



Capitalisation (M€)	3 753,5	Ticker	MF-FR
Objectif de cours	112 €	Nb de titres (en millions)	42,8
Cours au 15/05/2026	87,65 €	Volume moyen 12m (titres)	53 477
Potentiel	28%	Extrêmes 12m (€)	72,35€/94,70€

**Achat**

## Forgé pour durer : de la holding à l'asset management

Héritier de trois siècles d'histoire, Wendel entame une transformation stratégique majeure vers un modèle hybride mêlant investissements et gestion d'actifs. Ce repositionnement vise à générer des revenus plus récurrents, mieux valorisés par le marché. Dans ce contexte, la décote sur ANR, proche de -50 %, apparaît excessive. Porté par un bilan solide et une discipline financière reconnue, le groupe dispose de leviers clairs pour enclencher un re-rating progressif. Nous initions le suivi de Wendel avec une recommandation Achat et un objectif de cours de 112€, faisant ressortir un potentiel de hausse de +28%.

## Snapshot

Héritier de plus de trois siècles d'histoire, Wendel est l'une des principales sociétés d'investissement cotées en Europe et mène depuis 2023 une transformation stratégique majeure. Longtemps perçu comme une holding patrimoniale classique, le groupe évolue désormais vers un modèle hybride combinant investissement pour compte propre et gestion d'actifs privés pour compte de tiers. Le virage stratégique s'est concrétisé par l'acquisition d'IK Partners en 2024, suivie de Monroe Capital en 2025, puis de l'annonce du rachat de Committed Advisors en 2025. L'objectif est clair : constituer une plateforme intégrée de gestion d'actifs privés pour compte de tiers, générant des revenus plus récurrents, moins corrélés aux cessions et mieux valorisés par le marché que le modèle historique centré sur les plus-values.

Wendel Investment Managers affiche 41,8 Md€ d'actifs au 31 mars 2026, dont 31,8 Md€ d'actifs générateurs de commissions. L'intégration de Committed Advisors en avril 2026 porterait l'ensemble autour de 50 Md€ d'actifs pro forma, avec une trajectoire de FRE dépassant 200 M€ dès 2026. Sur l'année 2025 la plateforme a généré 349 M€ de management fees et autres revenus, 140 M€ de FRE publiés et 159 M€ en année pleine pro forma, tandis que Wendel Principal Investments, les actifs détenus pour compte propre, représente 5,5 Md€ de valeur brute d'actifs. Le groupe dispose ainsi de deux moteurs complémentaires de création de valeur : d'un côté un portefeuille d'actifs cotés et non cotés créateur de plus-values, de l'autre une activité d'asset management générant des cash flows plus visibles, plus récurrents et moins capitalistique.

Cette transformation s'appuie sur une structure financière solide. À fin mars 2026, l'ANR fully diluted ressort à 158,4 € par action, avec 1,3 Md€ de trésorerie, 1,7 Md€ de dette brute, un coût moyen de la dette de 2,8 %, un Loan To Value (LTV)\* spot de 8,2 % et un LTV ajusté de 7,8 %, soit des niveaux offrant une marge de manœuvre significative pour poursuivre la rotation du portefeuille et financer le développement du groupe.

Parallèlement, Wendel a relevé son dividende total 2025 à 5,10 € par action, en hausse de 8,5 %, et a lancé un programme de rachat d'actions de 9 % du capital, représentant environ 340 M€ au cours du 25 février 2026. Dans ce contexte, Wendel offre un profil rare : celui d'une holding en mutation vers un gestionnaire d'actifs alternatifs, avec davantage de récurrence, une politique de retour à l'actionnaire plus lisible et, selon notre thèse, un potentiel crédible de revalorisation à mesure que le nouveau modèle gagnera en taille et en lisibilité.

Nous initions la couverture avec une recommandation Achat et un objectif de cours à 112€, soit un potentiel de hausse de 28% par rapport au cours actuel.

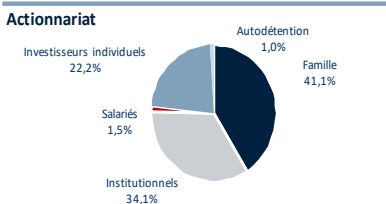
\* Le loan-to-value (LTV) mesure le niveau d'endettement rapporté à la valeur des actifs du groupe ; il indique la part du portefeuille financée par la dette.

**Données financières (en M€)**  
au 31/12

	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	7 783	7 861	8 136	8 421
var %	6,1%	1,0%	3,5%	3,5%
Résultat net consolidé	345	402	475	490
% CA	4,4%	5,1%	5,8%	5,8%
FRE	185	210	239	274
% CA	2,4%	2,7%	2,9%	3,3%
NAV	6995	7030	7276	7603
Loan To Value	5,8%	7,8%	8,0%	8,0%
Dividende /action	5,1	5,7	6,3	7,1
Yield (%)	6,4%	6,5%	7,2%	8,1%

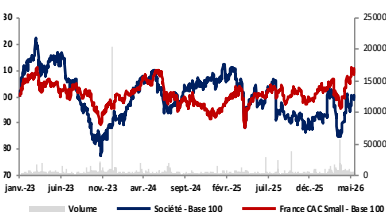
**Multiples de valorisation**

	2025	2026e	2027e	2028e
P/B	0,7	0,6	0,6	0,5



**Performances boursières**

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



## Pourquoi investir dans Wendel ?

Investir dans Wendel c'est s'exposer à une société d'investissement en pleine transformation, qui combine désormais un portefeuille d'actifs de qualité et une montée en puissance rapide dans la gestion d'actifs privés. Cette évolution vers un modèle plus récurrent, porté par près de 50 Md€ d'actifs sous gestion et 200 M€ de FRE pro forma en 2026, est de nature à améliorer la lisibilité du groupe et à soutenir une réduction progressive de la décote sur ANR. Le dossier reste en outre appuyé par un bilan solide, avec un LTV pro forma de 7,8 %, un rendement du dividende proche de 6 % et un programme de rachat d'actions portant sur 9 % du capital, soit un levier additionnel de création de valeur par action.



Encours sous gestion pour compte de tiers : **49,5 Mds€** (proforma) + **5,5Mds** pour compte propre



Forte génération de cash : **7 Mds €** de cash-flow attendu en 2030



Exposition à la performance : environ **300 M€** de carried interest attendus des sociétés de gestion détenues à horizon de cycle.



Une structure bilantielle solide. Loan To Value pro forma à fin mars 2026 : **7,8%**



Rendement du dividende en 2025 : **5,8%** en croissance de + 8,5%



Un potentiel d'upside important : **28%** de potentiel de hausse du titre

## Sommaire

### Table des matières

<b>SNAPSHOT</b>	<b>2</b>
<b>POURQUOI INVESTIR DANS WENDEL ?</b>	<b>3</b>
<b>SOMMAIRE</b>	<b>4</b>
<b>THESE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>6</b>
<b>SWOT</b>	<b>7</b>
<b>PRESENTATION</b>	<b>8</b>
<b>UN PEU D'HISTOIRE</b>	<b>8</b>
<b>ORGANIGRAMME</b>	<b>9</b>
<b>FRISE CHRONOLOGIQUE</b>	<b>10</b>
<b>ACTIVITE</b>	<b>11</b>
<b>WENDEL PRINCIPAL INVESTMENT (WPI)</b>	<b>12</b>
<b>WENDEL INVESTMENT MANAGERS (WIM)</b>	<b>14</b>
<b>MARCHE :</b>	<b>26</b>
<b>DIFFERENTES CATEGORIES D'ACTEURS</b>	<b>26</b>
<b>GRANDES TENDANCES DE L'AM</b>	<b>27</b>
<b>L'ETAT DU MARCHE DU PRIVATE EQUITY :</b>	<b>30</b>
<b>L'ETAT DU MARCHE DE LA DETTE PRIVEE :</b>	<b>32</b>
<b>POURQUOI S'INTERESSER A WENDEL ?</b>	<b>37</b>
<b>ARGUMENT 1 : UN CHANGEMENT DE MODELE PROMETTEUR</b>	<b>37</b>
<b>ARGUMENT 2 : POTENTIEL DE REVALORISATION DE LA DECOTE ANR</b>	<b>39</b>
<b>ARGUMENT 3 : RETOUR A L'ACTIONNAIRE AVEC MAITRISE DU LEVIER</b>	<b>42</b>
<b>ANALYSE FINANCIERE</b>	<b>46</b>



<b>ANALYSE FINANCIERE : WPI (GESTION POUR COMPTE PROPRE)</b>	<b>46</b>
<b>FOCUS SUR BUREAU VERITAS</b>	<b>49</b>
<b>ANALYSE FINANCIERE : WIM (GESTION POUR COMPTE DE TIERS)</b>	<b>51</b>
<b>GUIDANCE DU GROUPE</b>	<b>55</b>
<b>VALORISATION</b>	<b>57</b>
<b>VALORISATION DES ACTIFS COTES</b>	<b>57</b>
<b>VALORISATION DU SEGMENT ASSET MANAGEMENT</b>	<b>57</b>
<b>VALORISATION DES ACTIFS PRIVES</b>	<b>59</b>
<b>RECONSTRUCTION DE L'ANR</b>	<b>62</b>



## Thèse d'investissement

### Une transformation stratégique vers un modèle plus créateur de valeur

Wendel est engagé dans une transformation profonde de son modèle en combinant investissement en fonds propres et montée en puissance de l'asset management. Le groupe adresse désormais plus de 1 100 clients, dont une très faible part est commune entre les plateformes, avec une présence complémentaire entre les États-Unis, l'Europe et l'Asie, ce qui crée un potentiel important de cross-sell et de déploiements multi-régions. Cette évolution rapproche Wendel des standards des asset managers alternatifs, mieux valorisés par le marché que les holdings, et ouvre un potentiel de re-rating significatif. Le modèle AM constitue par ailleurs un moteur de croissance organique solide, avec une trajectoire d'environ 15 % par an à horizon 2030, soutenue par la montée en puissance des fees récurrents et l'option d'une quatrième plateforme. Enfin, l'exposition au crédit privé reste maîtrisée grâce au positionnement équilibré et à la discipline de Monroe Capital.

### Une décote sur ANR excessive appelée à se normaliser

La décote de Wendel, à de 50,8 % au 31 mars 2026, reste nettement supérieure à la moyenne du secteur ( $\approx 39$  % hors effets techniques). Elle traduit avant tout une prime de complexité propre au modèle de holding : un ANR largement adossé à des actifs non cotés valorisés via des approches internes, une combinaison de participations majoritaires, minoritaires et désormais d'activités de gestion pour compte de tiers, ainsi qu'une architecture juridique multilayer qui brouille la lecture du levier et de la remontée de cash. Les dettes des holdings intermédiaires n'ayant toutefois aucun recours sur Wendel, le risque économique reste contenu au niveau de la maison-mère. Historiquement, la trajectoire de l'ANR a manqué de lisibilité, ce qui a entretenu la prudence du marché. Dans un modèle en transformation, appelé à évoluer vers un équilibre 50 % capital investi / 50 % asset management à horizon 2030 selon les indications du groupe, l'ANR devient par ailleurs un indicateur moins central pour appréhender la création de valeur d'un modèle hybride. La montée en puissance de revenus récurrents et mieux valorisés par le marché devrait, à mesure que le profil économique se clarifie, favoriser une normalisation progressive de la décote.

### Retour à l'actionnaire avec maîtrise du levier

La discipline financière demeure un pilier central de la thèse d'investissement. Historiquement, le Loan to Value de Wendel évolue dans une fourchette de 5 à 17 %, ce qui traduit un levier maîtrisé. En 2025, il s'établit à 5,8 % en base spot et 9,6 % en approche ajustée, des niveaux nettement inférieurs au seuil de confort de 20 % généralement retenu par les agences de notation. La montée en puissance de l'asset management, activité faiblement capitalistique et génératrice de cash flows récurrents, devrait renforcer cette trajectoire. C'est précisément cette discipline, qui se traduit par la croissance rapide du dividende, l'indexation sur les plus-values et les cash flows des plateformes ainsi que par un programme de rachat d'actions de 300 millions d'euros, qui permet à Wendel d'être pleinement à l'aise dans son allocation du capital et d'afficher une posture résolument orientée vers la création de valeur pour l'actionnaire. L'ensemble illustre la capacité du groupe à préserver un bilan robuste tout en maintenant une approche très *shareholder friendly*.



