



Capitalisation (M€)	3 025,7	Ticker	Euronext Paris
Objectif de cours	25,9 €	Nb de titres (en millions)	176,5
Cours au 24/04/2026	17,1 €	Volume moyen 12m (titres)	36 911
Potentiel	51,3%	Extrêmes 12m (€)	14,58€/21,00€

Achat

L'alignement au cœur du modèle

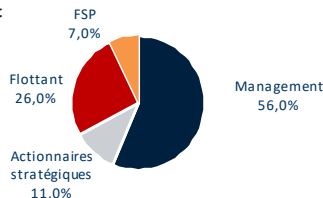
Tikehau Capital est un acteur mondial de la gestion d'actifs alternatifs, reconnu pour son modèle entrepreneurial et sa capacité à investir aux côtés de ses clients. Fondé en 2004 et coté à Paris depuis 2017, le groupe gère 52,8 Mds€ d'encours (au 31 décembre 2025) pour le compte d'investisseurs institutionnels et privés, au travers de quatre grandes stratégies : crédit privé, actifs réels, *private equity* et marchés de capitaux. Dans un secteur dominé par les grands gestionnaires anglo-saxons, Tikehau Capital se distingue par la proximité de ses équipes dirigeantes avec leurs clients investisseurs, par son fort alignement d'intérêts et par un modèle diversifié lui permettant de capter un large éventail d'opportunités sur les marchés privés et cotés. Nous initions la valeur avec une recommandation à l'achat avec un objectif de cours de 25,9€ traduisant un *upside* de +51,3% par rapport au cours du 24/04/2026.



Données financières (en M€)

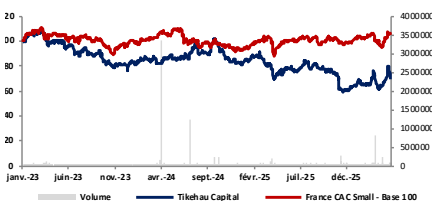
au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
AuM gen.com.	42100	48415	52288	55425
var %	5,8%	15,0%	8,0%	6,0%
Commissions	358,3	411,5	444,4	471,1
bps	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%
Core FRE	147,6	198,3	218,6	235,5
Marge core FRE%	41,2%	48,2%	49,2%	50,0%
Résultat op.	149,6	197,3	231,6	257,5
Marge op. %	39,3%	45,7%	48,3%	49,9%
Revenus réa. Ptf.	239	559	274	288
Revenus non réa. Ptf.	-73	0	0	0
Résultat net	136,4	536,8	296,1	323,5
Cash	113,9	625,4	637,5	632,9
Dette nette	1714,2	1206,6	1194,5	1199,1
Dividende n (€)	0,8	0,8	0,8	0,8
Yield (%)	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	8,2%	10,9%	5,5%	-6,7%



Snapshot

Tikehau Capital s'impose comme l'un des gestionnaires d'actifs alternatifs les plus dynamiques à l'échelle mondiale. Depuis son introduction en bourse en 2017, le groupe est passé de moins de 10 Mds€ à 52,8 Mds€ d'actifs gérés (AuM), s'appuyant sur 717 collaborateurs répartis dans 17 bureaux en Europe, en Asie, au Moyen Orient et en Amérique du Nord.

Le Groupe investit pour le compte d'une clientèle institutionnelle et privée toujours plus internationale, avec près de 80% de la collecte nette provenant d'investisseurs hors de France en 2025.

Ce qui distingue Tikehau Capital de la plupart de ses concurrents, c'est un principe simple mais puissant : le Groupe investit via son bilan aux côtés de ses clients dans chacune de ses propres stratégies. Cet alignement d'intérêts fort crée une relation de confiance durable et constitue un avantage compétitif difficile à répliquer dans un secteur où la crédibilité est déterminante. Cette logique d'alignement des intérêts est également représentée par un capital détenu à 56% par le management et les fondateurs.

L'activité repose sur quatre piliers complémentaires. Le crédit privé, cœur historique du Groupe, consiste à prêter directement aux entreprises en dehors des circuits bancaires traditionnels. Les actifs réels regroupent l'immobilier et les infrastructures. Le *private equity* accompagne des entreprises non cotées à fort potentiel de croissance. Au sein de cette classe d'actifs, le groupe s'est par ailleurs positionné sur des thématiques porteuses de long terme comme la transition énergétique, la défense ou la cybersécurité, qui constituent autant de relais de croissance dans un monde en pleine transformation. Enfin, les stratégies de marchés de capitaux (actions et obligations cotées) complètent la palette avec des approches plus liquides.

Sur le plan financier, Tikehau Capital a publié lors de ses résultats annuels 2025 une feuille de route ambitieuse pour la période 2026-2029 : une collecte nette cumulée excédant 34 Mds€, en hausse de +22% par rapport aux 28 milliards collectés entre 2022 et 2025, et une marge de rentabilité opérationnelle ciblée entre 45 et 50%, contre 41% en 2025. Un moteur de valeur encore largement sous-estimé par le marché réside dans le *carried interest*, la part des profits reversée à la société de gestion lors des cessions d'actifs. Au 30 septembre 2025, les revenus non réalisés liés à la performance atteignaient 220 M€, dont environ 160 M€ devraient arriver à maturité d'ici 2029, sans que cette valeur soit encore reflétée dans la valorisation du groupe.

À cela s'ajoute une valorisation attractive : avec une capitalisation boursière d'environ 3,2 Mds€ pour un portefeuille d'investissements propres de 4,4 Mds€, le marché sous-valorise l'activité de gestion d'actifs que nous évaluons à 2,5 Mds€.



Pourquoi investir dans Tikehau Capital ?



Une trajectoire de collecte remarquable : TCAM 2016-2025 : **+22%**



Un business model vertueux



Une rentabilité attractive : Marge opérationnelle AM 2025: **39,3%**



Une entreprise indépendante : Capital détenu à **56%** par le management



Une empreinte géographique étendue : **17** bureaux à travers le monde



Un potentiel d'upside important : **+51,3%**

Sommaire

SWOT	5
THESE D'INVESTISSEMENT	6
HISTOIRE	7
PRESENTATION	8
ACTIVITÉ	12
MARCHÉ	24
LES FORCES DU MODÈLE	30
ANALYSE FINANCIÈRE	35
VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS	45



SWOT

S

Forces

- Alignement d'intérêts unique : c. 3,0 Mds€ de fonds propres (soit c. 70% du portefeuille d'investissement) investis aux côtés des clients au sein des propres stratégies de Tikehau Capital
- Capacité exceptionnelle de croissance des *AuM* : De 8,6 Mds€ à 52,8 Mds€ (TCAM 2016-2025 : +22%)
- Internationalisation avancée (80% de la collecte nette issue d'investisseurs étrangers en 2025)
- Une ADN fortement entrepreneuriale
- Plateforme multi-stratégies complète : crédit, actifs réels, *private equity*, marchés de capitaux
- Visibilité importante et image de marque reconnue dans le secteur de l'AM
- Fort ancrage d'investissement en Europe en PME

W

Faiblesses

- Taille encore modeste face aux géants anglo-saxons
- Résultat net sensible aux effets de marché et de change sur le portefeuille
- Érosion du taux de commissionnement depuis 2021 (de 102 bps à 88 bps)

O

Opportunités

- Désintermédiation bancaire favorable au crédit privé
- Démocratisation des actifs alternatifs auprès des particuliers
- Exposition à des tendances séculaires fortes : transition énergétique, défense, cybersécurité
- Potentiel de croissance externe dans un secteur encore fragmenté en Europe
- Valorisation attractive : capitalisation boursière de 3,5 Mds€ vs portefeuille propre de 4,4 Mds€

T

Menaces

- Concurrence intense en gestion d'actifs notamment des géants américains
- Risque réglementaire (durcissement de la fiscalité sur le *carried interest*, pressions croissantes sur la gestion alternative en Europe)
- Exposition forte au cycle économique et aux effets de marché (taux, devises etc)
- Risque réputationnel (une contre-performance ou une controverse pourrait éroder la confiance des marchés et peser sur la collecte)



Thèse d'investissement

Une machine à collecter

Tikehau Capital a franchi en 2025 un cap symbolique : 10 Mds€ de collecte brute, une première dans son histoire et la quatrième année consécutive de record. Le Groupe attire désormais des investisseurs sur tous les continents, 80% de sa collecte nette provenant de l'étranger contre 66% un an plus tôt. Pour la période 2026-2029, Tikehau Capital vise plus de 34 Mds€ de collecte nette cumulée, soit 22% de plus que les quatre années précédentes, portée par une présence renforcée en Asie, au Moyen-Orient et en Amérique du Nord.

Une rentabilité en phase d'accélération

Longtemps perçu comme un Groupe en phase de construction, Tikehau Capital entre dans une phase de récolte. La marge opérationnelle de la gestion d'actifs a atteint 41% en 2025, un niveau historique, avec une cible de 45% à 50% d'ici 2029. Le levier opérationnel est structurel : des fonds phares dont la taille croît sans que les charges ne suivent proportionnellement. Au second semestre 2025, la marge atteignait déjà 46%, confirmant que la dynamique est enclenchée.

Une exposition à des marchés en pleine expansion

Le *private equity*, le crédit privé et les actifs réels connaissent une croissance structurelle portée par le retrait des banques et l'appétit croissant des investisseurs pour les actifs alternatifs (symbolisé par 23 millions de PME en Europe). Tikehau Capital est positionné au cœur de cette tendance de fond, avec des stratégies thématiques à forte conviction telles que la décarbonation, l'aéronautique et la défense, et la cybersécurité en *private equity*. La qualité des investissements se lit dans les chiffres : en 2025, les cinq cessions réalisées en *private equity* l'ont été à un multiple brut moyen de 2,6x, tandis que les désinvestissements totaux ont doublé pour atteindre 4,0 Mds€.

Un réservoir de valeur encore ignoré par le marché

Au-delà des revenus actuellement visibles, Tikehau Capital dispose d'un gisement de création de valeur encore imparfaitement reflété dans sa valorisation boursière : le *carried interest* et, plus largement, les revenus liés à la performance. Le Groupe indiquait, au 30 septembre 2025, 220 M€ de revenus non réalisés liés à la performance, adossés à 24,8 Mds€ d'encours éligibles, dont environ 160 M€ devraient arriver à maturité d'ici 2029. À cela s'ajoute la montée en puissance de fonds plus matures, dans un contexte où les désinvestissements ont doublé en 2025 pour atteindre 4,0 Mds€. D'autre part, une valorisation attractive : avec une capitalisation boursière d'environ 3,5 Mds€ pour un portefeuille d'investissements propres de 4,4 Mds€, le marché valorise aujourd'hui l'activité de gestion d'actifs à un prix que nous estimons très faible. La cristallisation progressive du *carried interest* et l'accélération de la rentabilité constituent selon nous les principaux catalyseurs de revalorisation de l'activité.

Un alignement d'intérêts rare dans le secteur

Tikehau Capital se distingue par un principe fondateur : ses dirigeants et ses équipes investissent massivement le bilan aux côtés de leurs clients, à hauteur de 3,1 Mds€ au 31 décembre 2025. Dans un secteur où les conflits d'intérêts sont fréquents, cet alignement constitue une garantie de discipline dans l'allocation du capital et un gage de confiance durable pour les investisseurs.



Tikehau Capital : Histoire

2004 : Fondation de Tikehau Capital par Antoine Flamarion et Mathieu Chabran afin de développer une activité d'investissement pour compte propre.

2006 : Création de Tikehau Investment Management, société de gestion d'actifs.

2009 : Entrée au capital du Crédit Mutuel Arkéa.

2013-2015 : Internationalisation des activités du groupe, ouvertures de bureaux à Londres, Singapour, Bruxelles et Milan.

2016 : Augmentation de capital pour un montant de 416 M€ auprès de Temasek, société d'investissement singapourienne.

2017 : **Introduction en bourse sur Euronext Paris**. Lancement d'une offre publique d'échange sur Salvepar. Levée de fonds via deux augmentations de capital pour 702 M€ et un prêt syndiqué pour 1 Md€.

2018 : Ouverture d'un bureau New Yorkais. Acquisition de Sofidy (*leader* de l'épargne immobilière au sein de Tikehau IM, sa société de gestion d'actifs) et d'ACE Management (fonds spécialisé dans des secteurs stratégiques : aéronautique, défense et cybersécurité.) Création du premier millésime de la transition énergétique en *private equity* aux côtés de Total Energies.

2019 : Émission d'un emprunt obligataire pour 500 M€ (BBB-) et augmentation de capital de 715 M€. Acquisition d'Homunity, *leader* du *crowdfunding* immobilier en France.

2020 : Acquisition de Star America Infrastructure Partners, société de gestion américaine spécialisée dans la gestion de projets d'infrastructures.

2021 : Levée de plus d'un milliard d'euros pour un produit en unités de compte spécialisé dans la décarbonation. Nouvelle émission obligataire pour 500 M€ avec une maturité de huit ans. Engagement du groupe pour dédier plus de 5 Mds€ d'AuM pour combattre l'urgence climatique d'ici à 2025.

2022 : Le groupe lance son premier placement privé durable de dette sur le marché américain pour 180 M\$. Levée de fonds pour la cinquième génération de la stratégie de *direct lending* pour 3,3 Mds€.

2023 : Ouverture d'un bureau à Abou Dhabi. Émission obligataire de 300 M€ à échéance mars 2030. Lancement d'un support offrant aux investisseurs *retail* l'opportunité d'investir dans des entreprises non cotées. Nouvelle association avec Total Energies pour lancer un deuxième millésime de la stratégie de *private equity* dédiée à la décarbonation.

2024 : Lancement d'un partenariat stratégique avec Amova (ex Nikko Am), acteur majeur de la gestion d'actifs en Asie. Poursuite de l'expansion géographique avec l'ouverture d'un bureau à Montreal et l'obtention d'un agrément pour exercer à Hong Kong. Levée de 1,2 Mds€ pour la 3^{ème} génération de la stratégie de situations spéciales (crédit flexible).

2025 : Lancement du premier fonds de dette privée semi-liquide de Tikehau Capital ainsi qu'un fonds de *private equity* dédié à la défense, la cybersécurité et la sécurité européenne, disponible en tant que produit en unité de compte dans le cadre de contrats d'assurance-vie et d'épargne retraite de Société Générale Assurances, CNP Assurances et du Groupe CARAC. Émission obligataire de 500 M€ et facilité de crédit renouvelable augmentée de 800 M€ à 1,15 Mds€. Rapprochement annoncé avec la filiale Sofidy (immobilier). Lancement du premier fonds de continuation d'une taille supérieure à 1 Md€ dédié à sa société en portefeuille Egis.

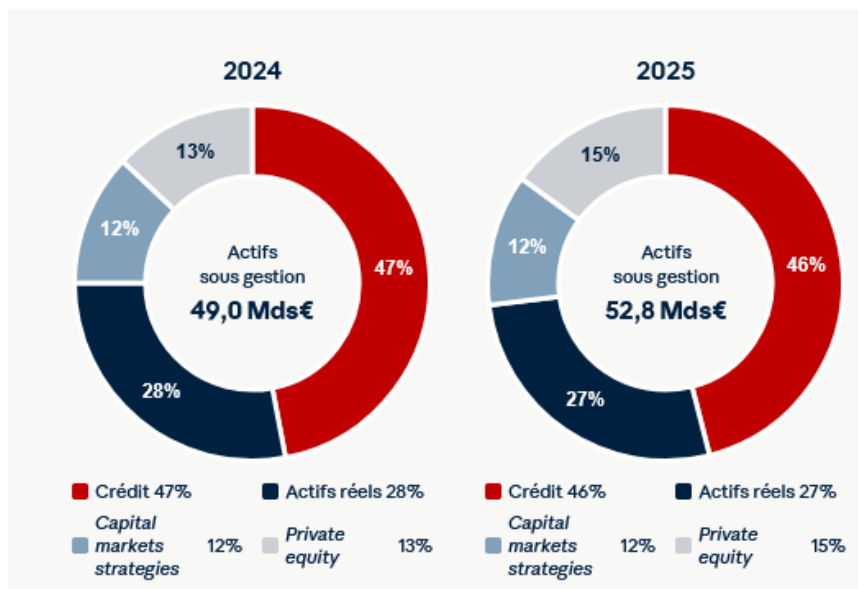


Tikehau Capital : Présentation

Tikehau Capital est un Groupe mondial de gestion d'actifs alternatifs, fondé en 2004 par Antoine Flamarion et Mathieu Chabran. Coté à sur Euronext Paris depuis 2017, le groupe gère 52,8 Mds€ d'actifs au 31 décembre 2025, soit une croissance annuelle moyenne de 22% depuis son introduction en bourse. Il s'appuie sur 717 collaborateurs répartis dans 17 bureaux en Europe, en Asie et en Amérique du Nord.

Les stratégies d'investissement s'articulent autour de quatre expertises complémentaires : le crédit privé, qui représente 46% des encours et constitue le cœur historique du groupe ; les actifs réels, qui regroupent l'immobilier et les infrastructures pour 27% des encours ; le *private equity*, dont les encours ont progressé de +22% en 2025 pour atteindre 7,9 Mds€ ; et enfin les stratégies de marchés de capitaux, qui complètent la palette avec des approches plus liquides. Cette diversification fait de Tikehau Capital un interlocuteur unique pour ses clients, capable de répondre à l'ensemble de leurs besoins en actifs alternatifs.

Répartition des actifs sous gestion par classes d'actifs (31/12/2025 vs 31/12/2024)



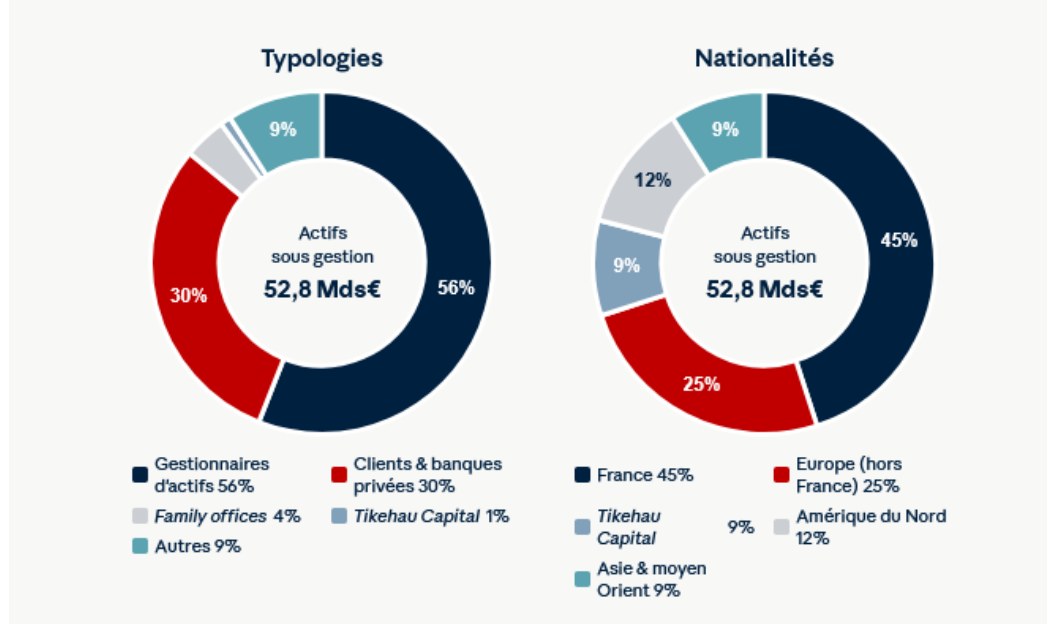
Sources : Tikehau Capital, EuroLand

Au-delà de son activité de gestion, Tikehau Capital dispose d'un portefeuille d'investissements propres de 4,4 Mds€, dont 69% est investi dans les stratégies du Groupe (au 31 décembre 2025). Ce principe d'alignement d'intérêts, pierre angulaire du modèle, signifie que les dirigeants et équipes investissent le bilan de Tikehau Capital aux côtés de leurs clients à hauteur de 3,1 Mds€.

La clientèle du Groupe est majoritairement institutionnelle, avec des gestionnaires d'actifs, des assureurs et des banques représentant la part prépondérante des encours. La clientèle privée constitue néanmoins un relais de croissance majeur : les encours provenant d'investisseurs privés ont atteint 18 Mds€ au 31 décembre 2025, en hausse de 20% sur un an, portés notamment par le succès d'Opale Capital (plateforme digitale) et des produits en unités de compte en dette privée.

