9	-3,0	3,8	3,8
Ratio d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Loan to value	-37,2%	-13,0%	-6,1%	2,2%	-15,9%	-7,5%	-20,1%	-32,9%
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	49,0	51,5	46,1	43,8	43,2	43,2	43,2	43,2
Capitalisation boursière moyenne	15,6	21,1	18,9	27,5	27,1	27,1	27,1	27,1
Dividend yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%
P/B (x)	1,8	1,5	1,4	1,2	1,0	1,1	1,1	1,1
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027e	2028e
Bnpa	-0,9	3,3	-1,9	-0,5	9,2	-0,4	-0,4	-0,4
NAV/action	27,8	35,1	33,0	35,6	44,7	53,1	58,5	66,9
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0



Systeme de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à +15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre +5% et +15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre -5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 23/04/2026

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment d'Hamilton Global Opportunities PLC (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne. Opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

Euroland Corporate
17 avenue George V
, 75008 Paris
01 44 70 20 80