## SWOT

S

### Forces

- Transformation vers l'AM générant revenus récurrents
- Retour à l'actionnaire favorable
- Bilan solide avec LTV historiquement faible et discipline financière
- Portefeuille diversifié d'actifs leaders dans des secteurs porteurs

W

### Faiblesses

- Complexité structurelle limitant la lisibilité
- Forte exposition aux actifs non cotés dont la valorisation est peu transparente
- Historique de l'ANR perçu comme volatil par le marché
- Dépendance partielle à quelques participations majeures

O

### Opportunités

- Re-rating potentiel via convergence vers le modèle d'asset manager
- Développement dans les actifs alternatifs en croissance
- Rotation du portefeuille permettant une création de valeur
- Synergies commerciales entre les plateformes d'AM

T

### Menaces

- Dégradation macroéconomique impactant les valorisations
- Hausse des taux pesant sur le financement LBO
- Risques sur private credit en cas de montée des défauts
- Concurrence accrue entre asset managers alternatifs



## Présentation

### Un peu d'histoire

L'histoire de Wendel s'inscrit dans le temps long, en résonance directe avec les grandes transformations de l'économie française, de l'époque de Louis XIV jusqu'à nos jours. Rares sont les entreprises qui ont traversé monarchies, révolutions, industrialisation, guerres et mutations économiques profondes. De dynastie sidérurgique à holding d'investissement, le groupe a profondément transformé son modèle.

Pour autant, une constante demeure : le contrôle par les descendants de la famille Wendel, qui ont su préserver une logique patrimoniale et de long terme, tout en réinventant progressivement la nature même de l'entreprise.

### L'âge de fer : (1704-1978)

L'histoire débute en 1704 en Lorraine, avec l'acquisition des forges de Hayange par Jean-Martin Wendel. Pendant près de deux siècles, la famille développe un modèle sidérurgique en prise directe avec les grandes mutations de la révolution industrielle, en intégrant progressivement les innovations décisives du secteur : l'usage du coke, qui permet une fonte plus régulière, aux hauts-fourneaux qui augmentent la production, puis aux laminoirs qui affinent les produits, avant que le chemin de fer ne transforme le transport et l'essor de l'industrie. Cette montée en puissance change de dimension à la fin du XIXe siècle : après la création des Petits-Fils de François de Wendel & Cie en 1871 puis de Wendel & Cie en 1880, le groupe s'impose parmi les premiers producteurs européens d'acier, porté par le procédé Thomas qui permet enfin de valoriser à grande échelle le minerai lorrain. Au début des années 1930, la Maison de Wendel figure parmi les tout premiers groupes industriels français, certains travaux historiques la plaçant au premier rang en termes de capitaux propres. Encore après la guerre l'entreprise produit 72 % de l'acier brut français.

Dans les années 1970, le modèle s'essouffle. La sidérurgie européenne entre dans une crise structurelle sous l'effet combiné de la désindustrialisation, des chocs pétroliers, de la montée en puissance d'acteurs asiatiques plus compétitifs et d'un outil industriel devenu obsolète. Selon l'OCDE, la production d'acier en Europe de l'Ouest recule d'environ 20 % entre 1974 et 1983. L'étatisation de la sidérurgie en 1978 acte la fin d'un modèle industriel intégré, trop capitalistique et exposé aux cycles.

### Wendel Holding (1977-2024)

En 1977, les actifs non sidérurgiques du groupe sont regroupés au sein de la CGIP (Compagnie Générale d'Industries et de Participations). À partir de ce périmètre, bien plus réduit que les avoirs sidérurgiques, le groupe amorce le développement d'une véritable activité d'investissement. Il s'oriente alors progressivement vers une logique d'allocation du capital, privilégiant des investissements de long terme et posant les bases de la transition vers un modèle d'investisseur diversifié. Dès la fin des années 1980, Wendel se positionne dans des secteurs variés, illustrant cette logique : l'équipement automobile avec Valeo (1986-2005), les sciences de la vie avec

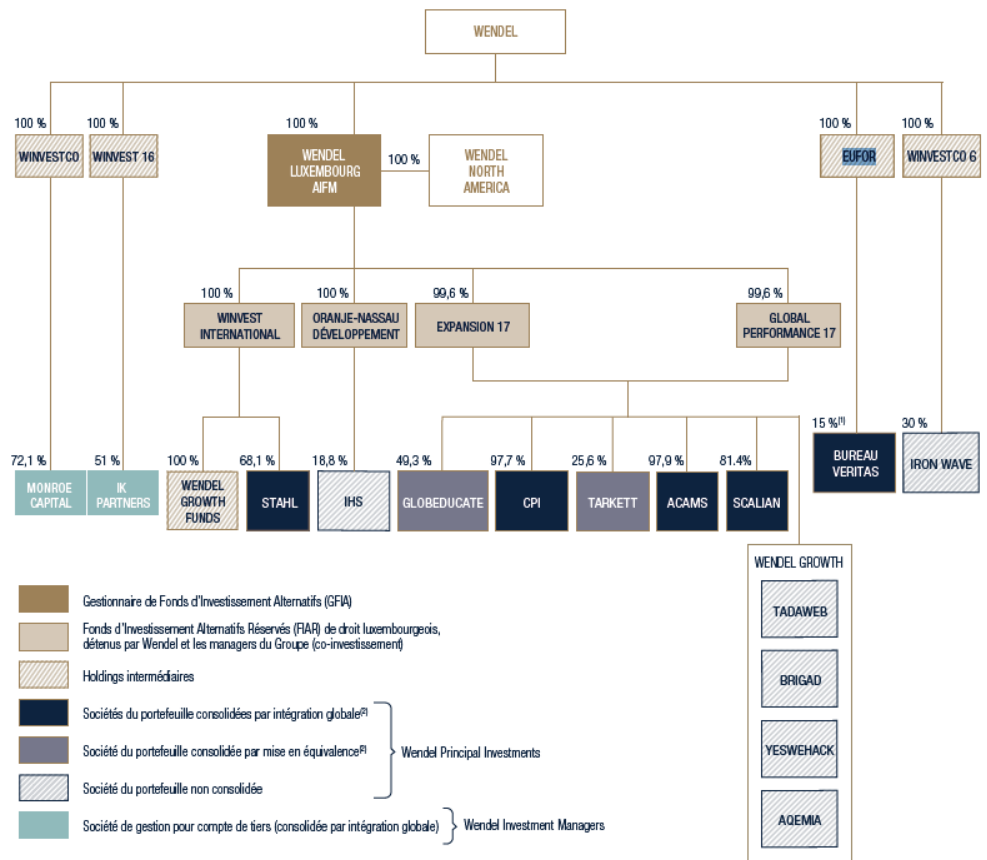


bioMérieux (1989–2004), ou encore des activités de services avec Cap Gemini (1982-2006) et Bureau Veritas en 1995. Parallèlement, Wendel conserve une culture industrielle et démontre sa capacité à exécuter des opérations d’envergure. En 2002, le groupe s’associe à KKR pour acquérir Legrand, transaction emblématique du développement du private equity en Europe.

## Wendel AM et Wendel IM : (2022- ...)

Dès 2022 Wendel ouvre une nouvelle phase stratégique. L’entreprise amorce sa transition vers un modèle mêlant investissement propre et gestion d’actifs pour compte de tiers. Cette trajectoire se matérialise par trois acquisitions successives : IK Partners annoncée en 2023, pivot majeur qui dote Wendel d’une plateforme européenne de private equity ; Monroe Capital en 2024, qui marque l’entrée dans le private credit américain ; puis Committed Advisors en 2025, renforçant l’expertise en secondaires et co-investissements. Ensemble, ces opérations structurent la montée en puissance de Wendel AM et Wendel Investment, et ancrent durablement le groupe dans un modèle hybride où la croissance ne dépend plus uniquement du bilan mais aussi de la collecte et des commissions.

## Organigramme



## Frise Chronologique

1704 : Création des Forges de Wendel.

1977 : La compagnie de Wendel fusionne avec Sidélor (Société Lorraine de Laminage Continu) pour donner naissance à Wendel-Sidélor.

1979-1981 : Nationalisation lors de la crise sidérurgique Française. Wendel Sidélor est intégré dans une structure plus importante : La CGIP (Compagnie Générale d'Industrie et de Participations).

1995 : Reprivatisation de la CGIP et transformation du groupe en holding d'investissement. Début du désengagement du groupe de ses activités industrielles lourdes. Rachats progressifs de part de la CGIP par Marine-Wendel.

1997 : Prise de participation significative dans Bureau Veritas.

2001 : Prise de participation significative dans Capgemini.

2002 : Année majeure : Fusion de la société CGIP et Marine-Wendel devenant Wendel Investissement. Recentrage stratégique, Wendel SE devient coté sur Euronext Paris.

2003 : Prise de participation significative dans Legrand (leader mondial du matériel électrique).

2006 : Acquisition de Stahl auprès d'Investcorp. Acquisition de Materis Paints. Introduction en bourse de Legrand.

2007 : Acquisition majeure de Saint-Gobain. Introduction en bourse de Bureau Veritas

2013 : Cession progressive de Saint-Gobain permettant de désendetter le groupe. Une stratégie de diversification est mise en place avec un recentrage sur des participations non cotées et une volonté de réduire le risque de concentration.

2014 : Acquisition de Constantia Flexibles et fusion de Stahl avec les activités cuir de Clariant, Wendel est l'actionnaire majoritaire.

2015 : Acquisition de AlliedBarton, l'une des plus grosses acquisitions de Wendel. Materis Paints devient Cromology.

2017 : Fusion entre AlliedBarton et Universal Services of America créant Allied Universal.

2021 : Lancement de la stratégie thématique Wendel Growth (digital, santé, services). Cession de Cromology et investissements dans ACAMS et CSP Technologies. Acquisition de Globeducate.

2022 : Laurent Mignon devient président du directoire.

2023 : Acquisition de Scalian et lancement de la stratégie pour compte de tiers (objectif majeur : atteindre 150M€ de revenus récurrents issus de la gestion d'actifs privés)

2024 : Développement de l'activité de gestion d'actifs privés avec l'acquisition d'IK Partners

2025 : Acquisition de Monroe Capital

2026 : Acquisition de Committed Advisors



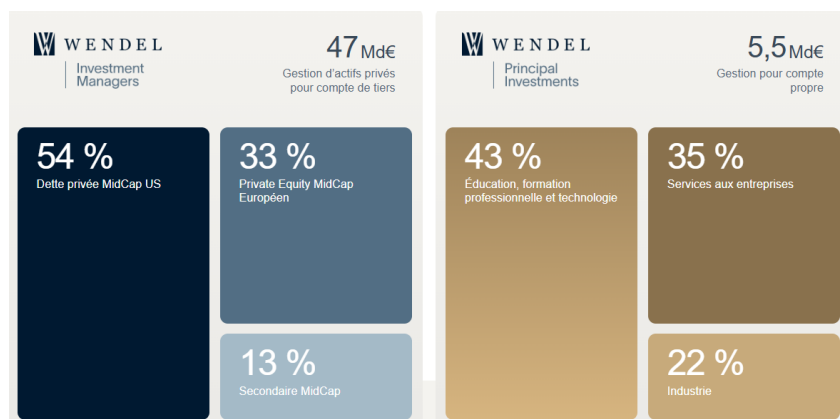
## Activité

Wendel est aujourd'hui une plateforme d'investissement de premier plan en Europe, structurée, d'une part, autour d'un portefeuille de participations majoritaires et minoritaires dans des sociétés industrielles et de services, et, d'autre part, autour d'activités de gestion d'actifs en forte montée en puissance. Son rôle consiste à accompagner ses entreprises dans la durée, en combinant apport en capital, expertise stratégique et discipline financière. Cette organisation en portefeuille implique une lecture spécifique de sa performance, fondée autant sur la création de valeur économique que sur l'évolution de ses actifs.

Contrairement à la plupart des sociétés, la compréhension des activités de Wendel à travers les états financiers exige un recul analytique car la présentation comptable ne reflète pas toujours la réalité économique sous-jacente. Le groupe applique les normes IFRS, ce qui conduit à une consolidation hétérogène de ses participations : certaines sont intégrées globalement lorsqu'il exerce un contrôle, tandis que d'autres sont comptabilisées selon la méthode de la mise en équivalence. Cette coexistence de traitements produit un P&L composite, où se superposent des dynamiques opérationnelles très différentes, rendant plus difficile l'identification des véritables moteurs de création de valeur. La complexité est renforcée par la transformation en cours du modèle, où cohabitent activités historiques et nouveaux relais de croissance.