Sur le plan géographique, l'internationalisation du groupe s'accélère. Les encours provenant de clients internationaux atteignent 24 Mds€, en hausse de +13% sur un an, et environ 80% de la collecte nette 2025 provenait d'investisseurs étrangers, portée par une dynamique solide aux États-Unis, au Japon, en Allemagne et dans les pays du Golfe. Le groupe a notamment signé en 2025 les deux plus importants engagements individuels de son histoire, avec deux grands groupes de réassurance allemand et américain.

Répartition des actifs sous gestion (au 31/12/2025)



Sources : Tikehau Capital, EuroLand

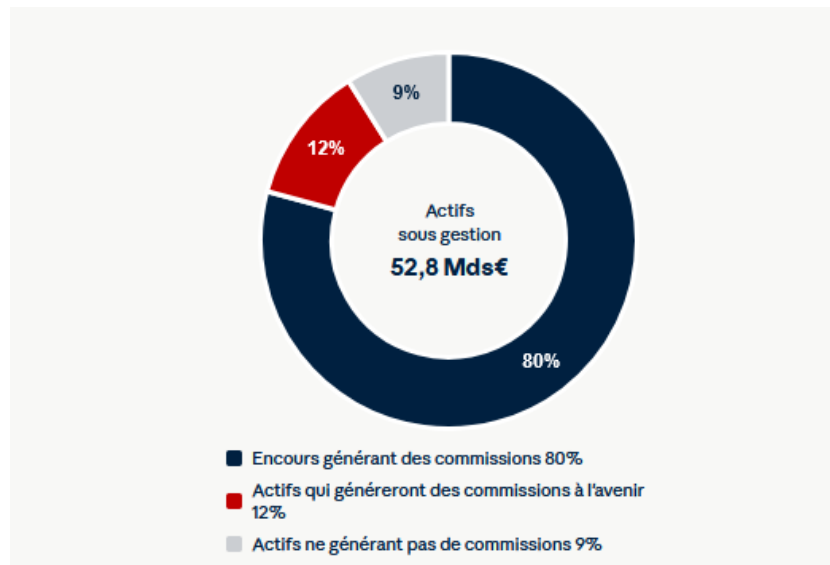
Au niveau sectoriel, les stratégies d'investissement couvrent un spectre large et délibérément diversifié. En *private equity*, le Groupe met l'accent sur des thématiques structurelles à forte conviction : transition énergétique et décarbonation, aéronautique et défense, cybersécurité, infrastructure digitale et agriculture régénératrice. Le fonds de cybersécurité du groupe est aujourd'hui l'un des plus importants d'Europe dédié à ce secteur, avec 335 M€ levés sur son quatrième millésime, en progression de 90% par rapport au millésime précédent.

Enfin, Tikehau Capital place le développement durable au cœur de son modèle. Le groupe a dépassé en 2025 son objectif d'encours dédiés au climat et à la biodiversité, atteignant 5,8 Mds€, en hausse de +42% sur un an.

Au-delà de la progression des actifs sous gestion, la qualité des encours constitue selon nous un élément central de la trajectoire de Tikehau Capital. À fin 2025, le Groupe comptait 42,1 Mds€ d'actifs générant déjà des commissions, en hausse de +6% sur un an, auxquels s'ajoutaient 6,1 Mds€ d'actifs appelés à en générer à l'avenir, en progression de +24%.

Autrement dit, la croissance des *AuM* ne se limite pas à un effet d'affichage : elle s'accompagne d'une hausse du stock d'encours monétisables, offrant une visibilité accrue sur la progression future des revenus récurrents. Cette dynamique est d'autant plus significative que les encours totaux ont atteint 52,8 Mds€ à fin 2025, soit une hausse de +8% sur un an.

Répartition des actifs par type de commissions générées (au 31/12/2025)



Sources : Tikehau Capital, EuroLand

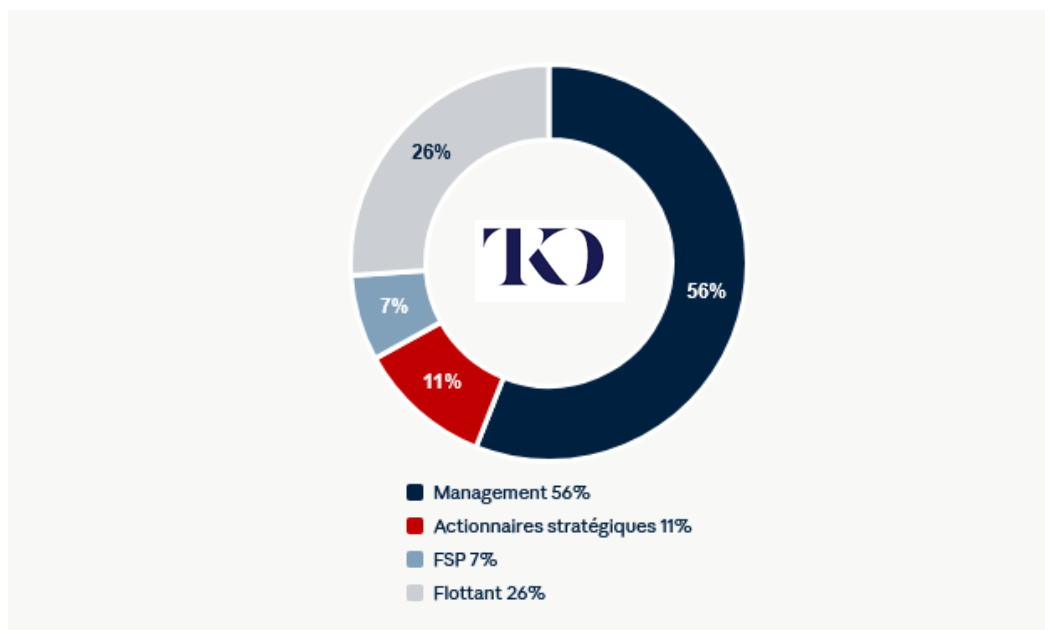
Un actionariat stable de long terme

Cette stabilité tient aussi au statut même de Tikehau Capital, organisé en société en commandite par actions (SCA). Concrètement, cette forme de gouvernance distingue les actionnaires classiques du ou des associés commandités, qui jouent un rôle central dans la direction et le contrôle du Groupe. Dans le cas de Tikehau Capital, ce dispositif renforce la continuité managériale et protège davantage la vision de long terme qu'une structure capitalistique plus classique.

Cette logique est renforcée par l'organisation même du Groupe. Tikehau Capital Advisors, actionnaire principal de la société cotée, détenait 54,81% du capital à fin 2025. Au sein de cette société de contrôle, les fondateurs et le management contrôlaient ensemble 68,81% du capital, aux côtés d'investisseurs institutionnels de long terme. Autrement dit, Tikehau Capital reste piloté par un noyau dur fortement impliqué, ce qui constitue selon nous un atout dans un secteur qui évolue rapidement et où la cohérence stratégique, la vision et la discipline d'allocation du capital font une grande partie de la différence.

Enfin, cet ancrage ne repose pas seulement sur une photographie statique du capital. Il est aussi conforté par des rachats réguliers de titres sur le marché par des véhicules liés aux fondateurs, notamment Makemo Capital. Cela renforce l'idée d'un engagement actionnarial concret, actif et durable.

Une base actionnariale solide



Sources : Tikehau Capital, EuroLand

Des fondateurs toujours à la manœuvre

Tikehau Capital reste dirigé par ses deux cofondateurs, Antoine Flamarion et Mathieu Chabran, toujours aux commandes plus de vingt ans après la création du Groupe. Le point clé, selon nous, est moins leur longévité que leur profil : Antoine Flamarion vient des activités de *principal investments* chez Merrill Lynch et Goldman Sachs, tandis que Mathieu Chabran s'est formé dans les stratégies de crédit chez Merrill Lynch puis Deutsche Bank. Cette double culture du crédit et de l'investissement se retrouve pleinement dans l'ADN de Tikehau Capital, à la croisée de la gestion d'actifs alternatifs et de l'allocation de bilan. La gouvernance reste fortement incarnée par les fondateurs, au travers d'une structure de Gérance disposant de pouvoirs étendus, mais elle s'appuie désormais sur un cadre plus formalisé avec un Conseil de surveillance de 11 membres, dont 50% d'indépendants, et un *Capital Allocation Committee* dédié aux décisions du portefeuille d'investissement.

Tikehau Capital: Activité

En tant que spécialiste de la gestion d'actifs alternatifs, Tikehau Capital se positionne comme un intermédiaire de choix entre l'épargne mondiale et l'économie réelle. La première est stimulée par des tendances majeures représentées par la croissance et le vieillissement démographique. La seconde s'appuie sur un tissu de plus de 23 millions de PME en Europe, aux besoins de financement croissants, auquel s'ajoute un univers d'entreprises tout aussi vaste dans les autres grandes régions du monde.

Avec son offre, Tikehau Capital propose une large gamme de services de financement aussi bien en dette qu'en capital. L'offre du groupe est structurée en deux activités principales : 1/ la Gestion d'actifs où le groupe déploie son expertise au sein de quatre métiers (crédit, actifs réels, *private equity* et *capital markets strategies*) et 2/ le portefeuille d'investissements, réalisés à partir du bilan du groupe et principalement dans ses stratégies de gestion d'actifs, garantissant ainsi un fort alignement d'intérêts avec les clients-investisseurs.

Gestion d'actifs

L'activité de gestion d'actifs constitue la majeure partie des revenus de Tikehau Capital. À fin 2025, le groupe y gère 52,8 Mds€ pour le compte de ses clients-investisseurs ainsi que pour son compte propre et tire parti de son expertise au sein des classes d'actifs suivantes : le crédit, les actifs réels (principalement immobiliers et infrastructures), le *private equity* et les *capital markets strategies* (actions et obligations cotées).

Le succès de ce segment repose sur un modèle vertueux composé de trois piliers : premièrement, la performance des fonds (mesurée par la création de valeur des sociétés en portefeuille ou la collecte de loyers pour les actifs réels) est au cœur du modèle. Elle constitue un argument commercial de poids permettant d'assurer une collecte dynamique auprès des investisseurs. Une collecte élevée permet à Tikehau Capital d'assurer un déploiement sélectif des moyens mis à sa disposition, favorisant les performances des portefeuilles.

Les trois piliers de l'activité de gestion d'actifs



Sources : Tikehau Capital



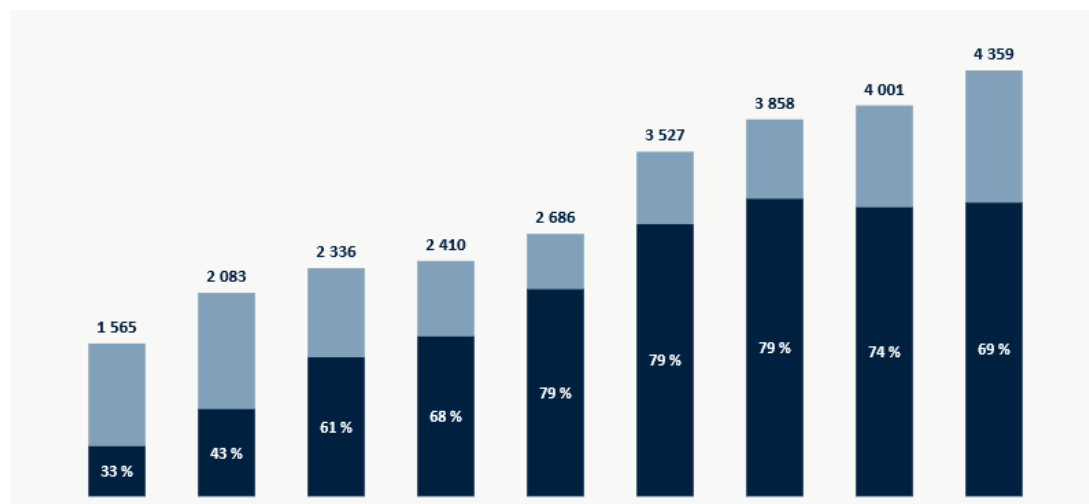
En 2025, le Groupe a notamment investi 7,6 Mds€ (vs 5,6 Mds€ en 2024) à travers ses différents fonds d'investissement en gardant une sélectivité significative de 98% (pourcentage des dossiers étudiés non retenus par les équipes d'investissement sur le nombre de dossiers étudiés). D'autre part, le Groupe a réalisé une collecte nette record de 8,0 Mds€, en hausse de +31% par rapport au niveau moyen de la collecte enregistré entre 2020 et 2024. Les actifs sous gestion du Groupe ont ainsi atteint 52,8 Mds€, traduisant un TCAM de +22% depuis l'IPO en 2017.

Investissements

Au sein de son activité d'investissements, Tikehau Capital gère un portefeuille pour compte propre. Celui-ci atteignait 4,4 Mds€ au terme de l'exercice 2025 et se divise entre les investissements dans les stratégies de Tikehau Capital (69% du portefeuille soit 3,0 Mds€) et des investissements réalisés dans son écosystème et des investissements directs (31% du portefeuille soit 1,3 Md€).

L'investissement des fonds propres de Tikehau Capital dans ses propres solutions est rendu possible par la solidité de son bilan qui affiche 3,1 Mds€ de fonds propres à fin 2025. Il constitue par ailleurs un facteur différenciant pour le groupe puisqu'il investit directement aux côtés de ses clients-investisseurs. Cela garantit à Tikehau Capital un alignement clair des intérêts et permet également de faciliter le déploiement de nouvelles stratégies d'investissement tout en bénéficiant du rendement de ces dernières.

Évolution du portefeuille d'investissement 2017-2025 (en M€)



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Le reste des investissements réalisés pour compte propre est réparti entre ceux réalisés dans l'écosystème du groupe (principalement fonds externes, co-investissements et participations cotées) et des investissements directs. Les premiers représentaient 1,1 Md€ à fin 2025 tandis que les seconds représentaient 195,5 M€, majoritairement en *private equity*. À noter que la *fair value* de la société londonienne Claranet, spécialisée dans les services d'hébergement et d'infogérance d'applications critiques représente 64,3% des investissements directs soit 125,7 M€.

Un business model optimal

Grâce à ses deux activités, Tikehau Capital génère des revenus significatifs par l'intermédiaire des leviers suivants :

1/ Les commissions de gestion et de souscription dans le cadre de son activité de gestion d'actifs. Les commissions de gestion représentent les frais prélevés chaque année pour rémunérer l'administrateur des fonds tandis que les commissions de souscription correspondent aux frais ponctuels payés lors de l'entrée dans un fonds par les investisseurs. Ces deux types de commissions incarnent une source de revenus récurrente pour Tikehau Capital.

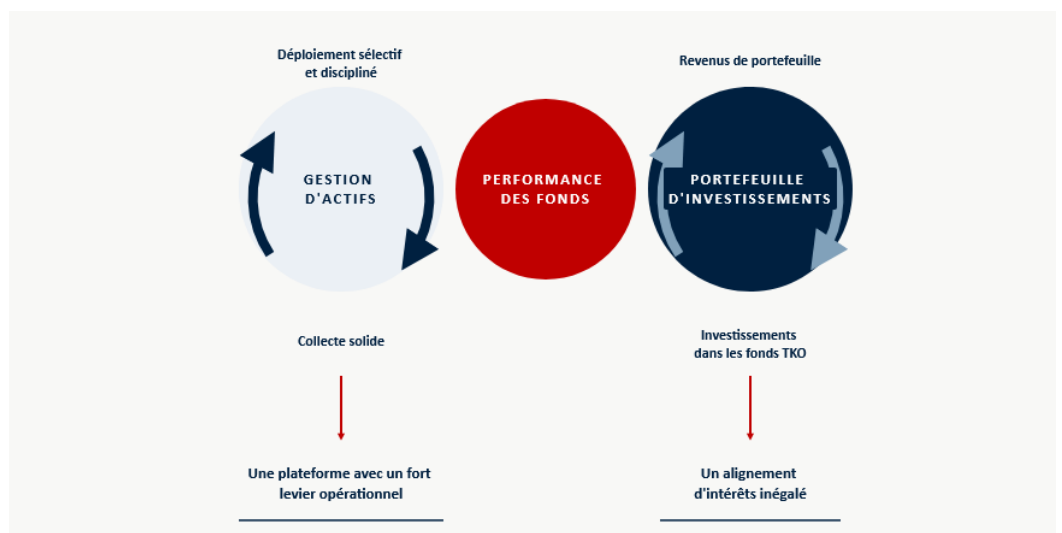
2/ Les commissions de performance et le *carried interest* constituent la partie non récurrente des revenus de l'activité de gestion d'actifs. Ces commissions sont prélevées aux investisseurs lorsque le fonds dépasse des objectifs définis à l'avance. Elles représentent 22,0 M€ en 2025.

3/ Les revenus tirés de l'activité d'investissement, à savoir les dividendes, coupons, intérêts et plus-values de cession dégagés sur les actifs détenus au bilan. Ceux-ci ont représenté 239,2 M€ en 2025, dont 222,9 M€ de dividendes, coupons et intérêts, et 16,3 M€ de plus-values nettes de cession.

4/ Enfin, les variations de juste valeur des actifs détenus pour compte propre constituent un levier plus volatil, avec un effet négatif de -73,4 M€ en 2025.

À noter qu'au terme de l'exercice 2025, c. 80% des actifs généraient des commissions et c.12% en généreront à l'avenir. Le solde correspond principalement à des investissements portés au bilan de Tikehau Capital, à certains co-investissements ou à des structures spécifiques ne donnant pas lieu à la perception de frais de gestion.

Un modèle complémentaire axé sur la performance



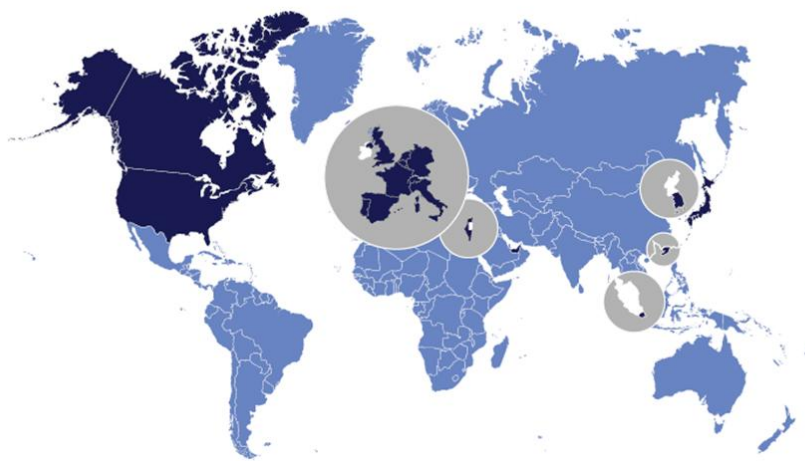
Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Une empreinte géographique étendue

Au fil du temps, l'essor des activités de gestion d'actifs et d'investissement de Tikehau Capital s'est accompagné d'une expansion régulière hors de ses frontières d'origine. Le Groupe a d'abord établi une présence à Londres en 2013, puis a poursuivi son implantation en Asie avec l'ouverture d'un bureau à Singapour en 2014. L'année suivante, il a consolidé son ancrage européen en s'établissant à Bruxelles et à Milan.

Cette dynamique s'est intensifiée en 2017, avec de nouvelles ouvertures à Madrid et à Séoul, avant de se prolonger en 2018 à New York. L'année 2019 a vu l'inauguration de bureaux à Tokyo, au Luxembourg et à Amsterdam, marquant une présence accrue sur de nouvelles géographies. Le mouvement d'expansion s'est poursuivi en 2021 à Francfort, puis en 2022 à Tel-Aviv et en 2023 à Zurich. En 2024, le Groupe a franchi de nouvelles étapes en s'implantant à Abou Dhabi, puis en étendant sa présence à Montréal et à Hong Kong, confirmant ainsi l'envergure internationale de son réseau.