Dans ce cadre, Wendel s'organise désormais autour d'un modèle dual, articulé entre une activité d'investissement pour compte propre, Wendel Principal Investment (WPI), et une plateforme de gestion d'actifs pour compte de tiers, Wendel Investment Management (WIM). Historiquement cœur du groupe, WPI regroupe les participations directes dans des sociétés telles que Bureau Veritas, ACAMS, CPI, Globeducate ou encore Scalian, et représente 5,5 Md€ de valeur d'actifs bruts (GAV) en 2025, soit environ 70% du total hors trésorerie. En parallèle, Wendel a engagé depuis 2023 le développement de WIM, l'activité centrée sur la gestion d'actifs alternatifs, à travers des participations majoritaires dans trois sociétés de gestion : IK Partners, Monroe Capital et Committed Advisors. Au 31 décembre 2025, cette plateforme représente environ 1,9Md€ de Gross Asset Value (GAV), soit 27% du total de Wendel et 41,2 Mds€ d'actifs sous gestion dont 31 Mds€ générant des commissions (montants hors Committed Advisors).

### Le modèle dual de Wendel : WIM & WPI au 31/12/2025



Source : Wendel



## Wendel Principal Investment (WPI)

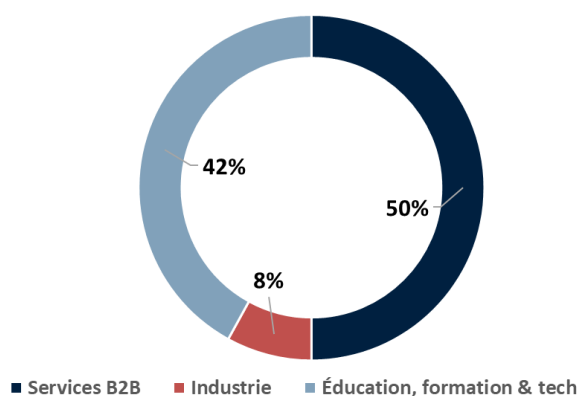
Wendel Principal Investment constitue désormais l'entité qui regroupe l'activité historique d'investissement en fonds propres du groupe. À la suite de l'acquisition d'IK Partners en 2024, un accord rendu public en octobre 2025 prévoit que cette dernière assure la gestion des futures participations non cotées réalisées sur bilan par la maison mère. La structure est pilotée par trois associés issus de Wendel et s'appuie sur le renfort ciblé de certaines équipes d'IK Partners. L'objectif est de doter Wendel Principal Investment d'une capacité complète de conseil, d'exécution et de gestion pour les investissements réalisés via Wendel Principal Investments.

Cette évolution ouvre à Wendel une capacité accrue à sourcer et exécuter des opportunités sur le mid-market, en s'appuyant sur l'expertise sectorielle et le dealflow d'IK. Elle crée également un potentiel de synergies entre le savoir-faire historique de Wendel en investissement long terme et les compétences opérationnelles et transactionnelles d'IK Partners dans le private equity européen.

L'activité repose sur un modèle de capital permanent, permettant à Wendel d'investir directement dans des entreprises, généralement non cotées, avec un horizon de détention long et une logique de création de valeur opérationnelle. Contrairement à un fonds classique, cette activité n'est pas contrainte par une durée de vie limitée. Elle permet ainsi d'accompagner les sociétés sur des cycles complets de transformation, en intervenant sur des leviers variés : croissance organique, acquisitions, amélioration opérationnelle ou structuration financière.

Le portefeuille de Wendel s'est historiquement construit autour de secteurs industriels, en ligne avec son origine d'industriel familial. Au 31 mars 2026, la répartition sectorielle du portefeuille (hors cash) illustre une diversification notable :

### Ventilation des participations WPI par secteurs au 31 mars 2026



Sources : Société



## **Une philosophie d'investissement centrée sur un portefeuille resserré et une gouvernance fortement engagée.**

La philosophie d'investissement de Wendel repose historiquement sur un nombre limité de lignes d'investissement dans le portefeuille et une logique de contrôle. Les rapports anciens soulignent systématiquement un nombre limité de participations, principalement dans l'industrie et les services, avec une volonté d'être actionnaire majoritaire ou de référence plutôt que de gérer un portefeuille dispersé. Cette approche reste constante sur la période 2020-2022, durant laquelle Wendel continue de se définir comme un investisseur de long terme, engagé aux côtés des équipes dirigeantes pour construire des leaders durables et améliorer la trajectoire stratégique des sociétés détenues.

Le deuxième pilier du modèle est celui d'une gouvernance active mais non intrusive. Dès 2016, Wendel formalise une doctrine claire : mise en place de mécanismes de contrôle et de contrepoids, rôle d'actionnaire impliqué, sélection d'équipes dirigeantes expérimentées partageant une vision commune, et recours au co-investissement pour aligner les intérêts. L'objectif n'est pas d'intégrer les participations dans un modèle opérationnel centralisé, mais d'influencer les décisions stratégiques, notamment en matière d'allocation du capital, de stratégie M&A et de développement international.

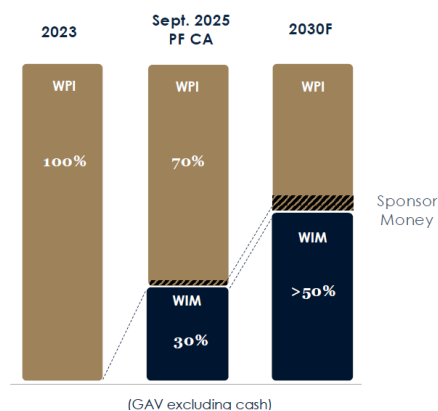
Le cas Legrand constitue l'illustration la plus aboutie de cette approche. Entre 2002 et 2013, Wendel accompagne la société dans une phase d'expansion majeure, marquée par 34 acquisitions, une amélioration de l'EBIT de 730 pb, une IPO en 2006 et un multiple de sortie de 3,9x. Les rapports intermédiaires détaillent les leviers activés. En 2006, Legrand affiche une croissance rentable avec un chiffre d'affaires en hausse de 15 %, dont 7,8 % organique, une marge opérationnelle de 17 %, et une exposition aux pays émergents déjà proche de 22 %, en croissance d'environ 20 % à périmètre comparable. La même année, six acquisitions ciblées, financées par le cash-flow interne, permettent d'accéder à des marchés à forte croissance, d'élargir l'offre et d'étendre la présence géographique.

En 2010, le repositionnement stratégique apparaît encore plus clairement. Wendel met en avant l'accélération de l'internationalisation : la part des ventes dans les pays émergents passe de 16 % en 2000 à un tiers en 2010, avec un objectif de 50 % à cinq ans. Legrand se développe également dans les infrastructures digitales, l'efficacité énergétique et les systèmes résidentiels, qui représentent près de 20 % des ventes. La marge ajustée progresse à 20,2 % en 2010, contre 16,2 % en 2009, soutenue par le levier opérationnel et par les programmes de réorganisation déjà engagés.

Wendel finance également la montée en puissance de sa propre plateforme d'asset management. À fin mars 2026, son engagement cumulé dans les fonds d'IK et de Monroe atteint environ 575M€, dont 220 M€ déjà investis.

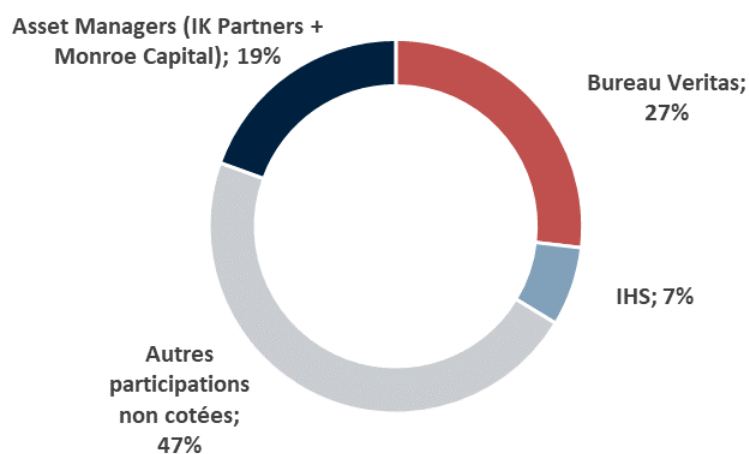


## WPI, ancrage durable de 50 % de la valeur du groupe à horizon 2030



Sources : Société

## Participations dans WPI (% de la GAV hors Cash) à fin mars 2026



Sources : Société

## Wendel Investment Managers (WIM)

Avec le développement de Wendel Investment Management (WIM) depuis 2024, le groupe amorce un repositionnement stratégique majeur, visant à compléter son modèle historique d'investisseur en capital par une activité génératrice de revenus récurrents. Cette évolution répond à une limite structurelle du modèle de holding classique, historiquement dépendant des dividendes et des cessions d'actifs, par nature irréguliers et cycliques. En se dotant d'une plateforme de gestion, Wendel cherche ainsi à lisser la performance, accroître la visibilité des cash-flows et renforcer la résilience du modèle.



Ce virage s'inscrit dans une tendance sectorielle plus large, portée par l'essor des actifs alternatifs et l'attractivité des modèles de gestion, caractérisés par une forte scalabilité, des besoins en capital limités et une capacité à générer des commissions récurrentes. WIM s'appuie sur plusieurs leviers structurants : l'apport de capital sponsor ("sponsor money") pour soutenir la croissance des sociétés de gestion, le co-investissement pour aligner les intérêts et la capacité à orienter les décisions stratégiques tout en laissant l'exécution opérationnelle aux équipes expertes.

L'ensemble doit permettre à Wendel de capter une part croissante de la valeur créée dans l'écosystème du private equity et de la dette privée tout en renforçant les synergies entre son activité d'investissement sur bilan et sa plateforme de gestion, notamment en matière de sourcing, d'exécution et de profondeur sectorielle.

## Une présence dans les principaux segments de gestion d'actifs privés

Catégorie	Sous-Catégorie	Région	
		Europe	États-Unis
Private Equity	Buyout SMID	IK Partners	–
	Buyout Large	–	–
	VC/Growth	–	–
	Secondary	Committed Advisors	Committed Advisors
Private Debt	Direct lending	–	Monroe Capital
	CLO	–	Monroe Capital
	Asset Back	–	Monroe Capital
	Secondary	–	–
Private Real Asset	RE Equity	–	–
	RE Debt	–	Monroe Capital
	Intra Equity	–	–
	Intra Debt	–	–
	Secondary	–	–

Sources : Wendel, Euroland



## IK Partners: le private equity pour Wendel

### Les bases du Private Equity

Le private equity désigne l'investissement dans des entreprises non cotées, avec pour objectif de créer de la valeur sur plusieurs années avant de céder la participation. Au sein de cet univers, le segment le plus répandu est le buyout. Il consiste à acquérir des entreprises déjà matures, généralement rentables, en prenant une participation majoritaire ou de contrôle, souvent aux côtés du management. Contrairement au venture capital, qui finance des sociétés jeunes et encore peu profitables, ou au growth capital, qui accompagne des entreprises en expansion, le buyout vise des actifs plus établis, avec un levier de transformation opérationnelle plus que de simple financement. L'enjeu est d'améliorer la performance globale de l'entreprise : optimisation des marges, repositionnement stratégique, croissance externe ou encore ajustement de la structure financière.

Le fonctionnement du private equity repose sur une distinction essentielle entre deux types d'acteurs. Les investisseurs, appelés Limited Partners (LP), apportent les capitaux. Il peut s'agir d'institutionnels (assureurs, fonds de pension) ou, de plus en plus, d'investisseurs privés. En face, les sociétés de gestion, appelées General Partners (GP), sont responsables de l'ensemble du processus d'investissement : sourcing des opportunités, réalisation des acquisitions, accompagnement des entreprises en portefeuille et organisation des cessions. Cette séparation structure toute l'économie du secteur et définit la relation entre ceux qui financent et ceux qui exécutent.

Le modèle économique des fonds de private equity repose sur deux sources principales de rémunération. D'une part, les management fees, c'est-à-dire des frais de gestion récurrents, généralement compris entre 1,5 % et 2 % par an, calculés sur les engagements ou sur les actifs selon la phase de vie du fonds. Ils financent l'analyse des investissements, le suivi opérationnel et l'infrastructure de la société de gestion. D'autre part, le carried interest constitue une rémunération variable liée à la performance. Une fois un certain niveau de rendement atteint et le capital restitué aux investisseurs selon un mécanisme prédéfini, une part des gains est attribuée au GP. Ce dispositif aligne les intérêts : la société de gestion ne bénéficie pleinement du carry que si les investisseurs réalisent eux-mêmes une performance satisfaisante.

Le private equity se distingue également des fonds traditionnels par sa structure et son horizon d'investissement. Là où les fonds cotés offrent une liquidité régulière, les fonds de private equity sont généralement structurés sous forme de fonds fermés (closed-end funds), avec une durée de vie d'environ dix ans. Les investisseurs s'engagent sur une période longue, avec peu ou pas de possibilité de retrait anticipé. Cette contrainte est la condition nécessaire pour investir dans des actifs non liquides et mener des transformations opérationnelles sans pression de liquidité à court terme.

Un autre élément clé réside dans la gestion des flux de capitaux. Contrairement à un investissement classique où le capital est déployé immédiatement, les fonds de private equity fonctionnent par appels de capitaux successifs. Les montants engagés par les investisseurs sont appelés progressivement, au fur et à mesure des opportunités d'investissement. Le cycle est structuré en plusieurs phases : une période d'investissement initiale, durant laquelle le portefeuille se constitue, suivie d'une phase d'accompagnement des participations, puis d'une phase de cession.

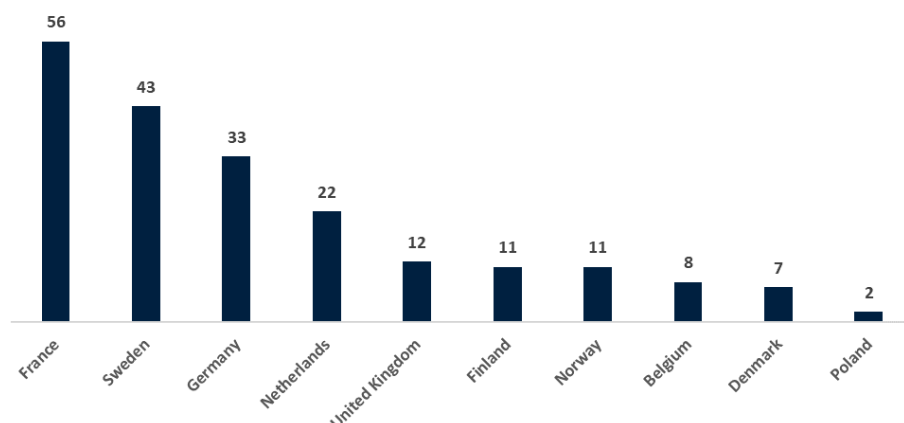
Cette dynamique se traduit par un profil de performance spécifique, souvent décrit par la "courbe en J". Dans les premières années, la rentabilité peut apparaître faible, voire négative, en raison des frais et du délai nécessaire pour créer de la valeur. La performance se matérialise ensuite lors des cessions, lorsque les plus-values sont réalisées et distribuées aux investisseurs.

IK Partners est une société de capital-investissement européenne spécialisée dans les opérations de buyout mid-market. Fondée en 1989 sous le nom d'Industri Kapital, elle s'est imposée comme un acteur reconnu sur le segment des entreprises de taille intermédiaire, avec un positionnement historiquement ancré en Europe du Nord et désormais étendu à l'ensemble du continent. La plateforme combine une approche sectorielle disciplinée et une forte implication opérationnelle, s'appuyant à fin 2025 sur 15,4 Md€ d'encours. IK Partners affiche par ailleurs une performance solide dans la durée, avec un gross IRR de 26 %\*, ce qui la place parmi les franchises les plus performantes de son segment.

\* Performance agrégée des fonds IK VII et IK VIII



## Répartition des investissements par géographie (réalisés et en cours)



Source : IK Partners

En 2024, Wendel a acquis 51 % du capital d'IK Partners pour 383 M€, valorisant la société sur une base de 12,5x P/FRE (Fee-Related Earnings). L'opération inclut un mécanisme prévoyant l'acquisition du solde en 2029, ce qui sécurise une montée progressive au capital tout en maintenant un alignement fort avec les équipes d'IK Partners. Un élément clé de la transaction est la répartition du carried interest : 20 % du carried sur l'ensemble des futurs fonds d'IK Partners reviendra à Wendel, renforçant l'exposition du groupe à la performance long terme de la plateforme et améliorant la qualité de ses revenus potentiels.

### Stratégie d'IK Partners

IK Partners s'appuie par ailleurs sur une plateforme éprouvée, avec plus de 30 ans d'expérience, un track record solide et une stratégie flagship aujourd'hui déployée dans sa 10<sup>e</sup> génération de fonds. Historiquement, la franchise affiche un IRR brut réalisé de 26 %, illustrant sa capacité à créer de la valeur de manière récurrente sur le mid market européen.

Le modèle d'investissement d'IK Partners repose sur des prises de participation majoritaires ou significatives dans des sociétés rentables, souvent familiales ou entrepreneuriales, opérant dans des niches de marché. Le cœur de cible correspond généralement à des entreprises valorisées entre 100M€ et 1Md€, avec des positions de leader local ou européen et un potentiel de transformation. La stratégie est résolument orientée vers la création de valeur opérationnelle, avec un accent particulier sur l'internationalisation, la croissance externe (buy-and-build), l'optimisation des marges et la structuration des équipes de management.

Ce positionnement s'inscrit pleinement dans une logique d'investissement dans les « champions cachés » : des entreprises peu visibles du grand public, mais dont les services sont essentiels et largement utilisés au quotidien. À titre d'illustration, Colisée fut un actif détenu par IK partners jusqu'en 2020. Colisée opère des maisons de retraite et accompagne des milliers de personnes âgées en Europe, un service profondément ancré dans la vie réelle mais peu "marqué" en termes de notoriété. Eurofeu conçoit et maintient des équipements de sécurité incendie (extincteurs, systèmes de protection),



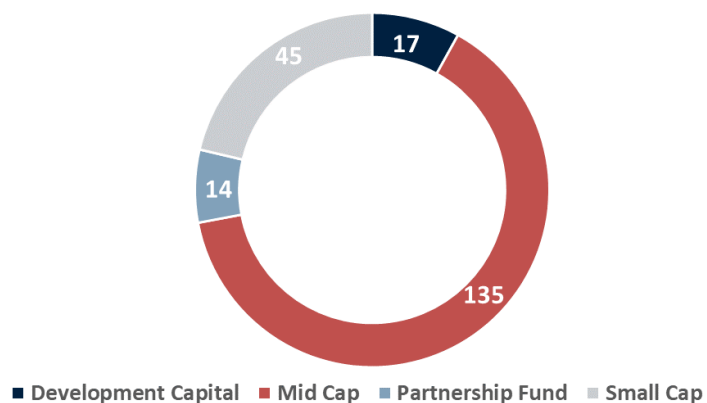
présents dans la quasi-totalité des bâtiments publics et privés. Enfin, Minimax développe des systèmes avancés de protection incendie pour l'industrie et la logistique, essentiels au fonctionnement des infrastructures modernes.

L'organisation d'IK Partners repose sur deux axes complémentaires couvrant l'ensemble du small-to-large mid-market européen. Le mid-market buyout constitue le cœur historique, avec des prises de contrôle sur des entreprises valorisées de 200 M€ à plus de 1 Md€. En parallèle, la stratégie small cap cible des sociétés plus modestes mais à fort potentiel, jusqu'à 200 M€ de valorisation, via des opérations majoritaires ou minoritaires.

IK Partners a également développé une stratégie de development capital, destinée à accompagner des entreprises valorisées jusqu'à 80 M€ dans la consolidation de leur marché domestique et leur expansion internationale. Enfin, la stratégie partnership fund vise des entreprises plus matures, généralement valorisées au-delà de 200 M€, dans lesquelles IK Partners investit aux côtés des actionnaires existants ou de nouveaux partenaires, en prenant des participations minoritaires dans une logique d'accompagnement de long terme.

L'ensemble constitue une plateforme cohérente, capable de couvrir un spectre large de situations d'investissement, depuis les opérations de croissance early-stage jusqu'aux transactions plus structurées sur des entreprises établies. Cette diversité renforce la capacité d'IK Partners à générer un dealflow profond et récurrent, tout en offrant à Wendel un accès privilégié à des opportunités sur l'ensemble du mid-market européen.

## Nombre d'investissements par stratégie (en portefeuille et réalisés)

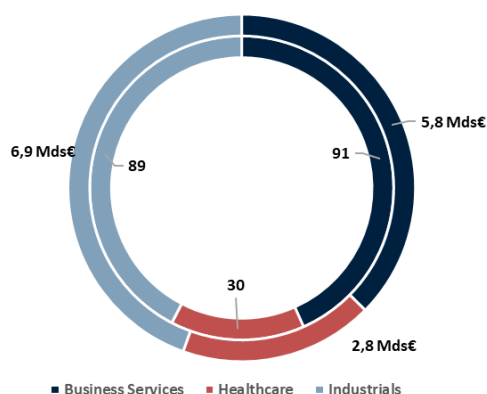


Sources : Ik Partners, Euroland

Sur le plan sectoriel, IK Partners privilégie des segments qu'il juge résilients et porteurs de croissance structurelle. Les principaux axes incluent la santé, les services aux entreprises, l'industrie spécialisée et certaines activités liées à la technologie et aux services digitaux.



## Montants investis et nombre d'investissements (en portefeuille et réalisés)



Sources : Ik Partners, Euroland

IK Partners se rémunère via une structure classique de private equity, articulée autour de management fees d'environ 2 % et de performance fees (carried interest) à 20 %. Dans les faits, le taux moyen de management fees ressort légèrement en dessous de 2 %, la présence d'investisseurs institutionnels importants exerçant une pression à la baisse sur les coûts.

Enfin, le positionnement d'IK Partners doit être replacé dans le contexte du marché européen du mid-market, qui se caractérise par une forte fragmentation et un tissu dense d'entreprises familiales. Ce segment offre un terrain particulièrement favorable aux stratégies de consolidation et de transformation opérationnelle, avec des niveaux de concurrence généralement moins élevés que sur les grandes opérations. C'est précisément sur ce terrain qu'IK Partners a construit sa réputation : une capacité à identifier des plateformes de croissance, à structurer des stratégies de long terme et à exécuter avec discipline dans un environnement compétitif.



## Monroe Capital : La dette privée pour Wendel

### Les bases de la dette privée

La dette privée constitue l'autre grand pilier des actifs non cotés, aux côtés du private equity, mais avec une logique économique sensiblement différente. Là où le buyout consiste à acquérir et transformer des entreprises en tant qu'actionnaire, la dette privée repose sur le financement de ces mêmes entreprises via des instruments de crédit, en se substituant partiellement ou totalement aux banques traditionnelles. Concrètement, des fonds spécialisés accordent des prêts bilatéraux ou syndiqués à des sociétés non cotées, le plus souvent dans le cadre d'opérations de LBO, de refinancement ou de croissance externe. Ce marché s'est fortement développé depuis la crise financière de 2008, dans un contexte de durcissement réglementaire bancaire (notamment sous l'effet de Bâle III), qui a incité les banques à réduire leur exposition au crédit risqué, laissant ainsi un espace significatif aux acteurs non bancaires (source : Banque des Règlements Internationaux, Fonds Monétaire International).

Comme en private equity, l'écosystème repose sur une distinction entre investisseurs (LP) et sociétés de gestion (GP). Les LP apportent le capital, tandis que les GP structurent les financements, sélectionnent les emprunteurs et assurent le suivi des prêts. Ici la performance provient principalement des intérêts perçus, souvent à taux variable, auxquels peuvent s'ajouter des frais d'arrangement ou des pénalités de remboursement anticipé. Les management fees restent généralement comparables à ceux du private equity (de l'ordre de 0,5 % à 1 % des encours selon Preqin), mais le carried interest est souvent plus modéré, reflétant un profil de rendement moins asymétrique.