Une empreinte géographique étendue



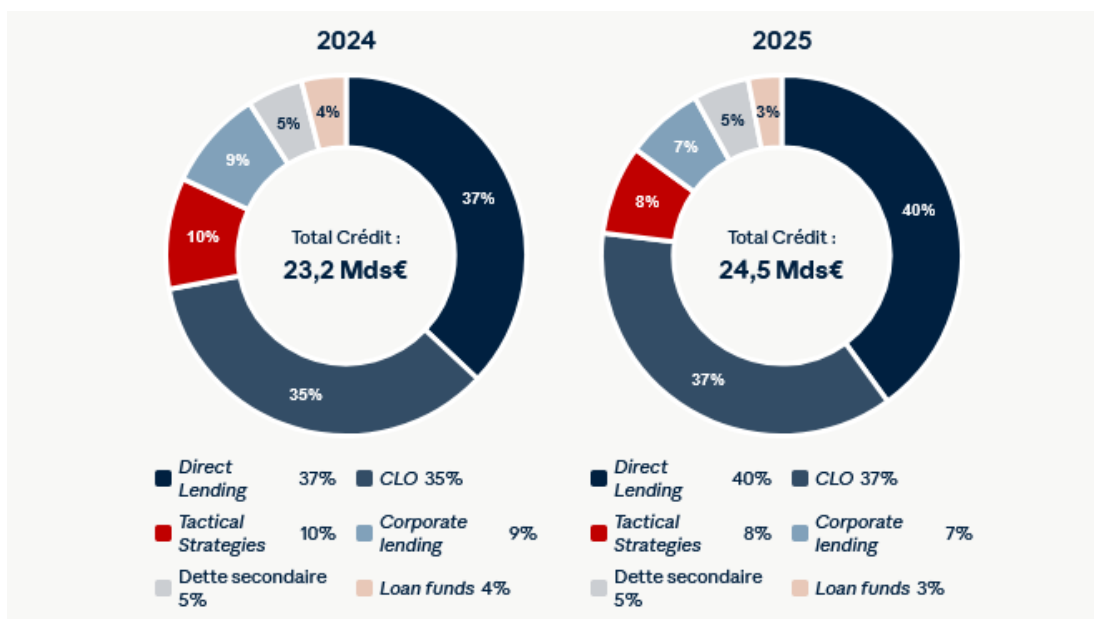
Sources : *Tikehau Capital*

Autour de quatre expertises

Depuis sa création, Tikehau Capital a tiré parti de son expertise sur quatre classes d'actifs afin de bâtir son succès dans la gestion d'actifs : le crédit privé (46% des AuM 2025), les actifs réels (27% des AuM 2025), le *private equity* (15% des AuM 2025) et les stratégies de marchés de capitaux (12% des AuM 2025).

1) Le crédit

Une empreinte géographique étendue



Sources : Tikehau Capital, EuroLand

Le crédit est l'activité historique et le premier pilier de Tikehau Capital. C'est aussi la plus importante en volume : elle représente 24,5 Mds€ d'encours au 31 décembre 2025, soit 46% des actifs sous gestion du Groupe. Concrètement, Tikehau Capital intervient comme prêteur auprès des PME, en échange d'une rémunération sous forme d'intérêts et de garanties associées. C'est une activité qui génère des revenus réguliers et prévisibles, ce qui en fait un pilier naturel pour un gestionnaire d'actifs alternatifs.

Cette expertise s'est construite depuis 2006, d'abord sur les financements d'acquisition, puis en se diversifiant fortement après la crise financière de 2008, qui avait contraint les banques traditionnelles à se retirer du marché du crédit aux entreprises. Tikehau Capital a su occuper cet espace laissé vacant, en développant une capacité à financer directement des PME et ETI européennes sans passer par le circuit bancaire classique. Le Groupe a notamment géré plusieurs mandats publics en France, comme les programmes NOVO ou les Obligations Relance, destinés à soutenir les entreprises dans leur développement et leur transition écologique. Il gère également le Belgian Recovery Fund pour accompagner la reprise économique des entreprises belges.

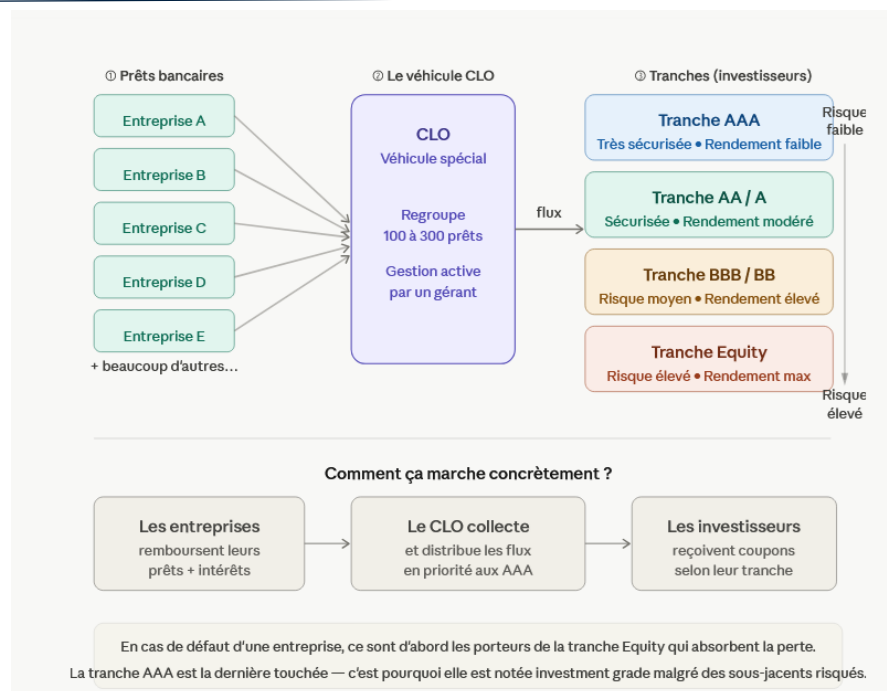
La plateforme crédit repose aujourd'hui sur trois grandes familles d'activités :

Le premier ensemble, et le plus important, est celui du *direct lending* et du *corporate lending*. Tikehau Capital y joue le rôle d'un prêteur non bancaire : il identifie lui-même les entreprises à financer, analyse leur situation financière en profondeur, structure le financement sur mesure et en assure le suivi pendant toute la durée de l'investissement. Ces financements accompagnent souvent des opérations de rachat d'entreprises par des fonds d'investissement, qu'on appelle des *LBO*.

La gamme d'instruments est large, allant de la dette *senior* (la plus sécurisée, remboursée en priorité en cas de difficulté) à la mezzanine (plus risquée mais mieux rémunérée, remboursée après les autres créanciers), en passant par l'Unitranche, une formule hybride qui simplifie la structure de financement en regroupant plusieurs niveaux de dette en une seule ligne. Le sixième millésime de la stratégie de *direct lending* a atteint 4,8 Mds€ d'encours à fin 2025, avec deux des plus importants engagements individuels jamais enregistrés par le Groupe, provenant de grands groupes de réassurance allemand et américain.

Le deuxième ensemble est celui des CLO, acronyme de Collateralised Loan Obligations. Il s'agit de véhicules de titrisation : Tikehau Capital assemble un portefeuille diversifié de prêts accordés à des entreprises, puis découpe ce portefeuille en tranches de risque différentes, que des investisseurs institutionnels peuvent acheter selon leur appétit pour le risque. Les revenus générés par les prêts sont ensuite redistribués entre ces tranches, de la plus sécurisée à la plus risquée. Tikehau Capital s'est progressivement imposé comme un acteur de référence sur ce segment en Europe, avec quinze *CLO* émis depuis 2015, et a parallèlement développé une plateforme aux États-Unis, où neuf *CLO* ont été structurés depuis 2021. Cette montée en puissance s'est illustrée à fin 2025 par le lancement du quinzième *CLO* européen du Groupe, d'une taille de 600 M€, un niveau record pour le groupe.

CLO : Mode d'emploi



Sources : EuroLand



Le troisième ensemble regroupe des stratégies plus opportunistes. La dette privée secondaire, lancée en 2020, consiste à racheter sur le marché secondaire des portefeuilles de dettes ou des parts de fonds existants, souvent à des prix décotés. Le deuxième millésime de cette stratégie a bouclé fin 2025 avec plus d'1 Md\$ d'engagements, dépassant sa taille cible et représentant plus du double du premier millésime.

Les *tactical strategies*, lancées en 2016, permettent quant à elles de saisir des opportunités sur des marchés peu liquides, là où peu d'acteurs sont capables d'intervenir rapidement et de façon adaptée. Le troisième millésime a aussi closé avec 1,2 Md€ d'encours.

Tikehau Capital a également étendu cette approche opportuniste à l'immobilier en s'associant à Altarea en 2023 pour lancer une plateforme européenne de dette immobilière. Dans un environnement marqué par une forte contraction de la liquidité sur le marché immobilier, cette stratégie vise à proposer des solutions de financement flexibles à des *sponsors* immobiliers et à des entreprises, sur un large éventail d'actifs, notamment les bureaux, commerces, logements, actifs industriels, logistiques ou hôteliers.

Ce partenariat repose sur la complémentarité entre l'expertise de Tikehau Capital en dette privée et le savoir-faire d'Altarea dans l'immobilier, ce qui permet au Groupe d'identifier plus efficacement des opportunités et d'accéder à des transactions ciblées. Au 31 décembre 2025, ce véhicule représentait 166 M€ d'actifs sous gestion, avec 26% des engagements investisseurs déjà appelés et trois investissements réalisés. Cette initiative illustre la capacité de Tikehau Capital à s'appuyer sur des partenaires sectoriels pour se positionner sur des segments de marché plus complexes, où la rareté du financement peut créer des opportunités attractives.

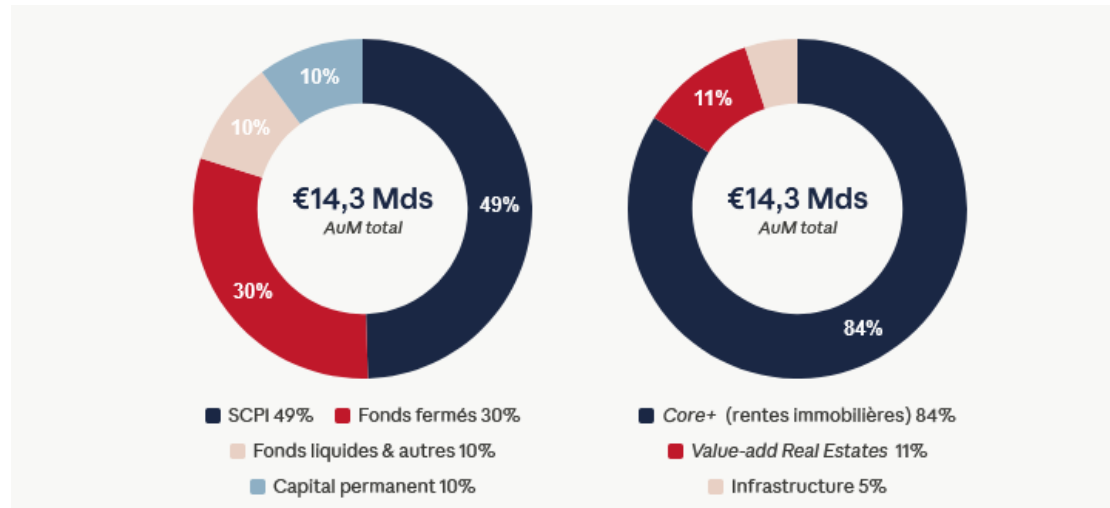
Par ailleurs, en 2025, la dynamique commerciale a été particulièrement forte, avec 4,2Mds€ déployés sur l'ensemble de l'année, dans une logique de diversification géographique croissante vers l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas, la Belgique et le Royaume-Uni.



2) Actifs réels

L'activité immobilière représente 14,3 Mds€ d'encours au 31 décembre 2025, soit 27% des actifs sous gestion du Groupe. Concrètement, Tikehau Capital collecte de l'argent auprès d'investisseurs et l'investit dans des biens immobiliers comme des bureaux, des commerces ou des logements, en cherchant à générer des loyers et des plus-values à la revente. Cette activité repose sur deux entités aux profils très différents.

Aperçu de la plateforme d'actifs réels



2004

Lancement de la plateforme



4

Stratégies d'investissement



100

Professionnels de l'investissement



9000

Actifs au sein de la plateforme

Sources : EuroLand, Tikehau Capital

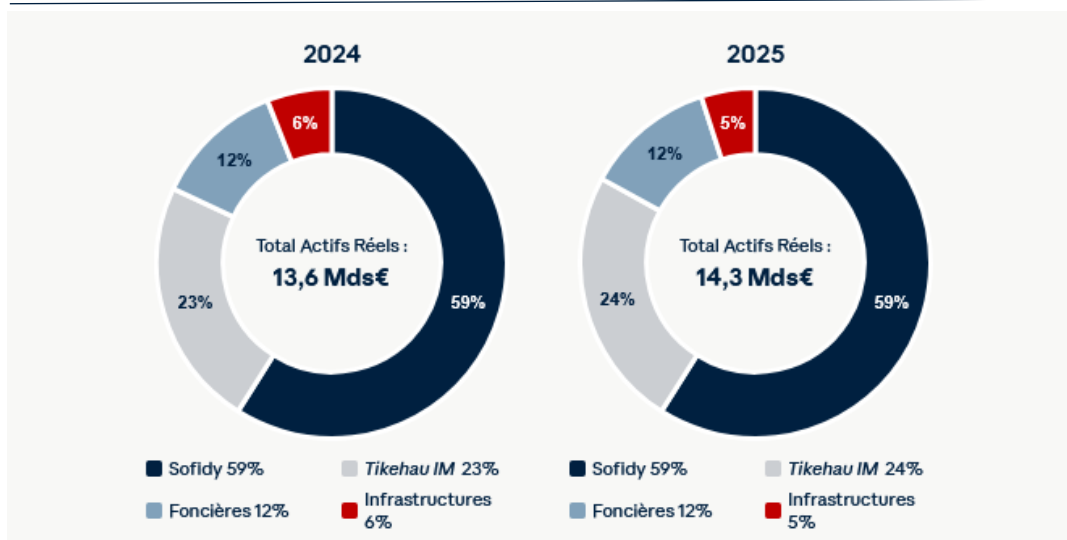
La première est Tikehau IM, la plateforme immobilière interne du Groupe. Son cœur de métier : acheter des immeubles vieillissants ou sous-exploités, souvent d'anciens bureaux, et les transformer en logements pour les revendre avec une plus-value. C'est ce qu'on appelle une stratégie *value-add* : on crée de la valeur en transformant l'actif, plutôt qu'en attendant simplement que le marché monte.

La seconde est Sofidy, rachetée par Tikehau Capital en 2018. C'est un nom bien connu des épargnants français : Sofidy est le premier gestionnaire indépendant de SCPI en France. Pour rappel, une SCPI (Société Civile de Placement Immobilier) permet à un particulier d'investir dans l'immobilier d'entreprise à partir de quelques centaines d'euros, sans avoir à gérer directement un bien. Sofidy gère 8,6 Mds€ pour plus de 55000 épargnants, au travers d'un portefeuille diversifié de commerces, bureaux et locaux d'activité en France et en Europe. Son acquisition a permis à Tikehau Capital

d'accéder directement au marché des particuliers, en complément de sa clientèle institutionnelle habituelle.



Répartition des encours liés aux actifs réels (2024 vs 2025)



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Ainsi, le portefeuille compte aujourd'hui plus de 5400 actifs immobiliers à travers l'Europe.

Enfin, aux États-Unis, Tikehau Capital est présent via Tikehau Capital North America, qui investit dans des infrastructures comme les routes, l'eau, l'énergie ou la communication, en partenariat avec des acteurs publics. Avec environ 875 M\$ d'encours, cette activité reste modeste à l'échelle du Groupe, mais illustre la volonté de Tikehau Capital de diversifier ses sources de revenus au-delà de l'Europe.

3) Private equity

Le *private equity* représente 7,9 Mds€ d'encours au 31 décembre 2025, soit 15 % des actifs sous gestion du Groupe, en hausse de 22% sur l'année. Pour rappel, le *private equity* consiste à investir directement dans des entreprises non cotées en bourse, en prenant une participation au capital pour les accompagner dans leur développement sur plusieurs années, avant de revendre cette participation avec une plus-value. C'est une classe d'actifs illiquide, c'est-à-dire que l'argent est immobilisé pendant la durée de vie du fonds, mais qui peut offrir des rendements significativement supérieurs à ceux des marchés cotés sur longue période.

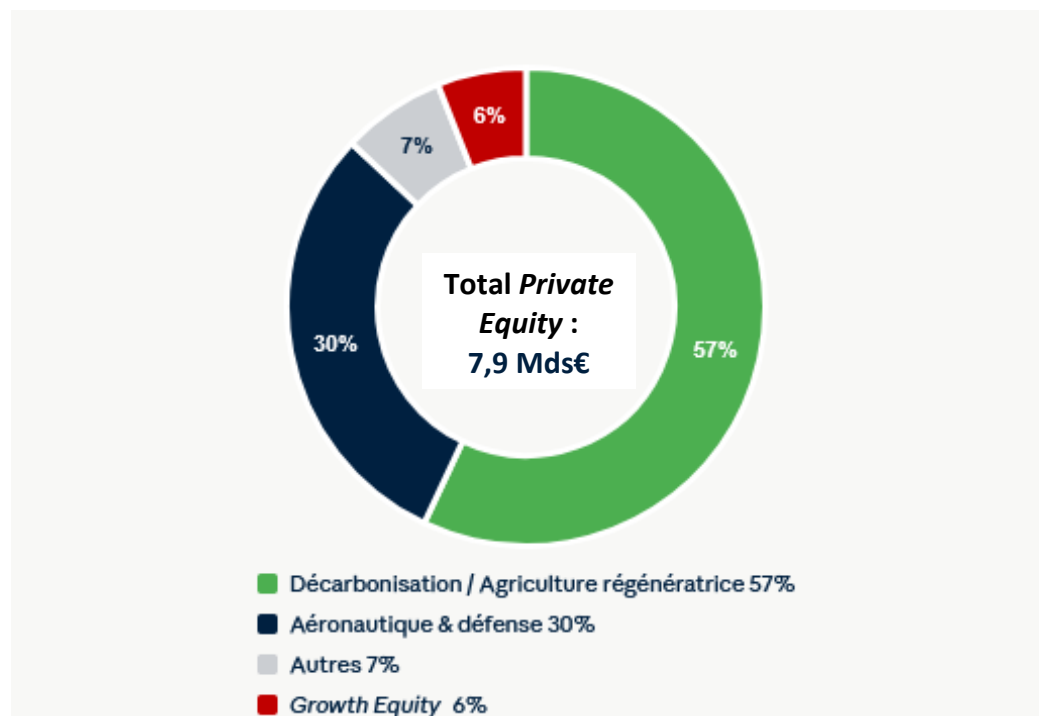
Ce qui distingue Tikehau Capital dans cette activité, c'est une approche résolument thématique. Plutôt que de chercher des opportunités tous azimuts, le Groupe a fait le choix de se concentrer sur un petit nombre de grandes thématiques où il estime avoir une vraie conviction et un avantage compétitif. Chaque stratégie est construite autour d'une tendance de fond profonde et durable.

La première thématique, et la plus emblématique, est la décarbonation. Tikehau Capital investit dans des entreprises qui contribuent à la transition énergétique et à la réduction des émissions carbone. Le deuxième millésime de cette stratégie a atteint 2,5 Mds€ d'encours à fin 2025, témoignant d'un succès commercial considérable.

La deuxième thématique est l'agriculture régénératrice, une approche agricole qui vise à restaurer les sols et les écosystèmes tout en maintenant la productivité. Le premier millésime de cette stratégie a bouclé en 2025 à environ 600 M€, confirmant l'appétit des investisseurs institutionnels pour des stratégies à impact concret sur la biodiversité et l'alimentation.

La troisième thématique s'inscrit dans l'aéronautique et la défense, un segment soutenu par la remontée des dépenses européennes en matière de capacités militaires, industrielles et souveraines.

Une plateforme de *private equity* divisée en quatre stratégies




2013
Lancement de la plateforme


4
Stratégies d'investissement




56
Professionnels de l'investissement


68
Sociétés en portefeuille

Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Enfin, la quatrième thématique est la cybersécurité, un secteur en croissance structurelle à l'heure où les cybermenaces se multiplient. Le quatrième millésime de cette stratégie a clôturé en 2025 à 335 M€, soit une progression de près de 90% par rapport au millésime précédent, ce qui en fait l'un des plus grands fonds européens dédiés à la cybersécurité.