La dette privée se caractérise par un couple rendement/risque intermédiaire entre les obligations cotées et le private equity. Les rendements attendus sur le segment direct lending se situent historiquement entre 7 % et 10 % brut annuel en Europe et aux États-Unis avec une volatilité apparente plus faible en raison de l'absence de valorisation quotidienne. En contrepartie, l'investisseur renonce à la liquidité : comme pour le private equity, les fonds sont majoritairement fermés, avec des durées de vie comprises entre 6 et 10 ans. Les flux de trésorerie sont néanmoins plus réguliers, grâce au paiement périodique des intérêts, ce qui atténue l'effet de courbe en J observé en capital-investissement.

Enfin, la dette privée joue un rôle central dans le financement de l'économie réelle, en particulier pour les entreprises de taille intermédiaire. Elle offre aux emprunteurs une plus grande flexibilité (covenants adaptés, structuration sur mesure, rapidité d'exécution), tout en permettant aux investisseurs d'accéder à une source de rendement décorrélée des marchés cotés. Cette classe d'actifs s'est ainsi imposée comme un complément naturel au private equity dans l'allocation des portefeuilles institutionnels et, plus récemment, dans les solutions destinées à une clientèle patrimoniale.

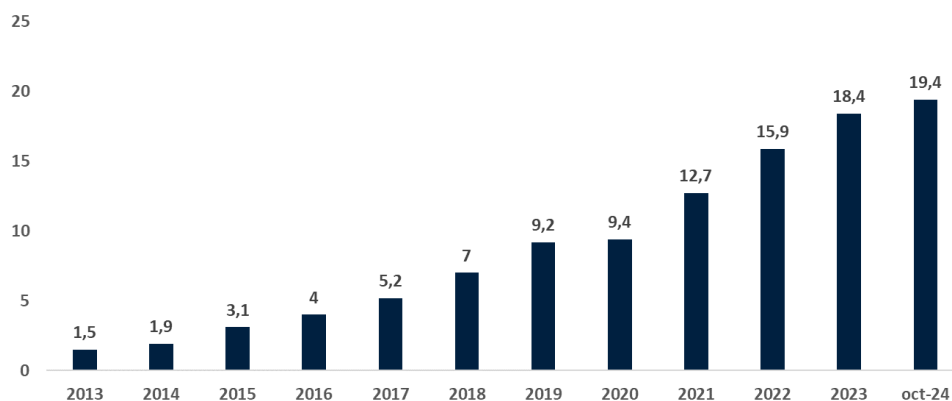
Monroe Capital est une société américaine de gestion spécialisée dans le private credit, principalement positionnée sur le segment du lower middle market, où elle intervient en tant que prêteur direct auprès d'entreprises sponsorisées (c'est-à-dire détenues par des fonds de private equity) ou non (détenues par leurs dirigeants). Fondée en 2004 par Theodore Koenig, la plateforme s'est progressivement imposée comme un acteur de référence aux États-Unis, avec 30,3 Mds \$ d'actifs sous gestion à fin 2025. Son modèle repose sur un réseau étendu de sponsors de private equity, de dirigeants et d'intermédiaires, ce qui lui permet d'accéder à des transactions en amont et de négocier des conditions de financement plus favorables et une présence historique sur des financements unitranche, senior secured et opportunistes.

En 2024, Wendel a annoncé l'acquisition d'environ 75 % du capital de Monroe Capital pour un montant de 1,13 Md\$, transaction finalisée au premier semestre 2025, assorti d'un mécanisme d'intéressement indexé sur la croissance des Fee-Related Earnings (FRE). L'opération inclut l'accès à 20 % dans le carried interest à la fois sur les fonds historiques déjà en place et fonds futurs qui seront levés par la plateforme. Le solde du capital (25 %) est conservé par le management et sera acquis progressivement par Wendel entre 2028 et 2032, selon la même logique que dans l'acquisition d'IK. Cette structuration vise à préserver l'autonomie opérationnelle de Monroe Capital tout en assurant un alignement fort des intérêts.



Un élément structurant du partenariat réside également dans l'engagement de Wendel à soutenir la croissance de la plateforme via un programme de sponsoring de 800 M\$ et des engagements en capital pouvant atteindre 200 M\$ au niveau des fonds.

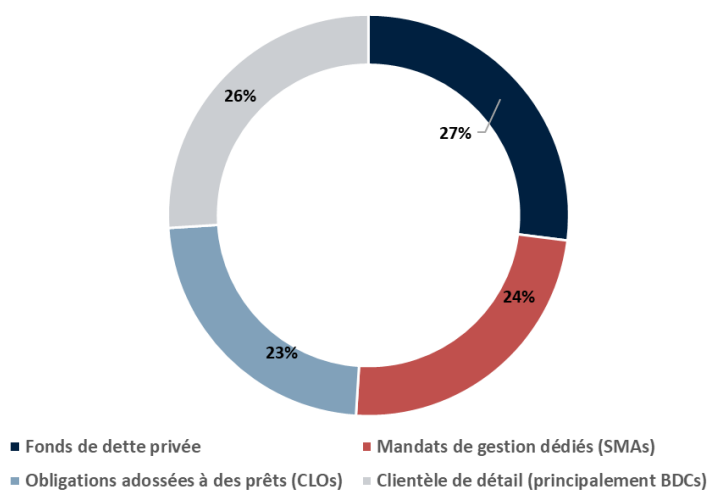
## Croissance forte des encours de Monroe Capital (Mds \$)



Source : Société

Les données publiques disponibles permettent d'établir que Monroe Capital présente un mix d'AUM relativement équilibré, avec 27% en fonds de dette privée, 24% en SMAs, 23% en CLOs et 26% en retail, principalement via des BDC, au 30 juin 2024. En agrégeant private debt funds et SMAs, l'institutionnel représente donc environ 51% des AUM.

## Répartition des AUM par types de fonds (au 30 juin 2024)



Source : Wendel



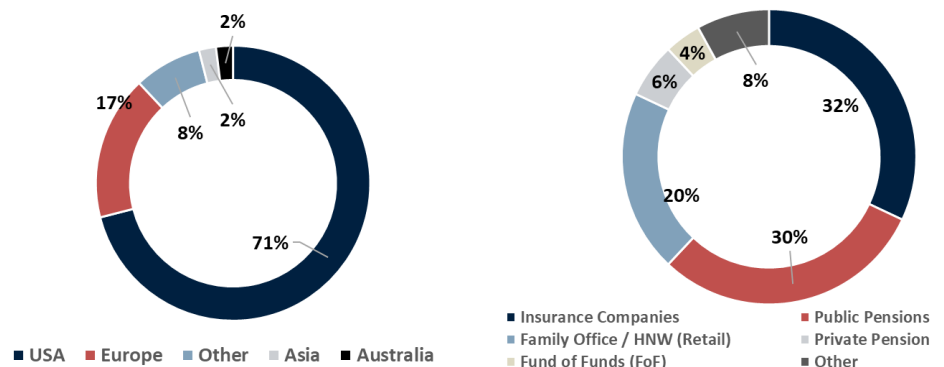
## 💡 BDC, SMA, CLO ? On démonte les acronymes

BDC, SMA, CLO : derrière les acronymes, des véhicules différents pour porter une même classe d'actifs. Au fond, il s'agit souvent de financer les mêmes types de prêts ; ce qui change surtout, c'est le type d'investisseurs visé et la manière dont le produit est structuré. Une BDC (Business Development Company) est le format le plus orienté retail. C'est un véhicule d'investissement américain, coté ou non coté, structuré comme un fonds, qui investit principalement dans la dette d'entreprises américaines de taille moyenne. Un private debt fund est la forme la plus classique : un fonds de dette privée destiné avant tout à des investisseurs institutionnels. Un SMA (Separately Managed Account) correspond à un mandat géré pour le compte d'un seul investisseur institutionnel, avec des règles d'investissement adaptées à ses contraintes. Un CLO (Collateralized Loan Obligation) est plus technique : le véhicule regroupe des prêts puis les refinance en émettant plusieurs tranches de titres. C'est, en simplifiant, une structure de titrisation appliquée au private credit, comparable dans l'esprit à un CDO (oui, celui des subprimes), mais adossée cette fois à des prêts d'entreprises et non à de l'immobilier.

### Géographie :

Monroe Capital s'adresse avant tout à une clientèle très américaine et résolument institutionnelle, composée d'investisseurs sophistiqués familiers du private credit. Ce positionnement se reflète dans la structure de ses fonds, son approche du risque et son mode de relation client, largement alignés sur les standards US du marché.

### Distributions des investisseurs par géographies et par type



Source : Société

Monroe Capital gère également un BDC coté, Horizon Technology Finance (NASDAQ:HRZN), spécialisé dans les prêts au lower mid-market américain. Monroe perçoit à ce titre des management fees et des incentive fees. Ces structures offrent une base d'actifs stable et un accès direct au capital retail, renforçant la visibilité et la récurrence des revenus... et donc l'intérêt stratégique de cette exposition pour Wendel.



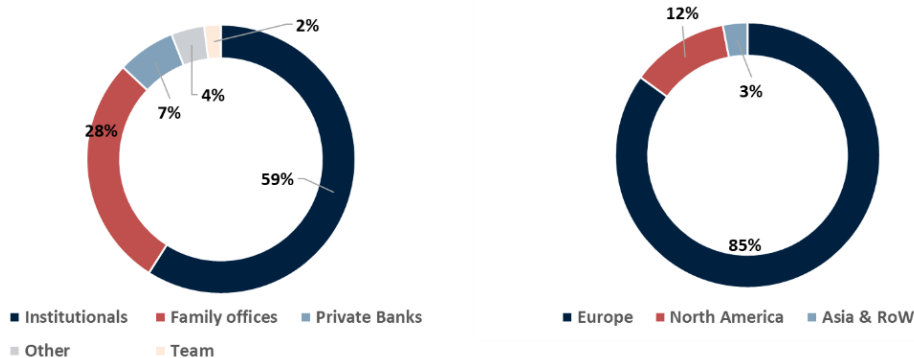
Les documents publics montrent que les flagship institutional funds reposent sur une économie de type 1,5% de management fee et 20% de carry, tandis qu'Income Plus (retail) affiche 1,25% et 12,5%, et Horizon Technology Finance 1,75% avec incentive fee de 20%, ce qui suggère une monétisation par dollar d'AUM plus élevée dans l'institutionnel et les BDC que dans les CLO.

Côtés sous-jacents, les publications Monroe Capital confirment une exposition diversifiée centrée sur les business services, la santé et la technologie logicielle, avec par exemple pour Income Plus une répartition sectorielle dominée par les business services (20,1%), la santé/pharma (13,8%) et les high tech industries (13,4%).

## Committed Advisors

Committed Advisors est une société de gestion indépendante française spécialisée dans le private equity, avec un positionnement centré sur le segment des secondaires. Fondée en 2010, la plateforme se concentre principalement sur des transactions mid-market, généralement comprises entre 20 M€ et 200 M€, avec une expertise reconnue sur les segments LP-led et GP-led. Elle a progressivement élargi son offre pour couvrir l'ensemble de la chaîne de valeur du private equity. Les Secondary Transactions en constituent le cœur, avec le rachat de portefeuilles de fonds pour apporter de la liquidité aux investisseurs. Autour de cette activité principale, Committed Advisors a développé trois relais complémentaires : les Co-investments, réalisés aux côtés de gérants partenaires ; les Primary Commitments, via des engagements dans des fonds de premier plan ; et les Custom Solutions, conçues sur mesure pour répondre aux besoins d'investisseurs institutionnels.

## Répartition des LP en % des engagements de souscriptions (juin 2025)



Source : Société

Le groupe compte environ 7 Md€ d'actifs sous gestion, pro forma de la levée de fonds réalisée au T1 2026, et dispose d'une présence internationale (Paris, New York, Singapour). Son positionnement reste celui d'un spécialiste, par opposition aux plateformes multi-actifs généralistes. Depuis sa création, Committed Advisors met en avant une performance attractive avec un TRI brut moyen de 19%, illustrant sa capacité à générer des rendements élevés sur le segment secondaire.