2025 a été une année particulièrement active en termes de cessions : cinq désinvestissements ont été réalisés à un multiple brut moyen de 2,6x, signifiant que pour chaque euro investi, les investisseurs ont récupéré en moyenne 2,6 euros. C'est un indicateur de performance très solide, qui valide la thèse d'investissement du Groupe sur cette classe d'actifs.

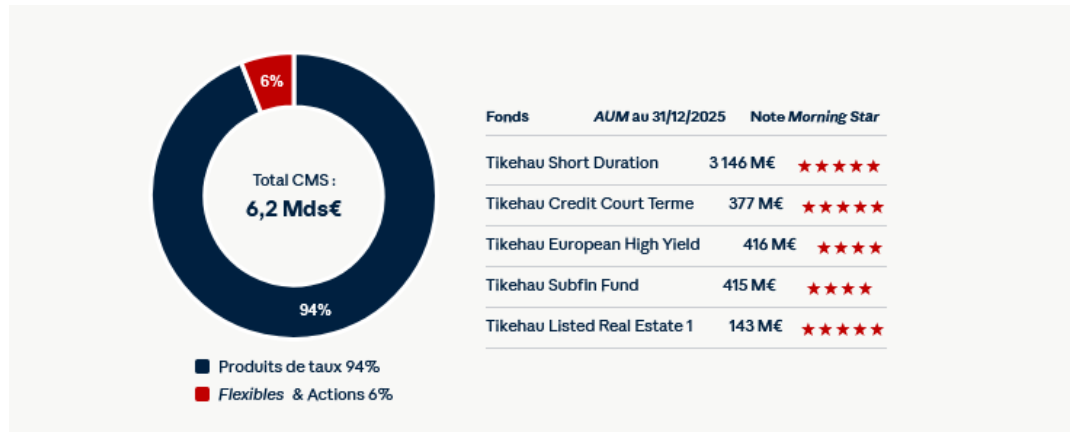
4) *Capital markets strategies*

Les stratégies de marchés de capitaux (*capital markets strategies* ou CMS) représentaient 6,2 Mds€ d'encours au 31 décembre 2025, soit 12% des actifs sous gestion du groupe. Cette activité regroupe les stratégies investies sur les marchés cotés, notamment en obligations d'entreprises et en actions. Elle constitue le segment le plus traditionnel de l'offre de Tikehau Capital, tout en reposant sur la même approche de conviction et de sélection exigeante que les autres métiers du groupe.

Le cœur de cette activité est la gestion obligataire, qui représente l'essentiel des encours avec environ 5,7 Mds€. L'approche est volontairement différente de celle des grands gérants indiciels. Plutôt que de répliquer un indice obligataire standard, les équipes de Tikehau Capital cherchent à identifier des entreprises dont le risque de crédit est mal évalué par le marché, souvent parce que leur modèle économique est trop complexe pour être bien couvert par les grandes banques d'investissement. En clair : là où d'autres passent, Tikehau Capital creuse. Cette approche demande plus de travail d'analyse, mais peut offrir des rendements supérieurs à ceux du marché. Les fonds investissent aussi bien dans des obligations notées Investment Grade (les plus sûres) que *high yield* (plus risquées mais mieux rémunérées), selon les opportunités identifiées par une équipe de recherche crédit de 20 professionnels répartis entre Paris, Londres, New York et Singapour.



Aperçu de la plateforme de CMS



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

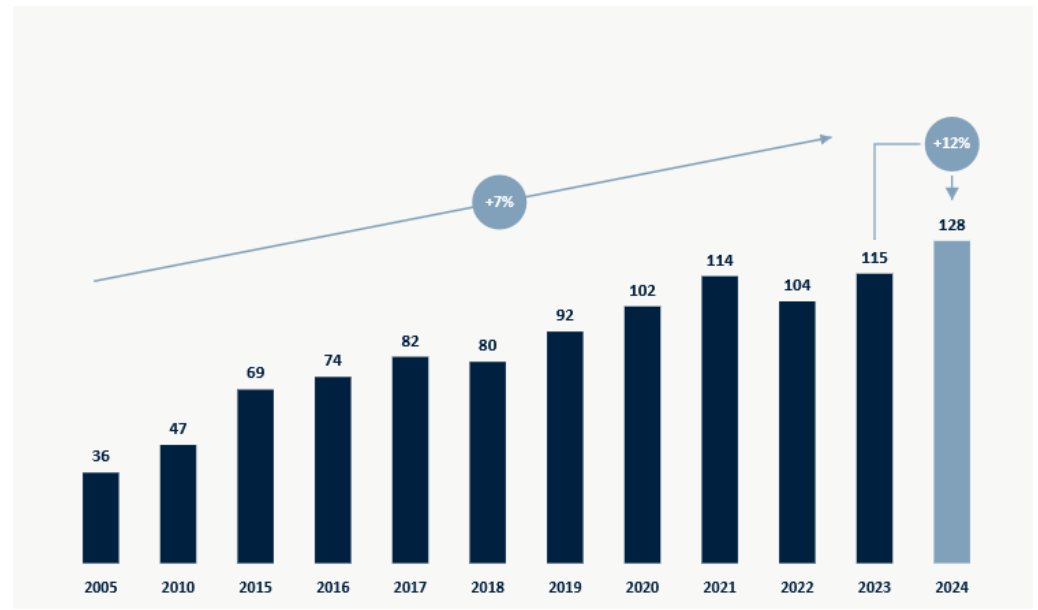
La seconde composante est la gestion diversifiée et actions, plus modeste en taille avec environ 420 M€ d'encours, mais intéressante par sa diversité. Elle regroupe trois fonds aux profils très différents. Tikehau Capital International Cross Assets est un fonds flexible qui mélange actions et obligations et ajuste son exposition en fonction des conditions de marché, avec pour objectif de limiter la volatilité. Tikehau Equity Selection est un fonds actions pur, géré de façon très active et discrétionnaire, pouvant investir dans des entreprises de toute taille et de tout secteur à travers le monde. Tikehau European Sovereignty Fund, enfin, est la première stratégie actions thématique du Groupe : il investit dans des entreprises européennes cotées qui contribuent à renforcer l'autonomie stratégique de l'Europe, dans des domaines comme la défense, la santé, le numérique, l'industrie ou la transition énergétique, une thématique particulièrement en phase avec les priorités politiques actuelles du continent.



Tikehau Capital : Marché

Le marché mondial de la gestion d'actifs affiche une dynamique de croissance solide depuis une décennie. Avec 128 000 Mds\$ d'encours à fin 2024, soit un triplement en quinze ans, il devrait atteindre 167 000 Mds\$ d'ici 2028 selon le BCG. Cette expansion est portée par la hausse de l'épargne mondiale, le vieillissement démographique et l'essor des classes moyennes émergentes.

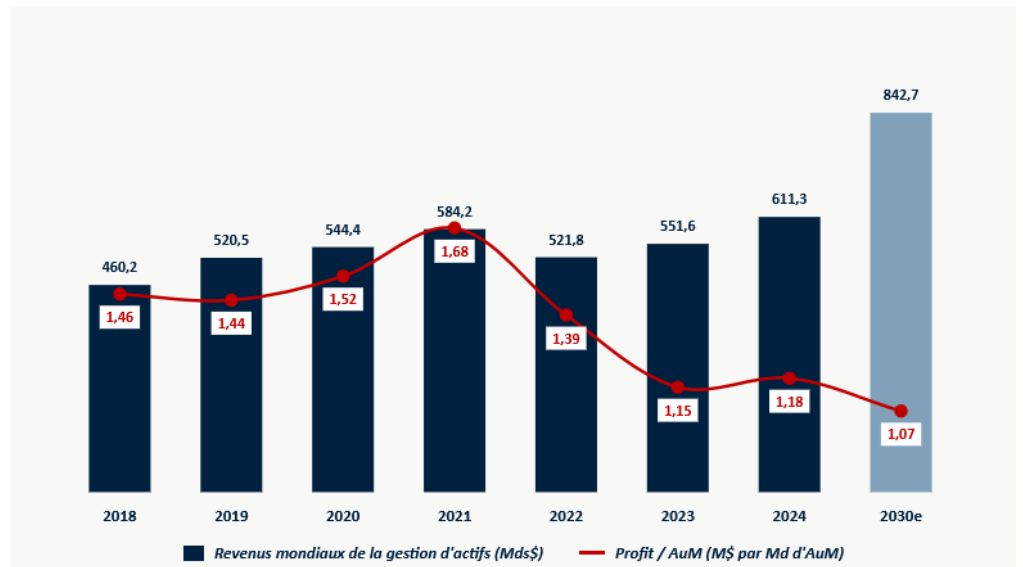
Évolution du marché de la gestion d'actifs depuis 2005



Sources : EuroLand, BCG

Cette croissance s'accompagne toutefois d'une compression structurelle des marges : PWC relève un recul de -19% du profit par milliard d'actifs gérés entre 2018 et 2024, sous l'effet de la gestion passive, des grandes plateformes de distribution et des exigences réglementaires. En Europe, malgré une progression des encours de plus de 80% depuis 2010, la densité réglementaire et la contraction des marges contraignent les acteurs à repenser leur modèle. Après deux années de resserrement, la stabilisation des taux en 2025 redonne de la profondeur aux marchés obligataires et rééquilibre les primes de risque, sans toutefois renouer avec les conditions ultra-accommodantes de la décennie passée.

Taille de marché projeté en 2030

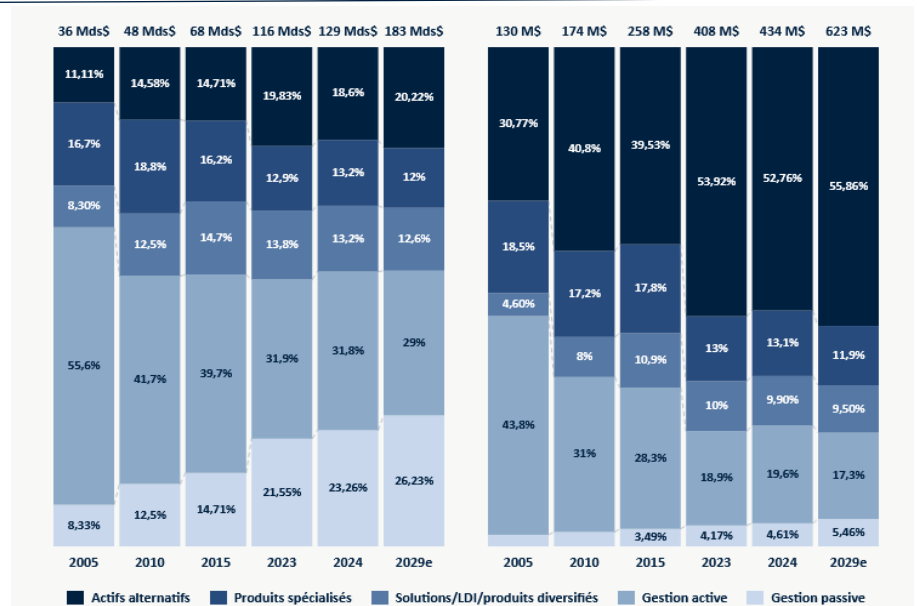


Source : Asset and Wealth Management Revolution 2025 – PWC

La montée en puissance des actifs alternatifs : un moteur de croissance incontournable

Bien que ne représentant que 19% des encours mondiaux en 2024, les actifs alternatifs génèrent plus de la moitié des revenus du secteur. Cette asymétrie s'explique par plusieurs facteurs convergents : la montée en puissance des ETF, qui comprime les marges de la gestion active traditionnelle ; la réglementation (SFDR, MiFID II, AIFM), qui alourdit les coûts des fonds liquides et l'évolution des besoins des investisseurs institutionnels, en quête de visibilité sur les flux et d'exposition à des actifs décorrélés des marchés cotés.

Répartition des encours liés aux actifs alternatifs



Sources : EuroLand, Global Asset Management Report 2025 - BCG

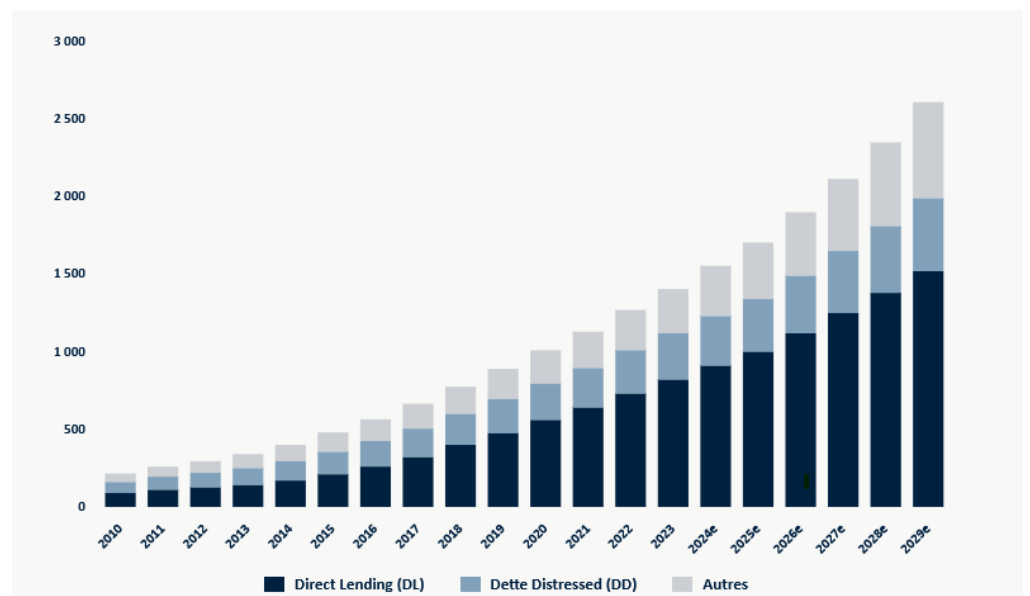


L'assouplissement réglementaire, notamment ELTIF 2.0 en Europe, et le développement de véhicules semi-liquides favorisent par ailleurs la démocratisation des marchés privés. Ces tendances reflètent une mutation structurelle plutôt qu'un phénomène cyclique, et les enquêtes Prequin (2024) confirment qu'une large majorité d'investisseurs institutionnels prévoit de maintenir ou d'augmenter son allocation aux actifs privés.

Dettes privées : une classe d'actifs en pleine expansion mais sous pression

La dette privée s'impose comme l'un des segments les plus dynamiques des marchés privés, portée par la désintermédiation bancaire. Les encours mondiaux atteignent près de 2 000 Mds\$ selon la BCE, et Prequin anticipe une progression vers 2 600 Mds\$ en 2029 (TCAM ~10%). En France, la classe d'actifs a nettement rebondi en 2025 : 14,8 Mds€ levés (+74%) et 15,9 Mds€ investis dans 379 opérations, confirmant la position du pays comme deuxième marché européen avec 24% des opérations, selon France Invest et Deloitte.

Evolution des encours en dette privée 2010-2029



Sources : EuroLand, Global Asset Management Report 2025 - BCG

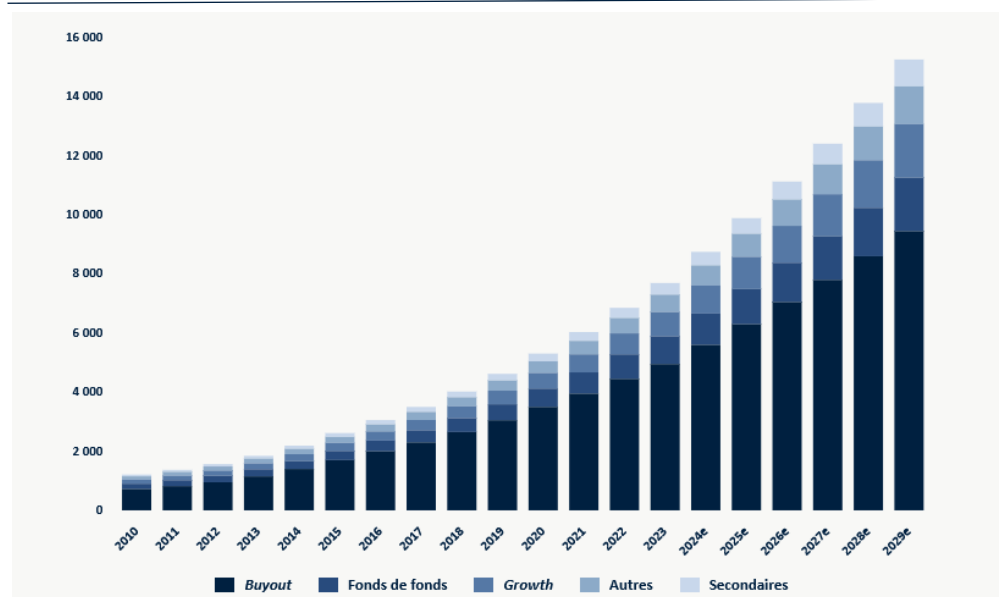
Ce dynamisme s'accompagne d'une exigence accrue de sélectivité. Aux États-Unis, plusieurs fonds semi-liquides ont subi de fortes vagues de rachats début 2026 : BlackRock a plafonné les retraits sur HLEND, Blue Owl a limité les sorties à 5% après des demandes atteignant jusqu'à 40,7% selon Reuters, soulevant des questions sur la qualité des portefeuilles, la transparence des valorisations et l'adéquation actif/passif. Ces tensions distinguent clairement les plateformes disciplinées des modèles plus agressifs. Le positionnement de Tikehau Capital apparaît à cet égard plutôt favorable, avec un taux d'exclusion de 98% en 2025, 100% des investissements covenantés, un levier moyen de 4,2x au *closing*, un taux de défaut annualisé de 1,3% et une plateforme crédit de 24,5 Md€ diversifiée entre *direct lending*, *corporate lending*, *CLO* et dette secondaire.



Private equity : la résilience du *mid-market* dans un environnement sélectif

Avec une croissance annuelle proche de 10% sur la dernière décennie, le *private equity* devrait atteindre environ 12 000 Mds\$ d'encours en 2029 (TCAM ~13% selon Preqin). L'environnement reste exigeant : le coût du capital demeure élevé par rapport aux années 2010, les multiples se normalisent et les conditions de sortie restent complexes. Le *mid-market* affiche toutefois une résilience supérieure, les entreprises de taille intermédiaire étant moins sensibles aux variations de multiples et plus propices aux stratégies de création de valeur opérationnelle. La profondeur sectorielle et la discipline d'exécution constituent dans ce contexte des facteurs de différenciation déterminants.

Évolution des encours en *private equity* : 2010-2029e



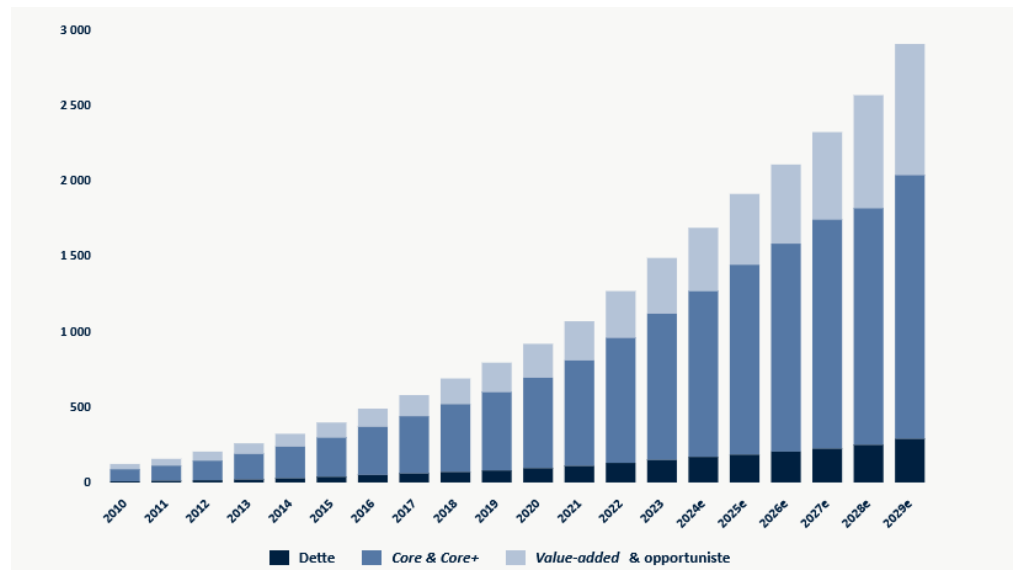
Sources : EuroLand, Global Asset Management Report 2025 - BCG

Infrastructure et immobilier : des actifs défensifs au cœur des besoins structurels

L'infrastructure bénéficie de tendances particulièrement porteuses, portant sur la transition énergétique, la digitalisation et la souveraineté industrielle, dans un contexte où les financements publics ne suffisent plus à couvrir des besoins estimés à plusieurs milliers de milliards de dollars par an (McKinsey). Les encours devraient atteindre 2 200 Mds\$ en 2029 (CAGR ~11%), portés par des cash-flows récurrents et une forte capacité à transférer l'inflation.