## 💡 Au fait les Secondaries c'est quoi ?

La différence fondamentale est la suivante : le private equity "primaire" consiste à apporter du capital à une entreprise non cotée, soit lors de son acquisition, soit pour financer sa croissance, puis à créer de la valeur sur plusieurs années avant la sortie. Le marché des secondaries, lui, n'apporte généralement pas de capital frais à l'entreprise sous-jacente ; il organise surtout la revente d'intérêts existants dans des fonds ou dans des actifs déjà détenus, afin de fournir de la liquidité à des LPs.

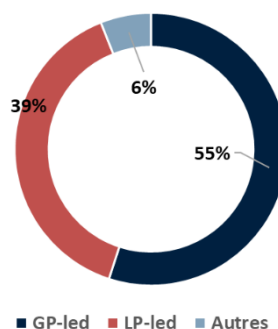
En 2025, Wendel a annoncé l'acquisition de 56 % du capital de Committed Advisors pour un montant initial de 258 M€, assorti d'un complément de prix pouvant atteindre 128 M€ en fonction de la performance future, notamment en matière de croissance des Fee-Related Earnings et de levée de fonds. L'opération s'accompagne également d'un engagement de Wendel à investir jusqu'à 500 M€ dans les futurs fonds de la plateforme, renforçant sa capacité à accélérer son développement dans un environnement marqué par des contraintes de liquidité pour les investisseurs en private equity. Le solde du capital sera acquis ultérieurement selon une valorisation indexée sur la croissance des FRE, assurant un alignement avec le management.

Sur la base d'un FRE pré-tax estimé autour de 45 M€ en 2026, le multiple implicite ressort entre 10x et 15x, selon l'atteinte des objectifs. Cette fourchette se situe dans la zone haute des standards observés pour les plateformes spécialisées en secondaries, et cohérente avec les comparables cotés : StepStone se traite autour de 11x les FRE, tandis que Hamilton Lane évolue plutôt vers 12,5x sur une base trailing (FactSet).

L'activité de Committed Advisors repose en grande partie sur deux types de transactions. Les opérations LP-led consistent à racheter des participations existantes dans des fonds de private equity auprès d'investisseurs souhaitant céder leurs positions avant terme, généralement pour des raisons de liquidité ou de réallocation de portefeuille.

À l'inverse, les transactions GP-led sont initiées par les gérants eux-mêmes, qui restructurent ou prolongent la détention d'actifs via des véhicules dédiés (continuation funds), permettant à la fois de fournir de la liquidité aux investisseurs existants et de conserver les actifs jugés les plus performants. Ces deux approches sont complémentaires : les LP-led offrent souvent une meilleure diversification, tandis que les GP-led permettent un accès plus concentré à des actifs de qualité.

### Répartition des investissements réalisés par types de deals (en %, juin 2025)



Source : Société



Sur le plan économique, les revenus de Committed Advisors proviennent principalement des management fees, généralement compris entre 1,0% et 1,5% des actifs sous gestion, auxquels s'ajoute un carried interest en cas de performance, typiquement de l'ordre de 20% des gains au-delà d'un certain seuil de rendement.



## Marché :

### **Différentes catégories d'acteurs**

L'univers coté des sociétés de gestion d'actifs ne forme pas un bloc homogène. Derrière une même étiquette boursière coexistent en réalité plusieurs modèles économiques, dont les moteurs de croissance, la volatilité des résultats et les logiques de valorisation diffèrent sensiblement. Certains groupes sont avant tout des plateformes de collecte et de commissions, d'autres sont spécialisés sur une verticale précise comme le crédit privé ou l'infrastructure, tandis que d'autres encore combinent activité de gestion pour compte de tiers et engagement significatif de leur propre bilan.

Cette diversité explique pourquoi la comparaison boursière entre acteurs doit être maniée avec prudence : deux groupes affichant un niveau d'actifs sous gestion proche peuvent avoir des profils de cash-flow, de risque et de création de valeur très différents.

Un premier bloc est formé par les sociétés de pure gestion pour compte de tiers. Blackstone, KKR, EQT, Partners Group, Ares ou Blue Owl sont d'abord lus comme des plateformes de distribution et de commissions, plus que comme des détenteurs d'actifs. Leur valorisation repose sur les FRE, les fee-paying AUM, la profondeur de la franchise et la capacité à faire croître les encours. La domination américaine y est très nette, notamment en private equity et plus encore en crédit privé, même si l'Europe conserve quelques champions visibles comme EQT ou Partners Group. La hiérarchie reste très largement dominée par les États-Unis, où Blackstone, Apollo, KKR et Ares cumulent plus de 3 500 Md\$ d'actifs sous gestion, contre un peu plus de 750 Md€ pour EQT, CVC, Partners Group et ICG en Europe.

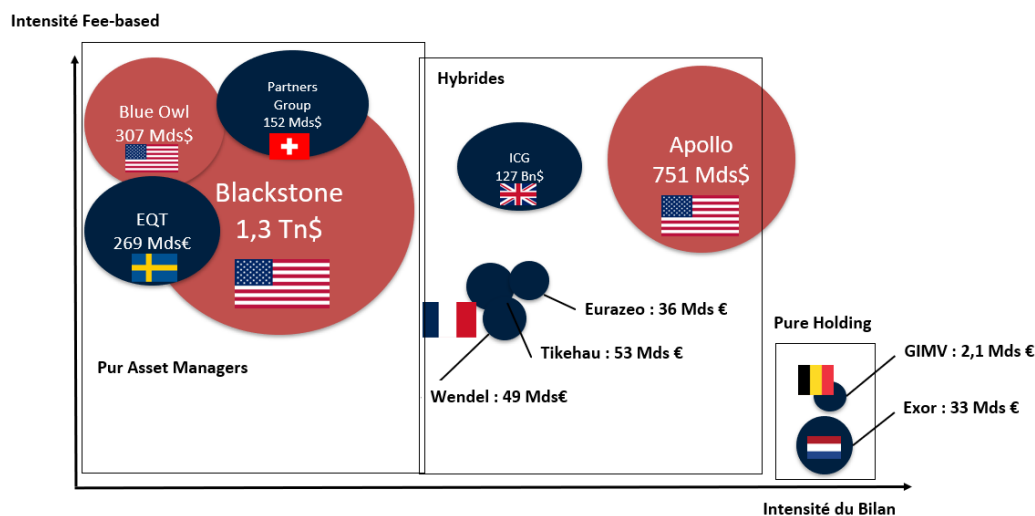
Un deuxième bloc regroupe les sociétés de type pure holding, dont la lecture boursière reste avant tout patrimoniale. C'est le cas de noms comme GIMV, IDI, Peugeot Invest ou Exor. Ici, le marché raisonne d'abord en NAV, en rotation de portefeuille, en dividendes et en rachats d'actions. La décote n'est pas un accident ; elle fait partie du modèle, parce qu'il n'existe pas, ou peu, de moteur autonome de revenus récurrents venant réduire la dépendance aux cessions et aux revalorisations d'actifs.

Entre ces deux extrêmes se situent les sociétés hybrides, dont les exemples français les plus représentatifs sont Eurazeo, Tikehau et Wendel. Leur particularité tient au fait que la gestion pour compte de tiers y occupe désormais une place significative tandis que le bilan propre reste déterminant, ce qui les distingue à la fois des holdings patrimoniaux et des asset managers purs. Le marché doit ainsi appréhender simultanément la valeur du portefeuille, la qualité de la plateforme de gestion et la vitesse à laquelle les revenus récurrents prennent le relais de la logique patrimoniale, d'où un potentiel de rerating réel mais une complexité de lecture supérieure.

La bonne grille de lecture n'oppose donc pas mécaniquement holdings et asset managers, mais consiste à positionner chaque acteur sur un spectre allant du portefeuille patrimonial décoté à la plateforme de gestion valorisée sur ses commissions, les purs managers se situant à une extrémité, les pures holdings à l'autre, et les hybrides occupant l'espace intermédiaire.



## Typologie des acteurs selon le spectre Bilan/revenus récurrents



Source : Euroland

## Grandes tendances de l'AM

### 💡 Les différents types de gestion d'actifs

La gestion d'actifs s'organise d'abord autour de deux approches : la gestion active, qui cherche à surperformer un indice en sélectionnant les titres et en ajustant l'allocation selon les conditions de marché, et la gestion passive, qui vise à répliquer fidèlement un indice à coûts réduits via des ETF ou fonds indiciels. À cette première distinction s'ajoute celle entre actifs liquides et actifs illiquides. Les actifs liquides regroupent les actions et obligations cotées, facilement négociables et valorisées en continu. Les actifs illiquides, comme le private equity, la private debt, l'immobilier ou les infrastructures, reposent sur des horizons d'investissement plus longs, une valorisation moins fréquente et une prime d'illiquidité recherchée par les investisseurs institutionnels.

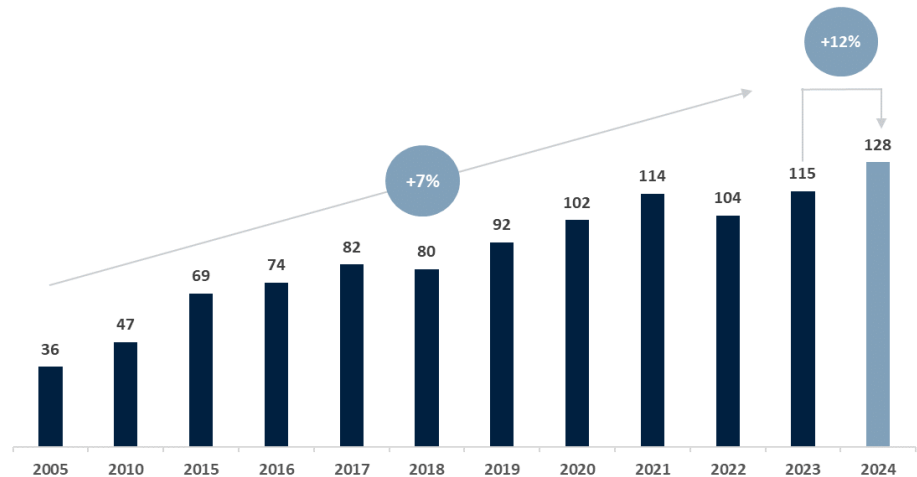
### Toute gestion confondue, les actifs gérés activement poursuivent leur croissance.

Le marché mondial de la gestion d'actifs s'inscrit depuis plusieurs années dans une dynamique de croissance solide, lorsqu'on considère l'ensemble des catégories d'actifs confondus, porté par l'augmentation de l'épargne mondiale et la sophistication croissante des besoins des investisseurs. Avec plus de 128 000 Mds\$ d'actifs gérés à fin 2024, l'industrie a plus que triplé en l'espace de quinze ans et devrait poursuivre sa trajectoire haussière dans les prochaines années. Selon les projections sectorielles, les encours globaux pourraient atteindre près de 167 000 Mds\$ à horizon 2028 d'après BCG (« Global Asset Management Report 2025 »), traduisant un marché structurellement porteur malgré les cycles économiques. Cette expansion reflète une dynamique de fond



durable, portée par l'augmentation de l'espérance de vie, la montée des classes moyennes dans les économies émergentes et l'ouverture progressive des marchés financiers au investisseurs particuliers.

## Global AUM



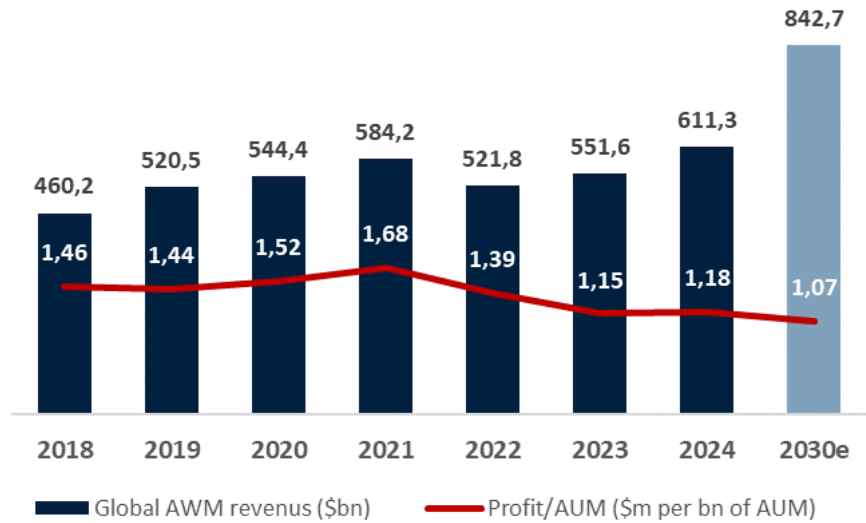
Sources : Global Asset Management Report 2025 – BCG, Euroland

## Mais la rentabilité diminue

Néanmoins, cette croissance s'accompagne d'un environnement concurrentiel de plus en plus exigeant. Selon PWC (« Asset and Wealth Management Revolution 2025 »), la rentabilité du secteur subit une contraction notable depuis plusieurs années et affiche un recul d'environ 19% du profit par milliard d'actifs gérés sur la période 2018-2024. La montée en puissance de la gestion passive, structurellement moins margée, pèse sur le ratio. À cela s'ajoutent l'essor des grandes plateformes de distribution, un cadre réglementaire plus exigeant et la hausse des coûts opérationnels liés à la digitalisation, qui alimentent une érosion progressive des marges. Le cabinet anticipe ainsi un nouveau repli d'ici 2030. Dans ce contexte concurrentiel tendu, les vecteurs de différenciation se redéfinissent et reposent davantage sur la capacité d'innovation et la qualité du service délivré.