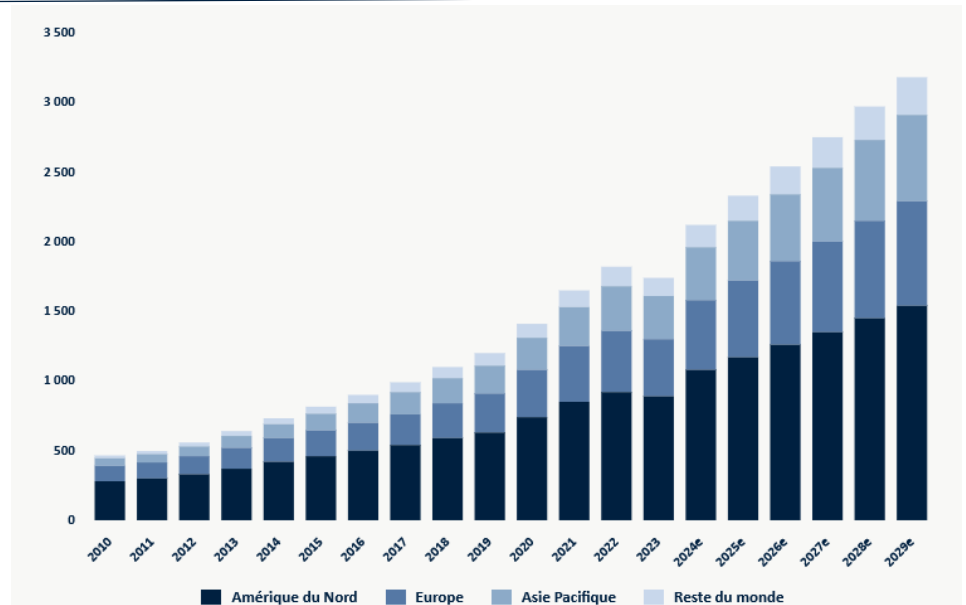
Evolution du marché de l'infrastructure en Mds\$



Sources : EuroLand, Global Asset Management Report 2025 - BCG

L'immobilier, après les ajustements induits par la hausse des taux de 2022 à 2024, retrouve de la visibilité sur des niches structurellement porteuses telles que la logistique, le résidentiel géré ou les data centers. La valeur se déplace vers les stratégies d'expertise opérationnelle et de transformation d'actifs, avec des encours attendus à plus de 2 000 Mds\$ en 2029 (CAGR ~6%).

Evolution des stratégies d'investissements en immobilier en Mds de \$



Sources : EuroLand, Source : Global Asset Management Report 2025 - BCG



Capital markets strategies : le retour des stratégies liquides

Longtemps éclipsées par les actifs privés, les stratégies liquides (*CMS*) regagnent en attractivité. La stabilisation des taux à des niveaux supérieurs à ceux des années 2010 redonne de la profondeur au crédit coté, tandis que la volatilité persistante renforce la demande pour des approches actives à ajustement rapide. Les *CMS*, qu'il s'agisse du crédit coté, des stratégies multi-actifs flexibles ou des actions à forte conviction, se réimposent comme un complément tactique aux expositions en marchés privés, notamment via le développement de fonds *evergreen* et de mandats modulables.



Tikehau Capital : Les forces du modèle

Dans un marché des actifs alternatifs qui continue de bénéficier de tendances de fond favorables, Tikehau Capital apparaît bien positionné pour poursuivre son développement. Le Groupe dispose en effet de plusieurs atouts structurants qui, selon nous, lui permettent d'aborder la concurrence dans de bonnes conditions.

Son modèle repose d'abord sur une base financière solide, avec 3,1 Mds€ de fonds propres à fin 2025, mais aussi sur un alignement d'intérêts particulièrement fort, puisque l'entreprise investit une part importante de son propre capital dans les mêmes stratégies que celles proposées à ses clients. Cet élément est important à nos yeux : il renforce la crédibilité de la plateforme et constitue un signal rassurant pour les investisseurs.

Cette solidité se traduit aussi dans la trajectoire de croissance du Groupe qui illustre à la fois sa capacité à attirer de nouveaux capitaux, à lancer de nouvelles stratégies et à élargir progressivement sa base d'investisseurs. Cette progression ne repose pas sur un seul métier ou sur une seule géographie. Elle s'appuie au contraire sur une plateforme aujourd'hui bien diversifiée, présente dans le crédit, les actifs réels, le *private equity* et les *capital markets strategies*, avec une présence internationale devenue un véritable moteur de collecte. En 2025, environ 80% de la collecte nette provenait ainsi d'investisseurs étrangers.

Au total, nous pensons que la force de Tikehau Capital tient moins à un avantage isolé qu'à la cohérence d'ensemble de son modèle. Le Groupe combine une taille désormais significative, une marque reconnue, une vraie profondeur de plateforme et un positionnement qui reste différenciant dans l'univers côté de la gestion alternative.

Un alignement d'intérêts fort, soutenu par un bilan solide

La première force de Tikehau Capital tient à un point simple. Le Groupe investit lui-même dans une large partie des stratégies qu'il commercialise auprès de ses clients. À fin 2025, Tikehau disposait de 3,1 Mds€ de fonds propres et 69% de son portefeuille d'investissement était placé dans ses propres stratégies, contre 74% à fin 2024.

En pratique, cela signifie que la société ne se contente pas de gérer l'argent de ses clients. Elle engage aussi une part importante de son propre capital à leurs côtés. Pour un investisseur, c'est un point important, car cela montre que Tikehau Capital est directement exposé à la qualité des investissements qu'il sélectionne.

Cet alignement renforce la crédibilité du modèle, mais il sert aussi très concrètement à faire grandir la plateforme. Tikehau Capital utilise son bilan pour amorcer de nouveaux fonds, accompagner certains millésimes et participer à des co-investissements. Un co-investissement consiste à investir directement aux côtés d'un fonds sur une opération précise.

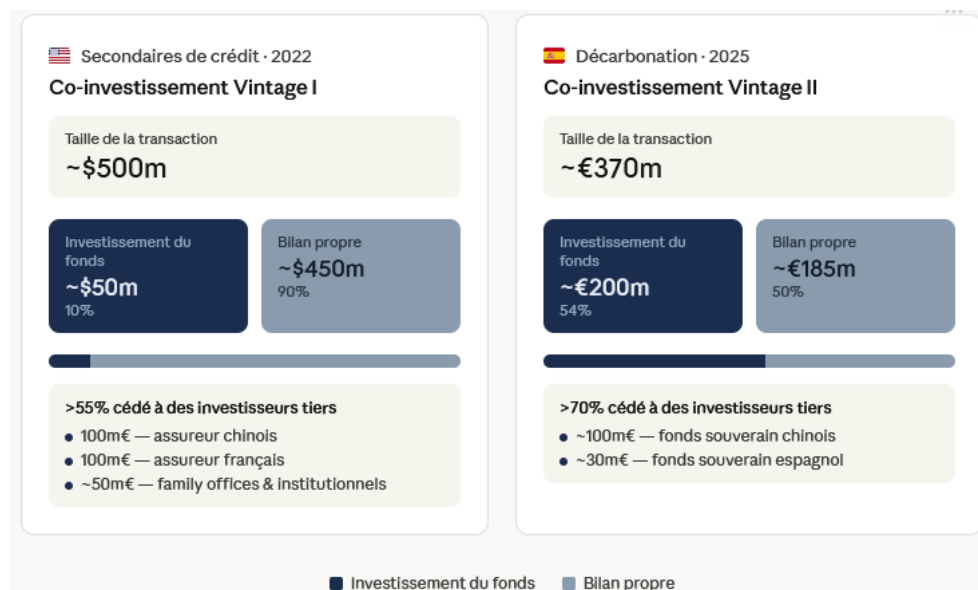
Cela permet au Groupe d'intervenir plus vite, de porter temporairement des tickets plus importants et, ensuite, d'attirer d'autres investisseurs sur l'opération. Depuis l'IPO, Tikehau Capital a ainsi engagé 4,3 Mds€ dans ses fonds et co-investissements, afin de



soutenir 15 millésimes de fonds phares, 6 nouvelles initiatives et 24 CLO en Europe et aux États-Unis.

L'exemple de la stratégie de crédit secondaire illustre bien ce fonctionnement. Lors d'une opération d'environ 500 M\$, le premier millésime n'a investi qu'environ 50 M\$, tandis que le bilan de Tikehau Capital a injecté près de 450 M\$. Plus de 55% de cette exposition initialement portée au bilan ont ensuite été cédés à des investisseurs tiers, notamment à un assureur chinois, à un assureur français, ainsi qu'à des family offices et investisseurs institutionnels.

Le bilan : un levier au service du développement des stratégies



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

On retrouve la même logique dans la stratégie décarbonation. En 2025, sur une opération d'environ 370 M€, le fonds a investi autour de 200 M€ et le bilan de Tikehau Capital a complété à hauteur d'environ 185 M€, avant qu'une part majoritaire de cette exposition ne soit à son tour remplacée auprès d'investisseurs tiers, dont un fonds souverain chinois et un fonds souverain espagnol. Ces exemples montrent bien que le bilan n'est pas seulement un outil d'alignement ou de soutien au lancement des stratégies. C'est aussi un levier d'exécution, de syndication et d'accélération de la croissance.

Le portefeuille lui-même donne d'ailleurs du relief à cette logique, car il ne se limite pas à une exposition financière théorique. À fin 2025, Tikehau Capital avait plus de 1,2 Mds€ de son bilan investi dans ses stratégies de crédit. Le portefeuille couvre des segments très variés comme le *direct lending*, les *secondaries*, les *CLO / leveraged loans*, l'immobilier, les infrastructures américaines, la décarbonation, l'agriculture régénératrice, l'aéronautique et la défense ou encore la cybersécurité. On voit donc que le bilan soutient des expertises déjà installées, mais aussi des verticales plus thématiques, où Tikehau Capital cherche à se différencier.

L'ensemble repose enfin sur une structure financière solide, avec une notation Investment Grade (BBB-) chez Fitch et S&P, 1,2 Md€ de ressources financières de court terme et 1,0 Md€ de lignes engagées non tirées à fin 2025.

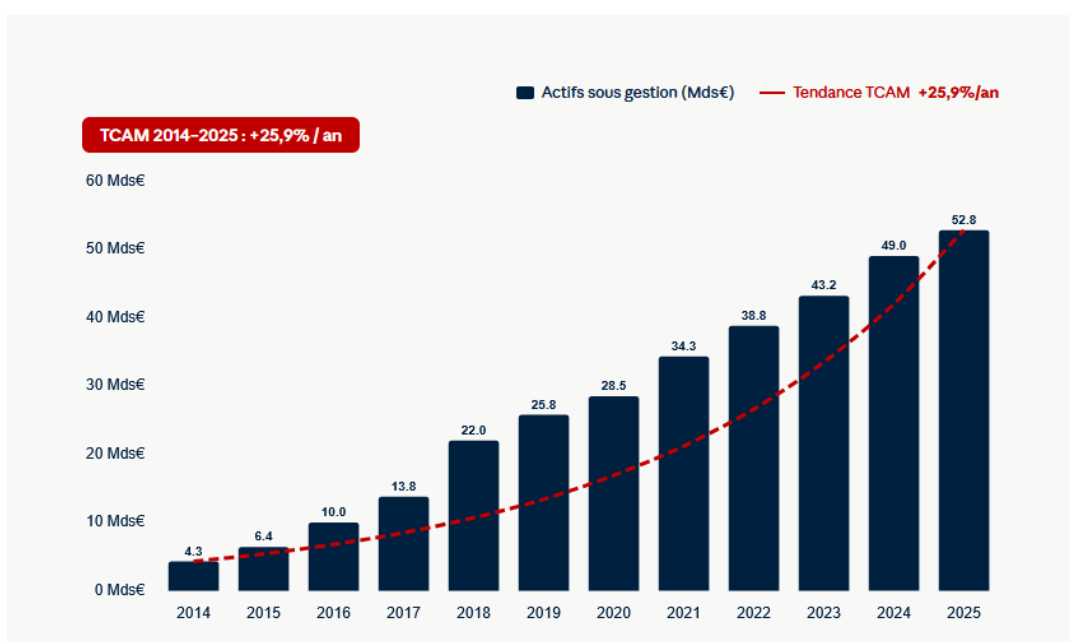
Une capacité de croissance des encours impressionnante

La deuxième force de Tikehau Capital tient à sa capacité à faire croître ses encours dans la durée. C'est un point clé, car dans la gestion d'actifs, la hausse des actifs sous gestion soutient ensuite les commissions et améliore la visibilité sur les revenus. Sur ce plan, le Groupe affiche un track-record solide. Les actifs sous gestion sont passés de 8,6 Mds€ fin 2016 à 52,8 Mds€ fin 2025, soit une croissance annuelle moyenne de +22%. Dans le même temps, les encours générant des commissions sont passés de 6,0 Mds€ à 42,1 Mds€, avec un rythme moyen de +24% par an.

Cette progression s'explique aussi par le fait que Tikehau Capital a progressivement construit une plateforme capable de répondre à plusieurs besoins d'investissement au même endroit. Le Groupe est aujourd'hui présent dans le crédit, les actifs réels, le *private equity* et les *capital markets strategies*, avec une gamme de véhicules également large, allant des fonds fermés aux fonds ouverts, en passant par les mandats sur mesure, les véhicules *Evergreen* et les co-investissements.

Dit autrement, Tikehau Capital tend à fonctionner comme un véritable one-stop shop des actifs alternatifs. C'est un avantage commercial important, car cela permet de proposer plusieurs solutions à un même client, d'élargir la relation dans le temps et de diversifier les moteurs de collecte.

Une trajectoire de croissance des actifs sous gestion exponentielle



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

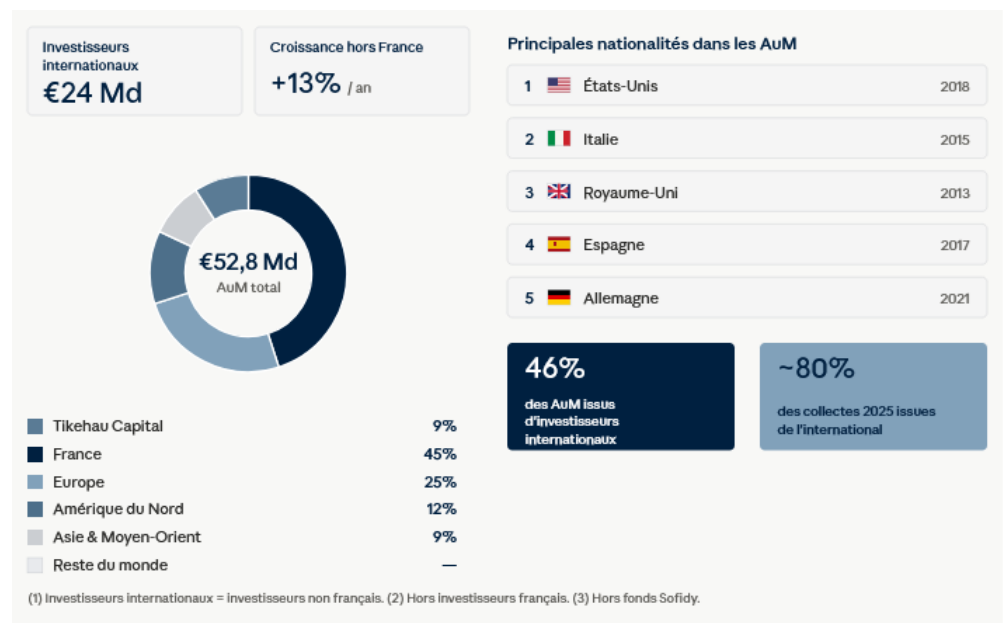
Cette dynamique reste visible dans les chiffres récents. En 2025, Tikehau Capital a enregistré 8,0 Mds€ de collecte nette, ce qui a permis aux encours de progresser de 49,0 Mds€ à 52,8 Mds€ en un an. Cette croissance se traduit ensuite dans les résultats. Les revenus de l'activité de gestion d'actifs ont atteint 380,3 M€ en 2025. Le *Core Fee-Related Earnings (Core FRE)*, qui mesure la profitabilité récurrente de l'activité de gestion en excluant les éléments non opérationnels (notamment les AGA) et les revenus de performance, a atteint 147,6 M€, en hausse de 12%, avec une marge portée à 41,2%.

La qualité de cette croissance nous paraît également importante. À fin 2025, 42,1 Mds€ étaient déjà générateurs de commissions, tandis que 6,1 Mds€ supplémentaires doivent le devenir à mesure du déploiement des fonds. Par ailleurs, 80% des *fee-paying AuM* sont investis dans des fonds fermés (capitaux immobilisés pendant plusieurs années), ce qui renforce la stabilité des revenus.

Une internationalisation devenue un vrai moteur de croissance

L'internationalisation constitue l'un des faits marquants de la trajectoire de Tikehau Capital. En 2025, environ 80% de la collecte nette provenait d'investisseurs internationaux, et les encours levés hors de France atteignaient 24 Md€, soit 46% des actifs sous gestion, contre seulement 2 Mds€ en 2016. Cette évolution traduit un vrai changement d'échelle : Tikehau Capital s'est progressivement transformé d'un acteur français en une plateforme capable de lever des capitaux dans plusieurs grandes zones géographiques.

L'international : un levier considérable au service de la croissance du Groupe



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Le Groupe comptait 17 bureaux à fin 2025, contre 5 en 2016, avec une présence établie en Europe, en Amérique du Nord, en Asie et au Moyen-Orient. Ce déploiement géographique produit un double effet. D'une part, il élargit le réservoir de collecte et réduit la dépendance à une seule géographie. D'autre part, il renforce le *sourcing* en permettant d'identifier des opportunités d'investissement au plus près des marchés locaux. Une base internationale solide renforce également la crédibilité de la plateforme auprès des grands investisseurs institutionnels, qui privilégient des gestionnaires disposant d'une présence opérationnelle réelle dans les zones où ils investissent.

Une franchise de plus en plus visible

Au-delà des chiffres de collecte, Tikehau Capital bénéficie aussi d'une franchise de plus en plus visible. Ce point compte, car dans la gestion d'actifs alternative, la capacité à lever des capitaux dépend aussi de la réputation de la plateforme, de la qualité de ses partenaires et de sa place dans l'écosystème.

Sur ce plan, Tikehau Capital met en avant un réseau de partenariats avec des acteurs industriels, financiers et institutionnels de premier plan, en Europe, en Asie, au Moyen-Orient et dans les Amériques. Le Groupe cite lui-même parmi ses différenciants la force de ses partenariats stratégiques, son expertise européenne, sa culture d'innovation et son positionnement sur plusieurs thématiques de long terme comme la décarbonation, l'aéronautique et la défense, la cybersécurité, les infrastructures digitales ou encore le crédit secondaire.



Analyse financière

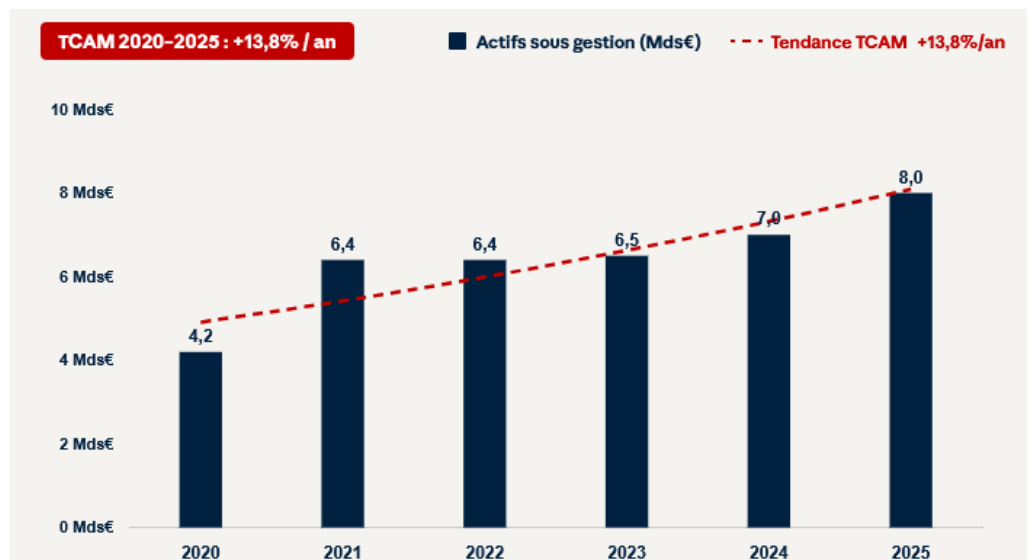
Le chiffre d'affaires de Tikehau Capital s'appuie sur deux piliers, la gestion d'actifs, au profil récurrent, et le portefeuille d'investissement, plus volatil. En 2025, cette observation s'est confirmée, les commissions de gestion et autres revenus ayant progressé de 6% à 358,3 M€, tandis que les revenus du portefeuille ont reculé à 165,8 M€ malgré une hausse des revenus réalisés à 239,2 M€.

La gestion d'actifs : un relais de croissance fiable

Tikehau Capital a fortement accru ses revenus grâce à la hausse continue de ses encours sous gestion. Entre 2019 et 2025, les *AuM* sont passés de 25,8 Mds€ à 52,8 Mds€, soit un TCAM de +12,7%, tandis que les encours générateurs de commissions ont progressé de 19,9 Mds€ à 42,1 Mds€, soit un TCAM de +13,3%. Cette montée en puissance explique l'essentiel de la croissance du chiffre d'affaires de l'gestion d'actifs, passé de 174,8 M€ à 380,0 M€ sur la période, soit un TCAM proche de +13,8%.

Cette progression ne relève pas seulement d'un effet de marché, mais surtout d'une collecte nette très soutenue et régulière, de 4,6 Mds€ en 2019 à 8,0 Mds€ en 2025. Le revenu 2025 reflète ainsi la monétisation progressive d'un stock de collecte accumulé sur plusieurs années. À cela s'ajoutent 6,1 Mds€ d'encours déjà levés fin 2025 mais pas encore pleinement générateurs de commissions, ce qui constitue un relais de croissance supplémentaire.

Une machine à collecter



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

L'évolution du *mix* a également joué un rôle central. En 2025, le crédit représente 44% des *fee-paying AuM*, contre 31% en 2020, tandis que les actifs réels ont reculé de 38% à 29%. La croissance a donc surtout été portée par la montée du crédit, ce qui a permis d'élargir la base d'encours rémunérés mais a pesé sur le rendement moyen, les stratégies de crédit étant moins margées que le *private equity*. Le taux moyen pondéré de commissions est ainsi revenu de 108 bps en 2021 à 93 bps en 2025. En d'autres termes, Tikehau Capital a surtout accru ses revenus par l'effet volume plutôt que par l'effet prix.

Frais prélevés par stratégie en Bps

Bps	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Actifs Réels	96	111	108	100	86	84
Crédit	77	86	93	85	81	72
CMS	60	53	45	50	56	55
Private Equity	189	203	160	163	178	189
Frais de gestion¹	92	102	98	94	90	88
<i>Frais de performance</i>	3	7	4	3	4	5
Frais moyen pondéré²	95	108	102	97	94	93

(1) Les revenus de gestion d'actifs incluent les frais de gestion, les frais de souscription, les frais d'arrangement et autres revenus, nets des frais de distribution.

(2) Les taux de commission implicites sont calculés sur la base des encours moyens générateurs de commissions.

Sources : EuroLand, Tikehau Capital

La croissance a aussi été soutenue par des acquisitions ciblées. La plus structurante a été Sofidy, annoncée en 2018, avec 4,8 Mds€ d'actifs immobiliers sous gestion. L'opération valorisait 100% du capital à 220 M€, soit une valeur d'entreprise d'environ 120 M€, inférieure à 7x l'EBITDA. Avec un modèle générant environ 100 bps de revenus nets sur *AuM* et une marge opérationnelle proche de 40% en 2017, Sofidy apportait à la fois du volume et une rentabilité immédiate. À l'inverse, ACE Management, acquis sur la base d'une valeur d'entreprise de 6,5 M€, relevait d'une logique plus ciblée : avec environ 440 M€ d'actifs sous gestion, l'opération renforçait surtout l'expertise du Groupe dans l'aéronautique, la défense et la cybersécurité.

Enfin, le profil de croissance de Tikehau Capital est devenu plus international et plus diversifié. La part des investisseurs internationaux dans la collecte nette est passée de 54% en 2023 à près de 80% en 2025. Parallèlement, les stratégies liées au climat et à la biodiversité ont continué de monter en puissance, avec 5,8 Md€ d'encours en 2025 contre 4,1 Mds€ en 2024. Le profil de revenus apparaît ainsi aujourd'hui plus global, plus diversifié et plus lisible qu'en début de période.

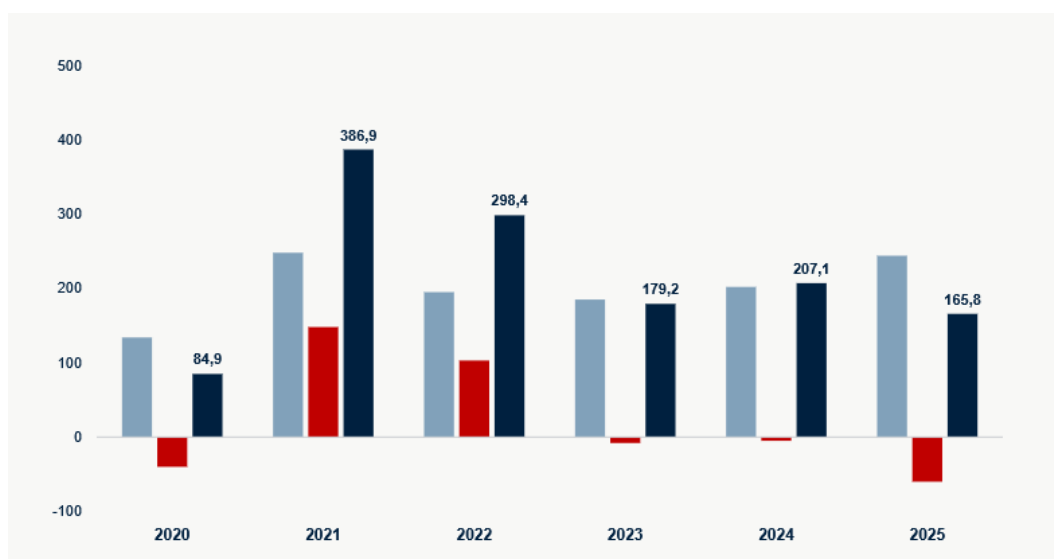


Le portefeuille d'investissement : Un accélérateur de croissance

Le portefeuille d'investissement est resté en 2025 le deuxième moteur de revenus de Tikehau Capital, mais avec un profil nettement plus volatil que la gestion d'actifs. Les revenus publiés ont reculé de 207,1 M€ en 2024 à 165,8 M€ en 2025, soit une baisse de -20%. Cette évolution doit toutefois être nuancée : les revenus réalisés ont au contraire progressé à 239,2 M€, portés par la hausse des dividendes, coupons et distributions, ainsi que par un niveau plus élevé de plus-values réalisées. Le recul du chiffre publié provient donc essentiellement des revenus non réalisés, devenus négatifs en 2025, sous l'effet principalement d'éléments de change et de juste valeur. En d'autres termes, la contribution opérationnelle du portefeuille s'est améliorée, mais elle a été masquée par des effets de valorisation non cash.

Cette lecture est d'autant plus importante que le portefeuille a profondément évolué depuis 2019. Sa taille a presque doublé sur la période, passant de 2,3 Mds€ à 4,4 Mds€ fin 2025. Parallèlement, Tikehau Capital a progressivement accru la part de ses investissements dans ses propres stratégies afin de renforcer l'alignement avec ses clients-investisseurs. Cette part, montée jusqu'à près de 80% du portefeuille en 2022-2023, représentait encore 69% en 2025. À l'inverse, la poche d'investissements directs et d'écosystème est restée plus opportuniste, avec un potentiel important de création de valeur mais aussi une contribution plus variable aux revenus.

Des conditions de marchés plus exigeantes depuis 2023



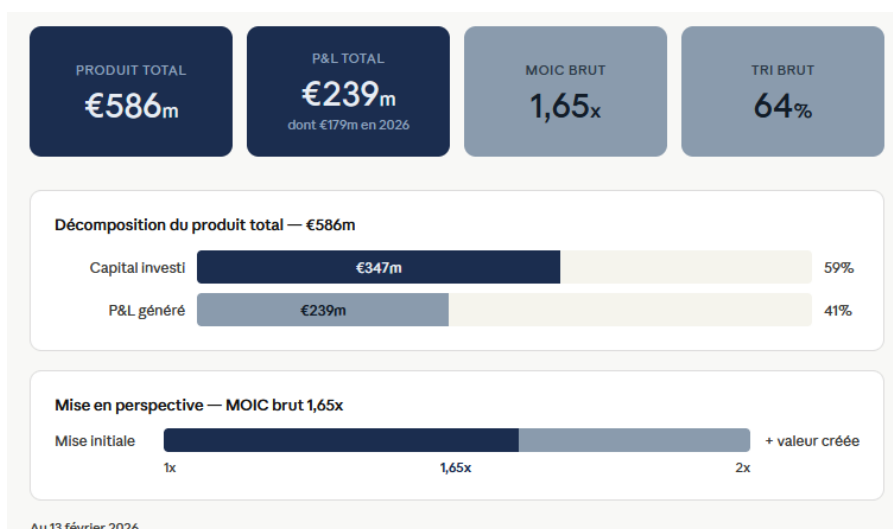
Sources : EuroLand, Tikehau Capital

L'historique confirme ce profil. Les revenus du portefeuille ont fortement fluctué d'une année à l'autre, en fonction du rythme des distributions, des cessions, des plus-values réalisées, mais aussi des effets de marché, de change et de juste valeur. Le portefeuille ne suit donc pas une trajectoire linéaire : il constitue un moteur de revenus significatif, mais moins lisible et récurrent que l'activité de gestion d'actifs. En 2025, la baisse des revenus publiés traduit ainsi avant tout des effets non réalisés défavorables, et non une dégradation du rendement encaissé du portefeuille.

Étude de cas : Schroders

La cession de la participation dans Schroders constitue, selon nous, un bon exemple de la capacité de Tikehau Capital à créer puis à cristalliser de la valeur au sein de son portefeuille d'investissement. En février 2026, le groupe a cédé l'intégralité de cette position, qui avait représenté jusqu'à 5,2% du capital de Schroders, société de gestion, de conseil et de gestion de fortune disposant de près de 950 Mds€ d'encours à fin 2025. L'opération a généré 586 M€ de produit de cession (c'est-à-dire le montant total encaissé lors de la vente) pour un gain total de 239 M€, dont 179 M€ reconnus en 2026. Elle ressort ainsi à un MOIC brut de 1,65x (*Multiple on Invested Capital*, soit le multiple brut de l'investissement) et à un TRI brut de 64% (taux de rentabilité interne annualisé avant frais). Au-delà de la performance financière, cette transaction illustre bien l'intérêt stratégique du bilan de Tikehau Capital : investir dans des actifs liquides ou semi-liquides, accompagner leur revalorisation, puis recycler le capital vers de nouvelles opportunités. Elle montre également qu'une partie du portefeuille recèle une valeur monétisable rapidement, ce qui renforce selon nous la crédibilité de l'approche retenue dans notre valorisation.

Exemple de création de valeurs : Schroders



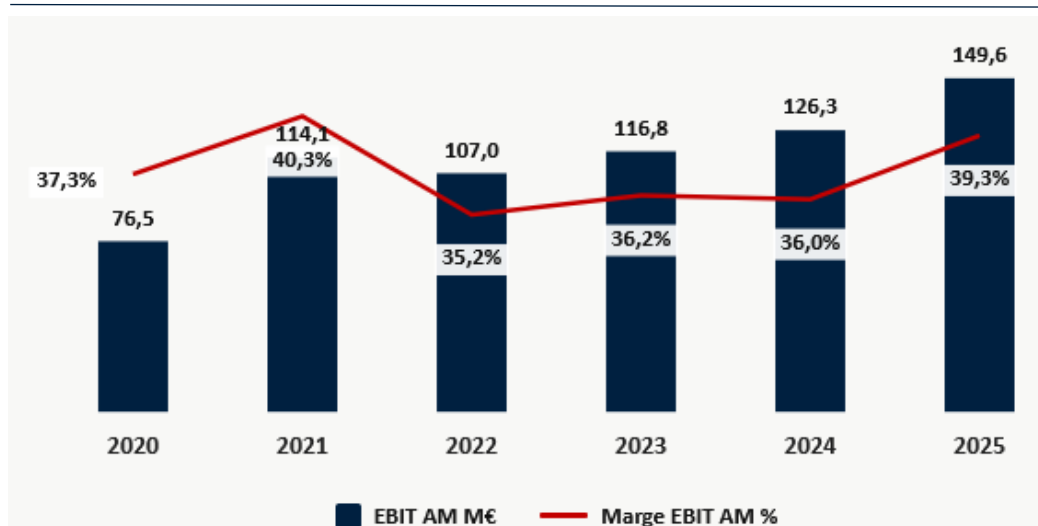
Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Une trajectoire de rentabilité très positive en gestion d'actifs

La rentabilité de l'activité de gestion d'actifs se lit à travers trois agrégats. 1/ Le *FRE* (*fee-related earnings*) correspond au résultat opérationnel de cette activité hors commissions de performance et hors *carried interest*. Concrètement, le FRE est obtenu en soustrayant les charges opérationnelles de l'activité de gestion d'actifs aux revenus liés aux commissions de gestion, de souscription et d'engagement. 2/ Le *Core FRE* en est la version la plus utile pour juger la base récurrente du modèle, puisqu'il exclut en plus les charges IFRS 2 liées à la rémunération en actions, tout en conservant les charges sociales associées. Enfin, 3/ l'*EBIT* de la gestion d'actifs ajoute au FRE les *PRE* (*Performance Related Earnings*), c'est à dire les commissions de performance et le *carried interest* réalisés. En pratique, le *Core FRE* mesure la qualité du socle récurrent. L'*EBIT* donne donc une image plus complète de la rentabilité, mais avec une composante plus variable.

L'exercice 2025 a marqué une nette amélioration de la rentabilité. Les revenus de gestion ont progressé de +6%, tandis que les charges opérationnelles de l'activité n'ont augmenté que de +2,8%. Cet effet de ciseau a permis au *Core FRE* de croître de +12%, avec une marge portée à 41,2% contre 39,2% en 2024. Le *FRE* a également progressé, tandis que l'*EBIT* de la gestion d'actifs a atteint 149,6 M€, en hausse de +18%. La croissance s'est ainsi mieux transformée en résultat, ce qui traduit un levier opérationnel plus visible.

Une rentabilité bien orientée



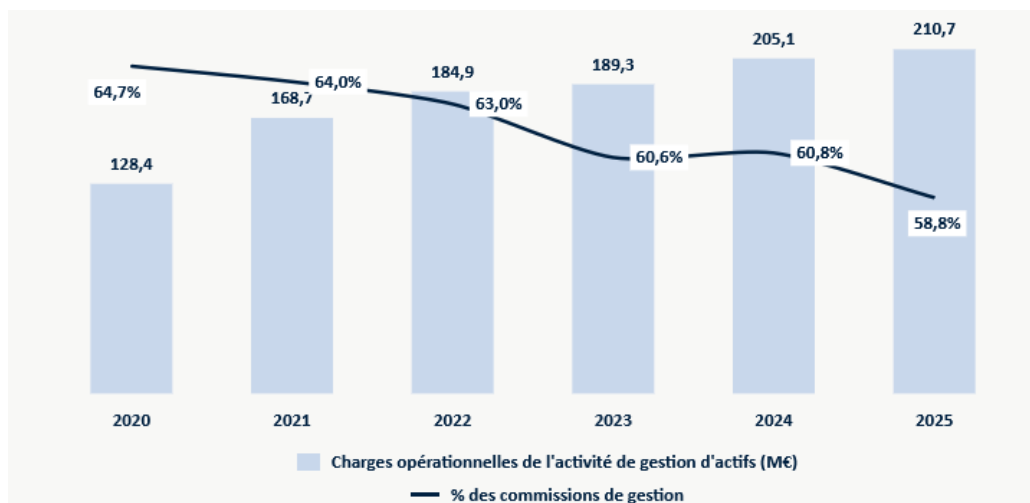
Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Cette amélioration repose avant tout sur la hausse des encours générateurs de commissions et sur un effet d'échelle plus marqué, dans un contexte pourtant moins favorable sur les taux de commission. Les coûts ont progressé moins vite que l'activité, ce qui a soutenu l'expansion des marges. Les charges opérationnelles de l'*gestion d'actifs* sont ainsi revenues à 58,8% des revenus hors *PRE* en 2025, contre 64,7% en 2020, tandis que la marge de *Core FRE* est passée de 35,3% à 41,2% sur la même période. La structure de coûts reste dominée par les charges de personnel, mais leur poids relatif dans les revenus de la gestion d'actifs a également diminué au fil des années.

Les commissions de performance ont constitué un second levier, plus ponctuel. Les *PRE* réalisés se sont élevés à 22,0 M€ en 2025, contre 13,6 M€ en 2024, notamment grâce à la maturité de certains fonds de *direct lending*. Le potentiel reste par ailleurs significatif, avec environ 220 M€ de *PRE* non réalisés (commissions gagnées sur le papier mais pas encore encaissées, qui se matérialiseront à l'échéance des fonds) à fin septembre 2025.

Au total, l'*EBIT* de la gestion d'actifs est passé de 58,5 M€ en 2019 à 149,6 M€ en 2025, soit un TCAM de +17,0%. La rentabilité de l'activité apparaît ainsi plus élevée et mieux ancrée qu'il y a quelques années, avec une base récurrente plus solide et un levier opérationnel plus affirmé.

Favorisée par le levier opérationnel



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Évolution du résultat net

Si l'EBIT de l'activité de gestion d'actifs (hors PRE) et les revenus réalisés de l'activité d'investissement reposent sur une base relativement récurrente, l'évolution du résultat net de Tikehau Capital reste davantage tributaire d'éléments plus variables. Comme vu plus haut, les deux segments d'activité ont continué de progresser en 2025.

Le passage au résultat net dépend aussi de plusieurs lignes situées plus bas dans le compte de résultat: les variations de juste valeur non réalisées du portefeuille, qui correspondent à des effets de revalorisation ou de dépréciation comptables non encaissés, les charges opérationnelles Groupe, qui regroupent les coûts de structure non directement imputés à l'activité de gestion d'actifs ; le résultat financier, qui reflète surtout le coût de l'endettement et certains effets financiers ; puis les éléments non courants et l'impôt. C'est l'évolution de ces lignes qui explique que la progression du socle opérationnel ne se traduise pas automatiquement en hausse du résultat net.

En 2025, le décalage entre progression opérationnelle et résultat net a été particulièrement visible. Alors que les revenus de la gestion d'actifs et les revenus réalisés du portefeuille ont encore progressé, le résultat net part du groupe a reculé à 136,4 M€, contre 155,8 M€ en 2024, soit une baisse de -12,5%. Le principal facteur a été le retournement des variations de juste valeur non réalisées, passées de +5,4 M€ à -73,4 M€, soit une dégradation de 78,8 M€. Autrement dit, une partie du portefeuille a moins bien contribué sur le plan comptable, sans que cela remette nécessairement en cause les flux effectivement encaissés.

Cette variation s'explique principalement par 52 M€ d'effet de change négatif et 21 M€ de variations de juste valeur. À cela se sont ajoutés une hausse des charges opérationnelles Groupe, à 71,3 M€, et un alourdissement du résultat financier, passé de -62,8 M€ à -70,5 M€, ce qui montre qu'une part croissante du résultat opérationnel est absorbée par les coûts de financement. Les éléments non courants et l'impôt ont apporté un soutien partiel, mais insuffisant pour compenser ces effets défavorables.