## Revenus générés par dollar d'actifs sous gestion

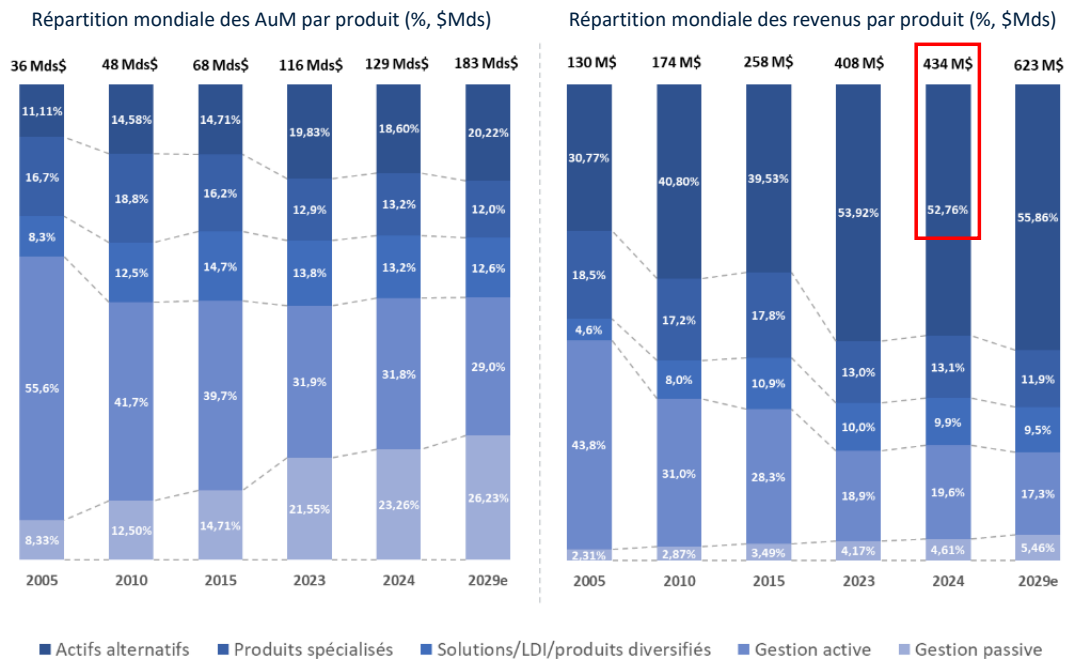


Source: Asset and Wealth Management Revolution 2025 – PWC, Euroland

### Toute la rentabilité ? Non... Un nouveau village rebat les cartes.

Le périmètre Asset Management regroupe un ensemble d'actifs très hétérogènes (côtés, non cotés, produits structurés, etc.). Au sein de ce panier composite, les actifs alternatifs ont connu une montée en puissance marquée : ils ne représentent encore qu'une fraction des encours, mais contribuent déjà de manière disproportionnée à la génération de profits. En réalité, la classe d'actifs alternatifs pèse désormais davantage en revenus que l'ensemble des autres classes d'actifs réunies.

### Les actifs alternatifs dominent désormais la génération de revenus



Source: Global Asset Management Report 2025 – BCG, Euroland



## La régulation a porté cette transition vers les actifs alternatifs

L'assouplissement du cadre réglementaire, à travers notamment ELTIF 2.0 en Europe, ainsi que le développement de véhicules semi-liquides et de technologies de distribution digitalisée, renforcent l'accessibilité de ces actifs auprès d'une base d'investisseurs plus large. Ces évolutions facilitent l'intégration des marchés privés dans les portefeuilles des investisseurs patrimoniaux, une tendance encore amplifiée par les innovations technologiques qui améliorent la scalabilité et l'efficacité opérationnelle des solutions proposées.

Ces transformations se reflètent dans les enquêtes menées auprès des investisseurs institutionnels (enquête menée par Preqin en 2024), dont une large majorité prévoit d'augmenter ou de maintenir son allocation aux actifs privés au cours des prochaines années. L'intérêt reste particulièrement marqué pour la dette privée et le private equity, considérés comme des moteurs de rendement attractifs dans un contexte où la volatilité des marchés cotés et les contraintes du financement bancaire redessinent les sources traditionnelles de performance et de financement.

### Résumons

Les encours poursuivent leur progression, ce qui constitue un signal favorable. Toutefois, le secteur dans son ensemble fait face à une phase de consolidation et peine à convertir cette croissance en amélioration significative de la profitabilité. Dans ce contexte, les actifs alternatifs se distinguent : bien qu'ils ne représentent encore qu'une part limitée des encours, ils demeurent nettement plus rentables et contribuent de manière disproportionnée aux résultats.

C'est dans cet environnement contrasté que Wendel a engagé sa transition vers un modèle davantage orienté Asset Management rentable, en renforçant son exposition à des segments à forte marge et moins intensifs en capital. Cette évolution vise à améliorer la qualité du mix de profits et à accroître la résilience du modèle.

## L'état du marché du Private Equity :

### Le marché du private equity en Europe

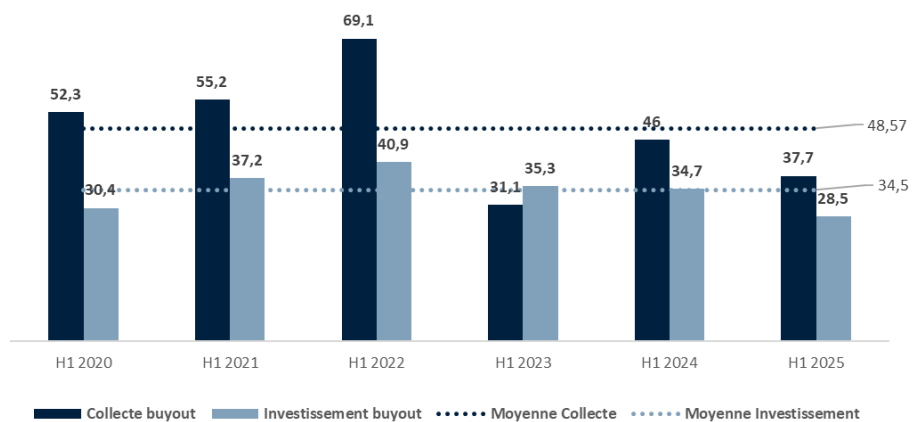
Sur le private equity européen, les tendances de marché apparaissent un peu plus constructives qu'au creux de 2022-2023, sans pour autant signaler un retour à un régime pleinement normalisé. Selon Invest Europe, les fonds européens de private equity et de venture capital géraient €1,25 trillion d'actifs à fin 2024, en hausse de 7 % sur un an, avec un dry powder record de €414 Md. L'activité a également rebondi en 2024, avec €126 Md investis sur l'année (+24 %), tandis que les sorties progressaient de 45 % à €46 Md au coût d'acquisition.

Cette amélioration traduit un marché qui recommence à fonctionner, mais le tableau reste nuancé : le niveau élevé de capital disponible ne signifie pas à lui seul que le cycle est redevenu fluide. Un stock important de dry powder peut aussi refléter un décalage entre la capacité à lever des fonds et la capacité à les déployer dans de bonnes conditions de valorisation, de financement et de sortie.



Les données semestrielles confirment d'ailleurs cette lecture prudente. Sur la collecte, le buyout avait levé €75,1 Md en 2024, ce qui confirmait son rôle central dans le marché européen. En H1 2025, la collecte buyout atteint €37,7 Md, en amélioration par rapport à la période récente, mais reste encore 22,4% sous sa moyenne H1 2020-2025 de €48,6 Md. Le constat est proche pour la collecte totale, ressortie à €54,4 Md, soit 21,8% sous sa moyenne de €69,5 Md. L'investissement résiste un peu mieux, mais demeure lui aussi inférieur à ses standards récents : €48,6 Md investis au total, soit 14,5% sous la moyenne H1 2020-2025 de €56,8 Md, et €28,5 Md en buyout, soit 17,4% sous la moyenne de €34,5 Md.

## Collecte et investissement en Europe (Mds€)



Sources : Invest Europe, Euroland

### Un marché bloqué ?

La comparaison entre la collecte et l'investissement met en évidence un point essentiel : les gérants lèvent aujourd'hui plus de capitaux qu'ils n'en déploient. À première vue, cela pourrait laisser penser à un marché en attente, encore encombré par des actifs à céder. Cependant, plusieurs éléments invitent à nuancer cette lecture.

D'abord, les sorties ont nettement rebondi en 2024, avec 46 Md€ de cessions, contre 32 Md€ en 2023, ce qui confirme que le marché reste actif. Le premier semestre 2024 avait été particulièrement faible (13 Md€), mais la reprise au second semestre montre que la dynamique transactionnelle n'est pas à l'arrêt. On observe la même tendance en France : selon Grant Thornton, les cessions ont atteint 14 Md€ en 2024, en hausse de 9 %, illustrant un redémarrage progressif du marché domestique.

Ensuite, le décalage entre collecte et investissement ne s'explique pas uniquement par le stock d'actifs en portefeuille. Il reflète surtout un environnement où les gérants demeurent très sélectifs, où les conditions de financement restent moins favorables qu'au cycle précédent, et où la discipline sur les prix s'est renforcée, tant à l'entrée qu'à la sortie.

### Secondaries Market :

Le private equity et le marché des secondaries évoluent naturellement en décalage. Lorsque les fonds de private equity entrent en phase de débouclage et restituent du



capital, les investisseurs institutionnels se retrouvent avec davantage de liquidités à réallouer, ce qui tend à soutenir la collecte des fonds de secondaries. À l'inverse, dans les périodes d'investissement intense du PE, l'activité secondaire se normalise. Ce cycle déphasé crée un effet de stabilisation pour les plateformes qui opèrent sur les deux segments : elles bénéficient à la fois du cash immédiat du fundraising (les fees étant payés upfront) et d'une moindre cyclicité de leurs revenus. Une architecture combinant private equity et secondaries offre ainsi un profil de flux plus régulier et limite les à-coups liés aux cycles de marché.

Le marché des secondaries, lui, est dans une phase d'accélération structurelle. Jefferies estime que le volume mondial des secondaries a atteint \$162 milliards en 2024, un record, avec \$75 milliards pour le segment GP-led ; Lazard arrive à une estimation proche, à \$152 milliards au total et \$72 milliards pour le GP-led. Au premier semestre 2025, Jefferies estime déjà le marché à \$103 milliards, en hausse de 51% sur un an, ce qui montre que la dynamique ne s'est pas essouffée. Même si ces chiffres sont mondiaux, ils sont pertinents pour l'Europe, car celle-ci a connu un premier semestre 2024 particulièrement actif, avant une normalisation relative ensuite.

Le point clé, en Europe, est que les secondaries ne sont plus un sous-segment opportuniste ; ils deviennent une infrastructure permanente de liquidité du private capital. Plusieurs indices le montrent : Ardian a levé \$30 milliards pour sa neuvième plateforme secondaries début 2025, portant ses AUM Secondaries & Primaries à \$97 milliards ; ICG a annoncé une levée record de \$11 milliards pour sa stratégie Strategic Equity ; Coller Capital gère désormais \$50 milliards dans ses véhicules de private markets. Cela illustre la profondeur de l'écosystème européen sur cette classe d'actifs.