P&L simplifié 2020-2025

Exercice	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Commissions de gestion, de souscription et d'arrangement	198,6	263,6	293,5	312,3	337,1	358,3
<i>% croissance</i>	<i>N/A</i>	<i>32,7%</i>	<i>11,3%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,9%</i>	<i>6,3%</i>
Charges opérationnelles de l'activité de gestion d'actifs (M€)	-128,4	-168,7	-184,9	-189,3	-205,1	-210,7
Core Fee-related earnings (FRE)	70,2	94,9	108,6	123,0	132,0	147,6
<i>Core FRE Margin</i>	<i>35,3%</i>	<i>36,0%</i>	<i>37,0%</i>	<i>39,4%</i>	<i>39,2%</i>	<i>41,2%</i>
Charges sur la rémunération en actions gratuites	N/A	N/A	-12,1	-16,2	-19,3	-20
Fee-related earnings (FRE)	70,2	94,9	96,5	106,8	112,7	127,6
<i>FRE Margin (%)</i>	<i>35,3%</i>	<i>36,0%</i>	<i>32,9%</i>	<i>34,2%</i>	<i>33,4%</i>	<i>35,6%</i>
<i>% croissance FRE</i>	<i>0,0%</i>	<i>35,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>10,7%</i>	<i>5,5%</i>	<i>13,2%</i>
Performance-related earnings (PRE)	6,3	19,2	10,5	10	13,6	22
EBIT DE L'ACTIVITE DE GESTION D'ACTIFS	76,5	114,1	107,0	116,8	126,3	149,6
<i>Marge d'EBIT AM %</i>	<i>37,3%</i>	<i>40,3%</i>	<i>35,2%</i>	<i>36,2%</i>	<i>36,0%</i>	<i>39,3%</i>
Revenus réalisés de l'activité d'investissement	133,9	243,1	194,3	189,5	201,7	239,2
<i>% du portefeuille</i>	<i>5,6%</i>	<i>9,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,5%</i>
Variations de juste valeur (non réalisées) de l'activité d'investissement	-49	143,8	104,1	-10,3	5,4	-73,4
Charges opérationnelles Groupe	-48,9	-43,6	-63,5	-63,8	-63	-71,3
Autres éléments de l'activité d'investissement	-287,7	-71,3	0,7	-0,3	0,3	-
Résultat financier	-36,2	-24,4	0,2	-40,2	-62,8	-70,5
Autres éléments non courants	-4,9	10,5	29,6	-0,3	1,7	12,7
Impôt sur les bénéfices	48,3	-52,5	-52,1	-14,9	-53,8	-50,5
Intérêts ne conférant pas le contrôle	-0,5	-1,1	-0,3	0,1	-	0,6
Résultat net, Part du groupe	-168,5	318,6	320,0	176,6	155,8	136,4

Sources : EuroLand, Tikehau Capital

La trajectoire des dernières années confirme cette lecture. Les niveaux exceptionnellement élevés de résultat net atteints en 2021 et 2022 reposaient aussi sur un environnement de valorisation beaucoup plus favorable pour le portefeuille. Depuis 2023, ces effets se sont nettement normalisés, tandis que les charges financières ont progressé. Le recul du résultat net depuis 2022 ne traduit donc pas une dégradation du cœur du modèle, mais souligne plutôt le poids croissant d'éléments moins récurrents et liés au financement du Groupe (change, valorisation et financement) dans la formation de la *bottom line*.



Un bilan au service de la croissance

Le bilan de Tikehau Capital doit se lire comme celui d'un gestionnaire-investisseur, et non comme celui d'un gestionnaire d'actifs classique faiblement capitalistique. À fin 2025, le Groupe affichait 3,1 Mds€ de fonds propres part du Groupe, 4,4 Md€ de portefeuille d'investissements et 0,2 Md€ de trésorerie consolidée. En face, la dette financière atteignait 1,9 Md€, soit une dette nette d'environ 1,7 Md€, contre c.1,4 Md€ fin 2024. Tikehau Capital n'accumule donc pas du cash mais mobilise son bilan pour investir dans ses propres stratégies, accompagner les levées et co-investir aux côtés de ses clients. C'est cette logique qui fait du bilan un outil de croissance autant qu'un d'alignement d'intérêts.

Le financement repose sur un *mix* lisible de fonds propres élevés, de dette obligataire long terme et de lignes bancaires confirmées. La dette est ainsi passée de 1,5 Md€ fin 2023 à 1,6 Md€ fin 2024, puis 1,9 Md€ fin 2025, tandis que le *gearing* atteignait 61%. En 2025, Tikehau Capital a en outre porté sa facilité de crédit renouvelable de 800 M€ à 1,15 Md€, avec seulement 150 M€ tirés à fin décembre, tout en conservant une notation BBB- (*investment grade*). Cela confirme l'utilisation assumée du bilan comme levier de développement pour la plateforme.

Bilan simplifié 2024-2025

€M	31/12/2024	31/12/2025
Portefeuille d'investissement	4 001	4 359
Trésorerie & équivalents	337	167
Autres actifs	859	914
Total actifs	5 197	5 440
Capitaux propres (PdG)	3 245	3 148
Intérêts minoritaires	4	6
Total capitaux propres	3 249	3 154
Dettes financières	1 641	1 924
Autres dettes	306	362
Total passifs	5 197	5 440
Gearing net	40%	56%
Facilités de crédit non tirées	650	1 000

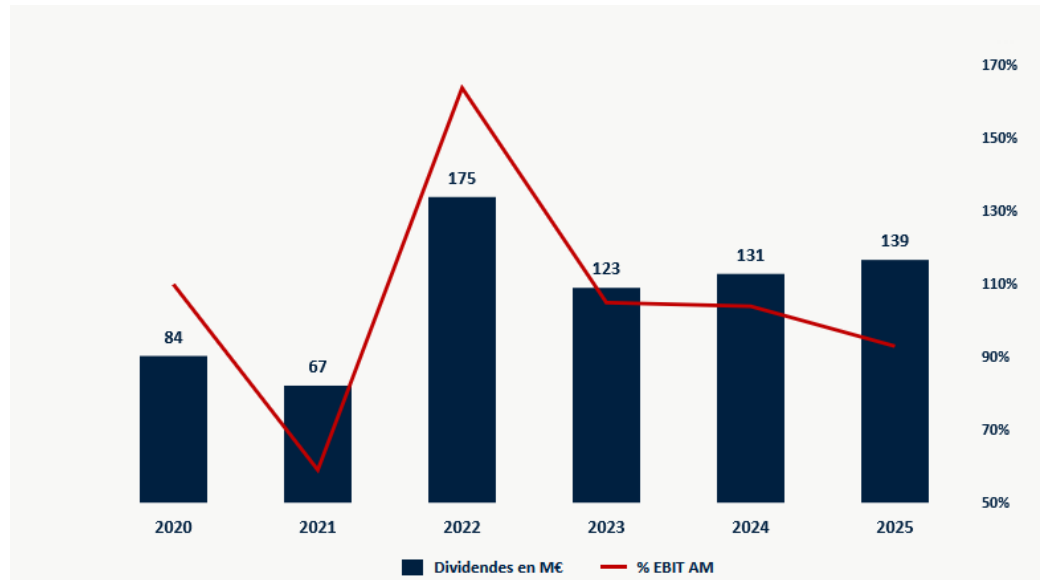
Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Les *cash-flows* doivent être également lus dans ce sens. En 2025, le flux de trésorerie opérationnel consolidé est ressorti fortement négatif à -208,5 M€, après +93,0 M€ en 2024. Cette baisse ne reflète pas une dégradation de la gestion d'actifs, puisque les commissions de gestion et autres revenus ont progressé à 358,3 M€ (c.+6% vs 2024), mais l'accélération des investissements au bilan : 1 321 M€ d'investissements et appels de fonds sur l'année, contre 783 M€ de sorties et désinvestissements. En pratique, un cash-flow négatif chez Tikehau Capital traduit surtout un bilan activement réemployé, et non un modèle opérationnel dégradé.



Enfin, le retour à l'actionnaire reste équilibré entre distribution et flexibilité financière. Le dividende proposé au titre de 2025 ressort à 0,80€ par action, soit un rendement attractif d'environ 4,3% sur la base d'un cours de 18,74€, stable par rapport à 2024 après une hausse de +7% l'année précédente (0,75€ au titre de 2023 puis 0,80 € au titre de 2024). Cette stabilité ne remet pas en cause la politique de distribution du Groupe, qui vise à verser plus de 80% de l'EBIT de l'activité de gestion d'actifs. En parallèle, Tikehau Capital a poursuivi ses rachats d'actions : le mandat a été porté de 150 M€ à 175 M€, et la société détenait 2 993 475 actions propres au 31 décembre 2025, majoritairement affectées à la croissance externe. Au total, Tikehau Capital se finance donc avec des revenus récurrents qui soutiennent la distribution, et un bilan solide, financé par fonds propres et dette utilisé comme levier de collecte, de co-investissement et de croissance.

Une forte politique de retour à l'actionnaire



Sources : EuroLand, Tikehau Capital

Valorisation et objectif de cours

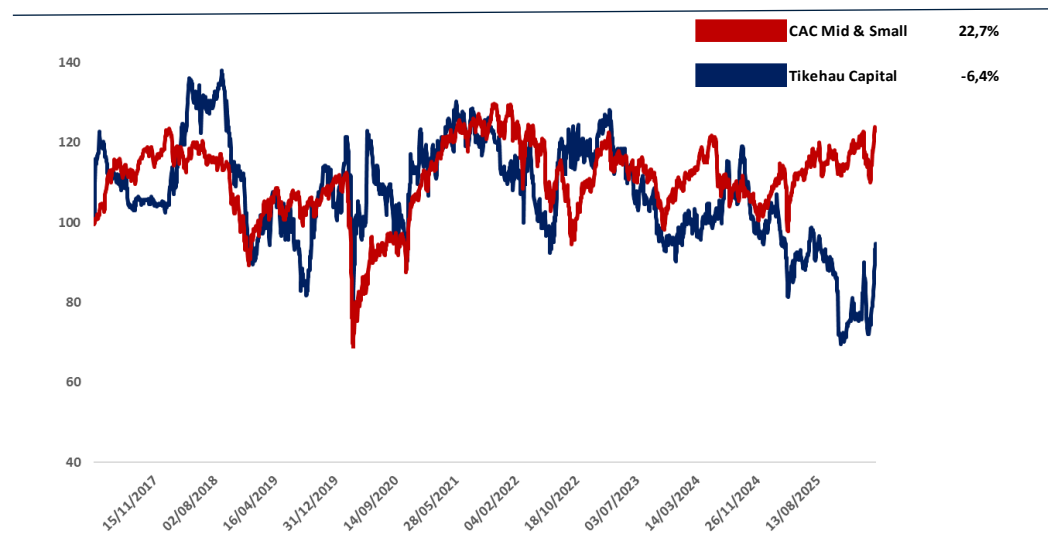
Parcours boursier depuis l'IPO

Depuis son introduction en bourse en mars 2017 à 21,0 € par action, le parcours du titre Tikehau Capital est resté en décalage avec la trajectoire opérationnelle du groupe. Avec un cours d'environ 19,6 € mi-avril 2026, la performance ressort ainsi à c. -6,5% depuis l'IPO. Cette lecture mérite toutefois d'être nuancée par la politique de distribution du groupe : en intégrant les dividendes versés depuis l'introduction, y compris le dividende de 0,80€ proposé au titre de 2025, la performance actionnariale ressort à environ de +25,0% en tenant compte d'un réinvestissement théorique des dividendes.

Cela reste, selon nous, insuffisamment reflété dans la performance boursière au regard du changement d'échelle du groupe, avec des encours passés de 13,8 Mds€ fin 2017 à 52,8 Mds€ fin 2025, tandis que le portefeuille d'investissement au bilan est monté de 1,6 Md€ à 4,4 Mds€.

Selon nous, le marché continue de pénaliser la complexité apparente du modèle, à mi-chemin entre *asset manager* et investisseur pour compte propre, ainsi que la volatilité du résultat net, plus exposé aux effets de change et de juste valeur. À cela s'ajoute un autre élément important : une partie de la création de valeur reste encore peu visible dans les comptes, Tikehau Capital indiquant que les revenus liés à la performance n'ont pas encore contribué de manière significative à la profitabilité depuis l'IPO malgré un stock croissant de revenus non réalisés. En d'autres termes, la Bourse n'a pas encore pleinement accompagné la montée en puissance de la collecte, de l'activité d'investissement et du levier opérationnel du groupe, ce qui nourrit aujourd'hui, selon nous, un vrai sujet de revalorisation.

Évolution du cours de bourse depuis l'IPO (Mars 2017)



Sources : Factset, EuroLand Corporate



Valorisation

Une visibilité importante donnée par le management

Avant d'aborder la valorisation, il nous paraît utile de rappeler que Tikehau Capital a désormais donné un cadre financier plus lisible à sa prochaine phase de développement.

Dès 2026, le groupe vise plus de 60 Mds€ d'encours, un *FRE* compris entre 175 M€ et 225 M€, un résultat net de 420 M€ à 520 M€ et un *ROE* de 13% à 16%, ce qui traduit une ambition de montée en puissance rapide de la rentabilité. À plus long terme, la feuille de route 2026-2029 confirme cette inflexion, avec une collecte nette cumulée supérieure à 34 Mds€ et une marge de *Core FRE* attendue entre 45% et 50% d'ici 2029, contre 41% en 2025.

Le management y ajoute deux engagements structurants, à savoir le maintien de la notation *Investment Grade* et une distribution de plus de 80% de *l'EBIT* de la gestion d'actifs. Autrement dit, Tikehau Capital entre dans une phase où la lecture du dossier repose moins sur la seule croissance des encours que sur sa capacité à transformer cette croissance en rentabilité et en retour actionnarial.

Méthodologie

Compte tenu du profil hybride de Tikehau Capital, à la fois plateforme de gestion d'actifs alternatifs et investisseur pour compte propre, nous retenons une approche par somme des parties afin d'apprécier au mieux la valeur intrinsèque du Groupe.

Cette méthodologie nous paraît la plus adaptée dans la mesure où elle permet d'isoler des actifs aux profils économiques distincts et relevant de méthodes de valorisation différentes.

Nous valorisons ainsi, dans un premier temps, l'activité de gestion d'actifs à partir d'une approche par DCF.

Nous y ajoutons ensuite la valeur du portefeuille d'investissement, appréhendé séparément compte tenu de sa nature bilancielle. Enfin, après prise en compte de la dette nette et des autres ajustements éventuels, nous aboutissons à la valeur des capitaux propres de Tikehau Capital.

1) Valorisation de l'activité d'AM par DCF

Nous débutons notre valorisation par l'activité de gestion d'actifs, qui constitue selon nous le principal moteur de création de valeur récurrente de Tikehau Capital. Le modèle repose sur la croissance des encours, leur conversion en encours rémunérateurs, puis la perception de commissions de gestion relativement prévisibles.

À fin 2025, le Groupe disposait de 42,1 Mds€ d'encours générateurs de commissions et de 6,1 Mds€ supplémentaires appelés à en générer à l'avenir. Nous retenons donc une approche par DCF, qui permet de relier directement la valeur de la plateforme à ses principaux moteurs : encours rémunérateurs, commissions perçues et progression des marges.



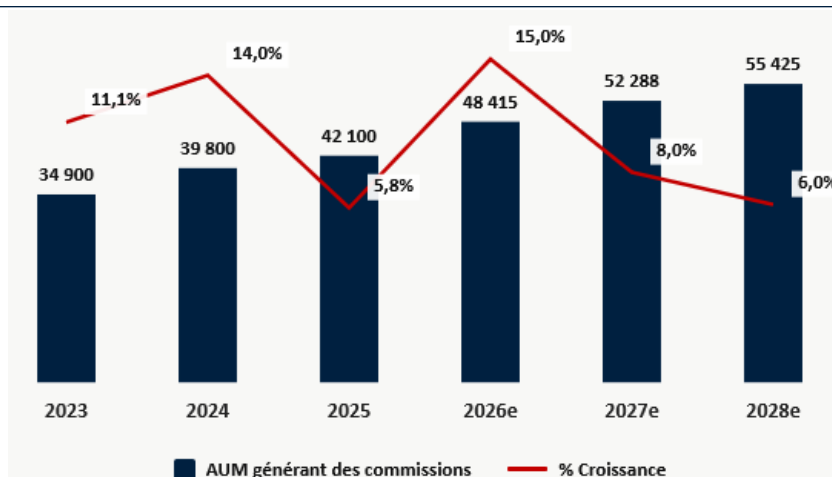
Notre modèle part ainsi des encours générateurs de commissions, estime les revenus futurs via un taux moyen de commissionnement, puis applique une hypothèse de marge opérationnelle afin d'aboutir à des flux de trésorerie disponibles.

Une trajectoire de collecte bien orientée

Pour la modélisation des encours générateurs de commissions, nous retenons une trajectoire de croissance progressive, soutenue à la fois par la base déjà monétisable à fin 2025 et par plusieurs relais de collecte identifiés dans le plan stratégique du Groupe.

Au-delà du stock déjà significatif d'encours monétisables à fin 2025, ce scénario nous paraît étayé par trois catalyseurs principaux, d'abord une dynamique de collecte record, avec 8,0 Mds€ de collecte nette en 2025 et un objectif de plus de 34 Mds€ sur 2026-2029, soit une progression de +22% par rapport aux 28 Mds€ levés sur la période 2022-2025, ensuite une internationalisation croissante de la base clientèle, près de 80% de la collecte nette 2025 provenant d'investisseurs internationaux, enfin la montée en puissance des nouveaux millésimes et des nouveaux véhicules lancés par le Groupe.

Évolution des encours sous gestion générateurs de commissions 2023-2028e



Sources : EuroLand

Tikehau Capital a ainsi achevé en 2025 le *closing* final du sixième millésime de sa stratégie de *direct lending*, portant les encours de cette stratégie à 4,8 Mds€, tandis que le deuxième millésime de la stratégie de crédit secondaire dépassait 1 Md€ d'engagements, soit plus du double de la taille du premier. À cela s'ajoutent le lancement de nouveaux fonds comme TEPC, un fonds semi-liquide et TDS en *private equity*, un produit en unités de compte dédié à la défense, à la cybersécurité et à la sécurité européenne, qui devraient continuer d'élargir la base d'actifs levés au cours des prochaines années.

Dans ce contexte, nous projetons une hausse des encours générateurs de commissions de +15% en 2026e à 46,3 Mds€, puis de +8% en 2027e à 50,0 Mds€ et de +6% en 2028 à 55,4 Mds€, soit une trajectoire soutenue mais graduellement normalisée. Sur l'ensemble de la période 2026e-2035e, notre scénario implique ainsi un TCAM d'environ 5% des encours générateurs de commissions, un rythme qui nous paraît cohérent avec le potentiel structurel du marché des actifs alternatifs, tout en intégrant une normalisation graduelle de la croissance à mesure que la plateforme gagne en taille et en maturité.

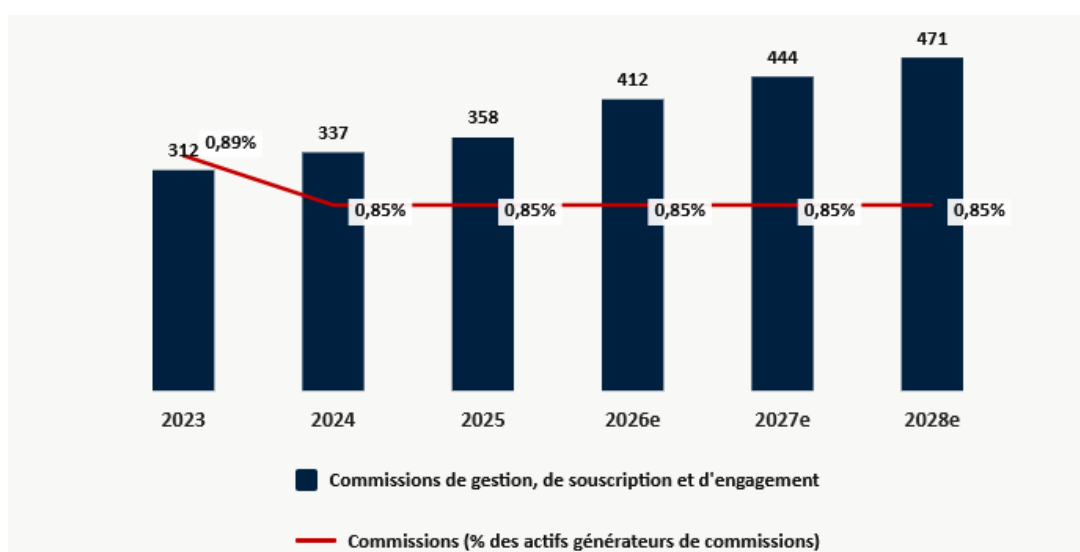
Qui devrait soutenir la hausse des revenus

Afin de modéliser l'évolution des revenus liés aux commissions de gestion, de souscription et d'engagement, nous appliquons à nos projections d'encours générateurs de commissions un taux moyen de commissionnement calculé sur les encours de fin d'exercice. À ce titre, il convient de noter que Tikehau Capital présente pour sa part ce taux sur la base des encours moyens de l'année, ce qui peut expliquer un écart avec notre estimation implicite de 85 bps en 2025, contre 88 bps selon le Groupe.

Sur cette base, le niveau implicite ressort à environ 85 bps en 2025, ce qui constitue selon nous un point de départ pertinent pour la modélisation. À ce stade, nous retenons désormais une hypothèse de stabilité de ce taux moyen à 85 bps sur les trois prochaines années, ce qui nous paraît cohérent avec l'évolution attendue du mix d'activité du Groupe.

D'un côté, la montée en puissance du crédit privé, qui représente déjà 46% des encours à fin 2025, devrait continuer de soutenir la collecte, portée par le succès des nouveaux millésimes, des stratégies de crédit secondaire, des CLO et du véhicule semi-liquide. Cette classe d'actifs présente toutefois un niveau de commissionnement plus modéré, à 72 bps en 2025 (Tikehau Capital calculant cet indicateur sur les encours moyens de l'année), ce qui pourrait en première lecture suggérer un léger effet dilutif sur le taux moyen.

Évolution des encours sous gestion générateurs de commissions 2023-2028e



Sources : EuroLand

De l'autre, le *private equity* conserve des niveaux de commissionnement sensiblement plus élevés, à 189 bps en 2025, et devrait voir son poids dans le mix progresser, soutenu par le développement de stratégies différenciantes dans la décarbonation, la cybersécurité et la défense. Les actifs réels, avec un taux de 84 bps en 2025, participent également à l'équilibre d'ensemble.

Au total, nous n'anticipons une stabilisation des bps à horizon de nos prévisions. Si la croissance du crédit privé continue de jouer un rôle important dans la hausse des

encours, la progression du *private equity* dans le mix devrait permettre de maintenir le taux moyen de commissionnement autour de 85 bps sur les trois prochaines années. Dans ce contexte, la croissance des revenus liés aux commissions de gestion resterait avant tout portée par la hausse des encours générateurs de commissions, dans un cadre de rendement unitaire globalement stable.

Nous modélisons ainsi un TCAM 2025-2028e de +9,6%, avec des revenus atteignant 471,1 M€ en 2028e. Pour le reste du DCF, nous retenons un TCAM proche de +4,7%, convergeant avec la progression des encours générant des commissions.

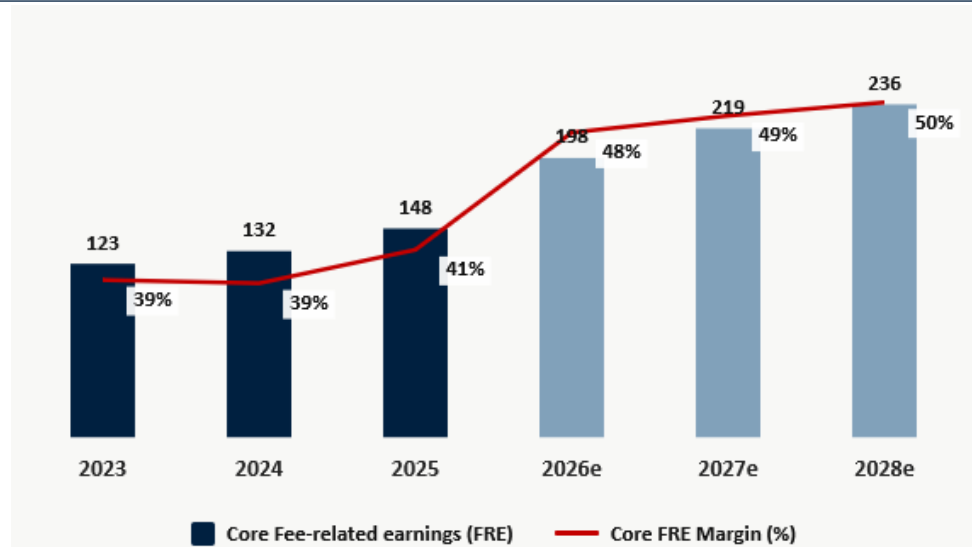
Une marge de Core FRE bien orientée

La progression du *Core FRE* constitue selon nous le principal levier de revalorisation de l'activité de gestion d'actifs au cours des prochaines années. Nous retenons une trajectoire de marge passant de 41,2% en 2025 à 48,2% en 2026e, puis 50,0% en 2028e, atteignant en avance la borne haute de l'objectif communiqué par le management, à savoir une marge comprise entre 45% et 50% à horizon 2029.

Cette amélioration nous paraît crédible au regard de la dynamique déjà observée en 2025. Le *Core FRE* a atteint 147,6 M€, en hausse de +12% sur un an, tandis que la marge a dépassé 40% pour la première fois. Surtout, cette progression reflète bien le caractère *scalable* de la plateforme : les revenus liés à la gestion d'actifs continuent de croître sur une base d'encours plus large, alors que les charges n'évoluent pas au même rythme.

Autrement dit, Tikehau Capital entre progressivement dans une phase de récolte après plusieurs années d'investissement commercial, humain et géographique. L'accélération de la collecte, la montée en puissance des millésimes récents et l'effet d'échelle associé à des encours désormais supérieurs à 50 Mds€ devraient ainsi permettre une poursuite de l'expansion de marge au cours des prochains exercices.

Évolution du Core FRE 2023-2028e



Sources : EuroLand

Notre scénario reste au demeurant prudent, dans la mesure où il n'intègre pas une convergence immédiate vers le haut de la cible du management, mais une amélioration graduelle et disciplinée de la rentabilité.

Sur le reste du DCF nous modélisons une stabilisation de la marge de *core FRE* pour à un niveau normatif de 50% en 2029e.

Qui devrait se répercuter sur les *FRE*

Après prise en compte d'une charge IFRS 2 que nous faisons progresser modérément, de 21 M€ en 2026 à 23 M€ en 2028, le *FRE* poursuit sa progression sur la période de projection. Nous projetons ainsi une marge de *FRE* en hausse de 35,6% en 2025 à 40,4% en 2028, portée par la croissance des commissions et par l'amélioration graduelle de l'effet d'échelle. Cette hypothèse nous paraît cohérente avec la dynamique déjà visible en 2025, année au cours de laquelle le *FRE* a progressé de +13,2% pour atteindre 127,6 M€.

Évolution des *PRE*

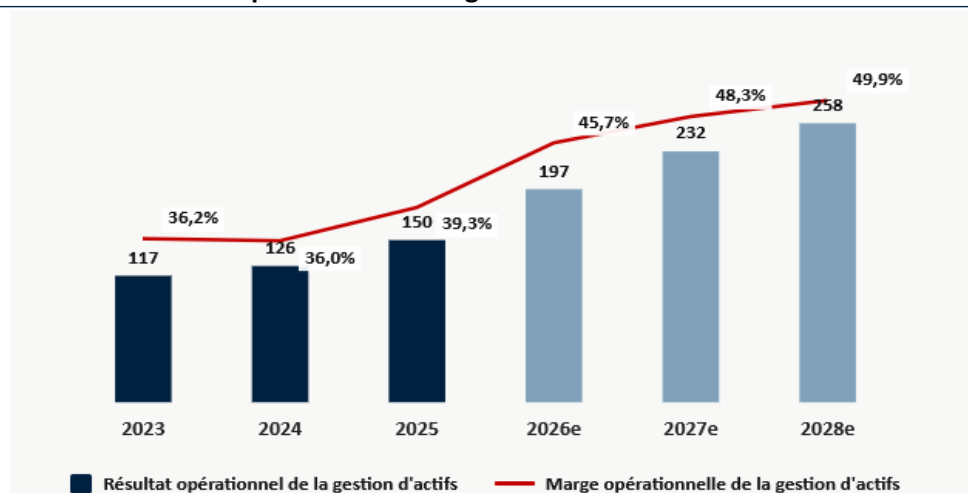
Les *Performance-Related Earnings* constituent la composante non récurrente de la rentabilité de l'activité de gestion d'actifs, car ils dépendent directement du rythme des désinvestissements et de la cristallisation effective de la performance des fonds. Nous les estimons donc à partir du calendrier de sortie des principaux véhicules et du niveau de performance déjà atteint par les fonds les plus mûrs.

Nous retenons ainsi des *PRE* de 20 M€ en 2026e, 35 M€ en 2027e, 45 M€ en 2028e puis 60 M€ en 2029e, soit une trajectoire cohérente avec la montée en maturité progressive des fonds. Cette hypothèse reste par ailleurs alignée avec les indications du Groupe, qui faisait état d'environ 220 M€ de *PRE* non réalisés au 30 septembre 2025, dont près de 160 M€ appelés à maturité d'ici 2029.

L'*EBIT* devrait également s'améliorer

Ainsi, pour l'*EBIT* de l'activité de gestion d'actifs, nous retenons une trajectoire de croissance régulière, conduisant à un TCAM 2025-2028e d'environ +19,8% et à un résultat opérationnel de 257,5 M€ en 2028e. Dans le même temps, la marge d'*EBIT* progresserait de +1 060 bps, à 49,9% en 2028e. Cette trajectoire découle de l'ensemble de nos hypothèses précédentes et nous paraît cohérente avec les tendances déjà visibles en 2025. Pour la suite du DCF, nous faisons évoluer l'*EBIT* en se basant sur une marge normative de 47%.

Évolution du résultat opérationnel de la gestion d'actifs 2023-2028e



Sources : EuroLand

Modélisation des autres éléments du DCF

Après avoir modélisé l'EBIT de l'activité de gestion d'actifs, nous estimons ensuite les ajustements nécessaires pour aboutir au cash-flow opérationnel. Concernant la fiscalité, nous retenons un taux normatif stable de 25% sur l'ensemble de la période du DCF, appliqué à l'EBIT de l'activité de gestion d'actifs. Faute de granularité publiée sur la charge fiscale propre à la gestion d'actifs, cette hypothèse est calibrée à partir des impôts cash versés au niveau du Groupe, dont seule une quote-part est imputée à l'activité de gestion.

Pour les dotations aux amortissements, les capex et le besoin en fonds de roulement, nous retenons des hypothèses normatives stables sur l'ensemble de la période du DCF, appliquées à la seule activité de gestion d'actifs. En l'absence de détail publié, nous les estimons en pourcentage des revenus de la gestion d'actifs, à des niveaux cohérents avec le profil peu capitalistique de la plateforme.

Nous retenons ainsi des D&A et des capex fixés à 1,0% des revenus de la gestion d'actifs, soit un ordre de grandeur d'environ 4 M€ à 5 M€ par an sur la période explicite. Nous faisons par ailleurs l'hypothèse d'un BFR stable et très limité, à 0,5% des revenus de la gestion d'actifs, la nature même des activités de Tikehau Capital, fondées sur la gestion d'actifs et la perception de commissions, impliquant une consommation très faible de capital d'exploitation.

D'autre part, nous retenons un taux de croissance infini de 2,5% ainsi qu'un WACC de 8,0% basé sur un taux sans risque de 3,7% et une prime de risque de 6,0%.

Au total notre valorisation par DCF traduit une valeur d'entreprise de 2,5 Mds€.

Synthèse DCF

En M€	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Commissions	432	479	516	547	578	606	629	647	663	679
variation (%)	14,9%	8,0%	6,0%	5,9%	5,8%	4,8%	3,8%	2,8%	2,5%	2,5%
Résultat opérationnel AM	197	232	258	257	272	285	296	304	312	319
MOC (%)	45,7%	48,3%	49,9%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%
- Impôts	-108	-120	-129	-64	-68	-71	-74	-76	-78	-80
Taux d'IS (%)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
+ DAP nettes	4	64	53	5	6	6	6	6	7	7
en % du CA	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Cash flow opérationnel	94	175	181	198	210	220	228	234	240	246
BFR	2,2	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
en % du CA	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
- Variation du BFR	4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investissements opérationnels	-4	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-6	-7	-7
en % du CA	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Free Cash flow	93	170	176	193	204	213	222	228	234	239
Coefficient d'actualisation	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Free Cash flow actualisé	86	146	139	141	138	134	129	123	116	110
Somme des FCF actualisés	1 264									
Valeur terminale actualisée	1 280									
Valeur d'entreprise	2 543									

Calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,7%
Prime de risque	6,0%
Bêta sans dette	1,3
Bêta endetté	1,3
Coût des capitaux propres	11,3%
Coût de la dette	3,6%
Coût de la dette après impôts	2,4%
Coût moyen pondéré du capital	8,0%
Taux de croissance à l'infini	2,5%

Sources : EuroLand



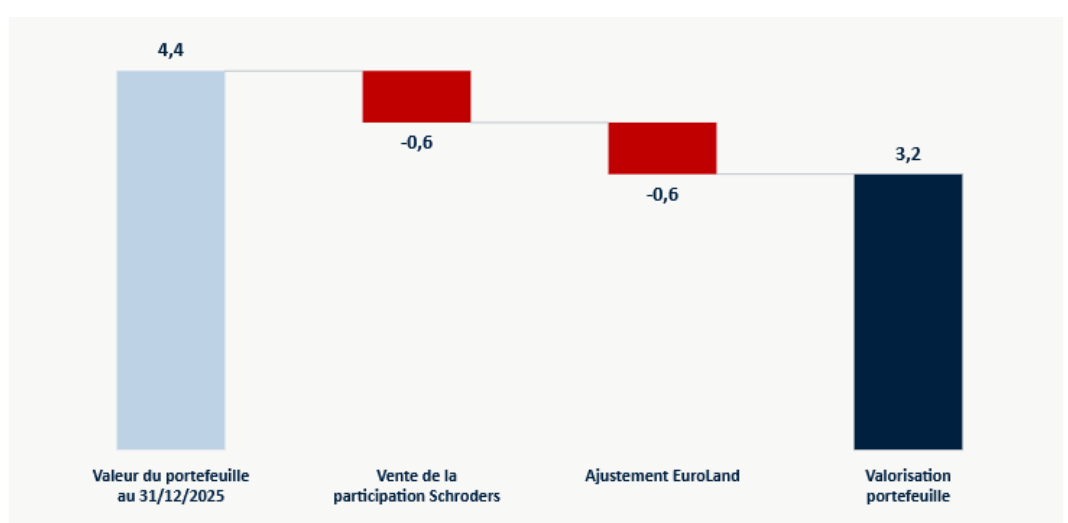
2) Valorisation du portefeuille d'investissement

Le portefeuille d'investissement constitue la deuxième brique de notre valorisation. Il correspond aux capitaux engagés par Tikehau Capital pour son propre compte, principalement au sein de ses stratégies, et s'élevait à 4,4 Mds€ à fin 2025, contre 4,0 Mds€ un an plus tôt. Cette poche présente une réelle valeur économique, en permettant au Groupe d'investir aux côtés de ses clients, d'amorcer de nouvelles stratégies et de capter directement une partie de la création de valeur générée.

Par ailleurs, Tikehau Capital a récemment démontré sa capacité à cristalliser cette valeur à travers la cession de sa participation dans Schroders, intervenue à la suite de l'annonce de son rapprochement avec Nuveen en 2026. Le Groupe a ainsi cédé l'intégralité de sa position (jusqu'à 5,4% du capital) pour un produit proche de 580 M€, matérialisant une plus-value d'environ 240 M€, ce qui illustre à la fois la liquidité d'une partie du portefeuille et la capacité de Tikehau Capital à générer des gains significatifs sur ses investissements pour compte propre.

Dans notre valorisation, nous retenons comme point de départ la valeur publiée du portefeuille, à laquelle nous appliquons un ajustement prudentiel de 15%, reflétant la liquidité parfois limitée de certaines positions, les délais de réalisation ainsi que la sensibilité aux conditions de marché. Sur cette base, nous retenons une valeur d'environ €3,2 Mds€ pour le portefeuille d'investissement dans notre approche par somme des parties.

Valorisation du portefeuille d'investissement



Sources : EuroLand

3) Valorisation des capitaux propres de Tikehau Capital

Notre approche de valorisation de Tikehau Capital sur une approche par somme des parties inclut donc une activité de gestion d'actifs dont la valeur d'entreprise s'établit à 2,5 Mds€ et un portefeuille d'investissement que nous valorisons à 3,2 Mds€. Nous dérivons une valeur d'entreprise cumulée de 5,8 Mds€ à laquelle nous retraitons la dette nette estimée pour 2026, soit 1,4 Mds€. Cela traduit donc une valeur des capitaux propres de Tikehau Capital de 4,6 Mds€ reflétant une valeur de 25,9€/ action et laissant un *upside* de +51,3% par rapport au cours du 24/04/2026.

Synthèse de la valorisation par somme des parties

Valorisation par somme des parties	
VE DCF	2 543
VE Gestion d'actifs	2 543
Valeur du portefeuille d'investissement	3 242
Valeur d'entreprise Tikehau Capital	5 785
Dette nette FY1	1 207
Valeur des capitaux propres	4 579
nombre d'actions (en millions)	177
Valeur par action	25,9 €
Cours au 24/04/2026	17,1 €
Upside	51,3%

Sources : EuroLand

Avec un objectif de cours de 25,9€ et un upside de +51,3% par rapport au cours du 24/04/2026. Notre recommandation est donc à Achat.



Compte de résultat AM (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
AUM générant des commissions	28 400	31 400	34 900	39 800	42 100	48 415	52 288	55 425
Commissions de gestion et autres revenus	263,6	293,5	312,3	337,1	358,3	411,5	444,4	471,1
Charges opérationnelles	-168,7	-184,9	-189,3	-205,1	-210,7	-213,2	-225,8	-235,6
Core FRE	94,9	108,6	123,0	132,0	147,6	198,3	218,6	235,5
Charges liées aux AGA	0,0	-12,1	-16,2	-19,3	-20,0	-21,0	-22,0	-23,0
FRE	94,9	96,5	106,8	112,7	127,6	177,3	196,6	212,5
PRE	19,2	10,5	10,0	13,6	22,0	20,0	35,0	45,0
Résultat opérationnel	114,1	107,0	116,8	126,3	149,6	197,3	231,6	257,5
Portefeuille d'investissement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Revenus réalisés du portefeuille	243	194	190	202	239	559	274	288
Revenus du portefeuille non réalisés	144	104	-10	5	-73	0	0	0
P&L Groupe	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Coûts centraux du groupe	-44	-64	-64	-63	-71	-82	-89	-94
Intérêts financiers	-24	0	-40	-63	-71	-71	-74	-77
Autres éléments non courants	-61	30	-1	2	13	0	0	0
Impôts sur les bénéfices	-53	-52	-15	-54	-51	-79	-60	-64
Intérêts ne conférant pas le contrôle	-1	0	0	0	1	1	1	1
Résultat net	318,6	320,0	176,6	155,8	136,4	536,8	296,1	323,5
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	3 225	4 140	4 457	4 687	5 002	4 616	4 666	4 766
dont goodwill	430	433	431	434	428	428	428	428
BFR	-11	-15	-2	-6	-32	1	-1	-3
Disponibilités + VMP	1 014	455	208	225	114	625	638	633
Capitaux propres	3 048	3 151	3 190	3 249	3 154	3 260	3 320	3 414
Emprunts et dettes financières	1 301	1 472	1 470	1 641	1 924	1 924	1 924	1 924
Dettes nettes	47	845	1 152	1 245	1 714	1 207	1 195	1 199
Total Bilan	4 614	4 893	4 905	5 173	5 389	5 566	5 607	5 733



Système 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 27/04/2026

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 de Tikehau Capital (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