Jefferies estime le capital disponible dédié aux secondaries à \$288 milliards début 2025, un plus haut historique.

## **L'Etat du marché de la dette privée :**

### **La dette privée : le nouvel âge d'or ?**

La dette privée s'est imposée aux États-Unis comme l'un des segments les plus dynamiques du financement corporate, au croisement de deux tendances : le retrait relatif des banques des segments les plus risqués depuis la crise financière et la recherche de rendement de la part des investisseurs institutionnels, puis plus récemment des investisseurs wealth/retail. Au niveau mondial, Preqin estime que les encours de private debt atteignent \$1,7tn fin 2023 et devraient progresser à \$3,5tn d'ici 2028, soit un rythme annualisé proche de 10%. Cette trajectoire est cohérente avec l'idée d'une classe d'actifs désormais installée au cœur de l'écosystème privé, et non plus dans une niche opportuniste.



## Encours de dette privée Monde et estimations (Mds \$)



Sources : BlackRock, Preqin, Euroland

Le moteur fondamental reste la désintermédiation bancaire, même si la banque n'a pas disparu de la chaîne de financement, elle en a déplacé une partie hors bilan ou vers des véhicules partenaires. Une note de la Réserve fédérale publiée en mai 2025 montre que les lignes engagées des plus grandes banques américaines vers des véhicules de private credit ont augmenté de 145% sur cinq ans pour atteindre environ \$95bn fin 2024, avec \$56bn tirés. Autrement dit, le private credit ne remplace pas totalement le système bancaire ; il s'y connecte de plus en plus étroitement.

Cette croissance a aussi été soutenue par le régime de taux de 2022-2025. Même si l'environnement monétaire a commencé à se détendre en 2025, le niveau absolu des taux reste élevé par rapport aux années 2010, ce qui a préservé l'attrait des coupons flottants. Preqin anticipe ainsi un rendement moyen du private debt de 12,0% sur 2023-2029, contre 8,1% en moyenne sur 2017-2023. Le point clé pour l'investisseur est donc moins la seule croissance des encours que la combinaison rare entre rendement courant élevé, protection relative contre le risque de durée et accès à des prêts souvent senior secured.

### Dans le détail, les BDC ont connu un fort succès aux Etats-Unis

Le succès des perpetual BDC s'explique par leur capacité à combler un vide entre fonds fermés institutionnels et produits cotés, en offrant au retail une exposition au private credit dans un format plus accessible et plus lisible. Contrairement aux fonds à appels de capitaux, ces véhicules permettent d'investir dans un portefeuille déjà déployé, réduisant significativement la phase de montée en puissance et permettant une distribution de revenus quasi immédiate, un élément clé dans un environnement de taux élevés. Par rapport aux BDC cotées, ils éliminent la volatilité liée au marché secondaire et le risque de décote sur la NAV, offrant ainsi une expérience plus stable pour l'investisseur particulier (Kroll).

Cette dynamique est d'autant plus marquée que la pénétration du retail dans le private credit progresse rapidement. Reuters estime que la part des investisseurs particuliers

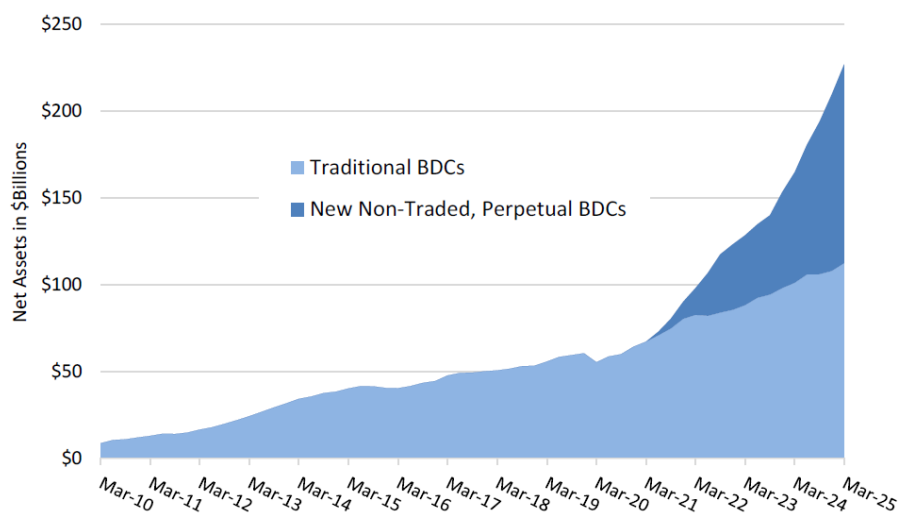


dans les fonds de private credit est passée de 5,5 % en 2020 à 16,6 % fin 2024. L'élargissement de cette base de collecte constitue un relais de croissance majeur pour les perpetual BDC, mais il introduit aussi une tension structurelle : concilier des actifs illiquides avec une promesse de liquidité partielle. C'est précisément cette mécanique qui est aujourd'hui mise à l'épreuve, alors que le marché teste la résilience de ces véhicules face à des conditions plus volatiles.

Leur structure repose sur une collecte continue ("perpetual capital") avec des souscriptions régulières et une liquidité partielle, généralement trimestrielle et plafonnée autour de 5% des encours, ce qui constitue un compromis attractif entre rendement et flexibilité. Ce format répond particulièrement bien aux contraintes du private wealth, en combinant tickets plus faibles, fiscalité et distribution régulière de revenus.

Pour les gérants, l'intérêt est tout aussi significatif : ces véhicules offrent une base d'actifs plus stable et scalable que les fonds millésimés, avec une meilleure visibilité sur les revenus de gestion. Ils permettent également de capter une nouvelle source de collecte structurelle, portée par la désintermédiation bancaire et l'appétit croissant des particuliers pour le crédit privé.

## Une croissance très importante des BDC auprès de la clientèle retail



Sources : Cliffwater, Euroland

## Le contexte récent change le regard porté sur la classe d'actifs

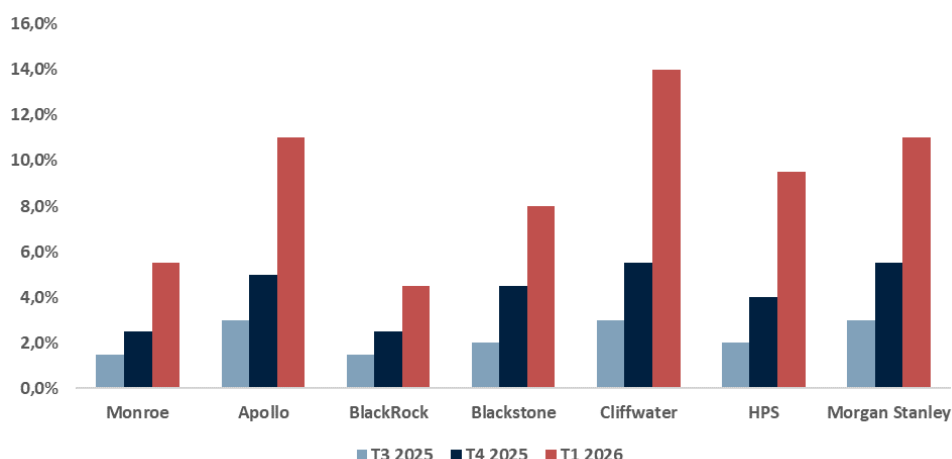
Le tournant psychologique apparaît clairement à l'automne 2025, après les difficultés de First Brands et Tricolor dans l'automobile. La formule de Jamie Dimon, le 14 octobre 2025 : "when you see one cockroach, there are probably more" résume parfaitement un marché où quelques incidents peuvent révéler des poches plus larges de sous-qualification du risque. Pris isolément, ces dossiers pouvaient encore passer pour des cas idiosyncratiques. Leur succession a toutefois installé l'idée que plusieurs années de collecte abondante et de concurrence accrue entre prêteurs avaient progressivement érodé la discipline d'origination. Le marché a alors commencé à se demander si ces signaux relevaient d'exceptions... ou des premiers indices d'un problème plus diffus.



Le deuxième temps de la séquence a été l'épisode Blue Owl, qui a déplacé le débat du seul risque de crédit vers celui de la structure même des véhicules semi-liquides. La décision de Blue Owl Capital Corp, en avril 2026, de ne pas servir pleinement les demandes de liquidité au premier trimestre, se limitant au 5% contractuel, a rappelé la fragilité d'un modèle qui propose une liquidité partielle sur des actifs fondamentalement illiquides. Très vite, le sujet a dépassé le cas d'un seul gérant : BlackRock, Morgan Stanley et Cliffwater ont eux aussi été confrontés à des volumes de rachats élevés, confirmant que la pression portait désormais sur l'ensemble du segment.

La situation a pris des allures de panique de liquidité, ces fonds étant par construction fermés et limitant les retraits à environ 5 %. Dans ce cadre, les demandes massives ont mécaniquement déclenché des plafonnements : BlackRock a restreint les sorties début mars après 1,2 Md\$ de demandes ; Blackstone a dû relever temporairement son plafond et injecter, avec ses salariés, 400 M\$ pour absorber 3,7 Md\$ de retraits sur BCRED au T1 ; Cliffwater a reçu des demandes proches de 14 % et les a limitées à 7 % ; Morgan Stanley a également activé des gates sur son North Haven Private Income Fund après des demandes équivalentes à 10,9 % des parts.

## Demands de rachat en hausse dans les fonds de dette privée



Sources : FT, publications d'entreprises, Euroland

## L'impact des BDC : une crise de confiance

Une part significative du private credit, y compris au sein des BDC, finance en réalité des opérations de LBO, c'est-à-dire des entreprises détenues par des fonds de private equity. Dans ce cadre, le remboursement de la dette dépend avant tout de la capacité de l'entreprise cible à générer des flux de trésorerie suffisants. Le risque de défaut est donc étroitement lié à la soutenabilité du levier et à la résilience opérationnelle des actifs sous-jacents. En cas de difficulté, les prêteurs disposent de sûretés, mais celles-ci peuvent offrir une protection plus limitée qu'attendu, notamment dans des structures unitranche fortement levierisées. Les données de Moody's et S&P montrent d'ailleurs que les taux de recouvrement sur dette sponsorisée se contractent sensiblement en période de stress.

Cette lecture donne une portée différente aux tensions actuelles. Elles ne relèvent plus seulement d'un enjeu technique de liquidité, mais renvoient à la nature même des



expositions. Les BDC et, plus largement, une partie du direct lending américain sont fortement positionnés sur des entreprises de taille intermédiaire, avec une concentration notable sur la technologie et le software (environ 20 % des portefeuilles selon UBS). Cette exposition sectorielle correspond en grande partie à des investissements issus de cycles récents de private equity, souvent réalisés à des niveaux de valorisation élevés, ce qui renforce aujourd'hui la sensibilité du segment.

Or c'est précisément l'un des segments aujourd'hui les plus questionnés par la diffusion rapide de l'intelligence artificielle. Une partie des prêts accordés ces dernières années reposait sur des hypothèses de croissance récurrente, de churn limité et de pouvoir de prix qui paraissent moins solides qu'auparavant. Ce n'est donc plus seulement la liquidité des véhicules qui est en jeu, mais aussi la robustesse des thèses de crédit sous-jacentes.

Le point important est que l'on semble assister à un changement de nature du risque. En 2025, le marché pouvait encore considérer les difficultés observées comme des accidents isolés. Début 2026, il commence à revaloriser simultanément la qualité des actifs, la soutenabilité du levier et la crédibilité des mécanismes de sortie offerts aux investisseurs. Cette combinaison explique la décote croissante observée sur plusieurs acteurs côtés du segment, ainsi que la sensibilité retrouvée des valeurs financières exposées directement ou indirectement à cet univers.

Le marché du private credit américain ne présente pas, en l'état, les caractéristiques d'une crise systémique comparable à celle de 2008. En revanche, il entre clairement dans une phase plus exigeante, où la dispersion entre plateformes, la qualité de l'underwriting, la composition sectorielle des portefeuilles et la gestion du passif redeviennent des facteurs majeurs de différenciation. Autrement dit, le sujet n'est plus tant celui de la croissance d'une classe d'actifs que celui de sa capacité à traverser une période de test grandeur nature.



## Pourquoi s'intéresser à Wendel ?

### Argument 1 : Un changement de modèle prometteur

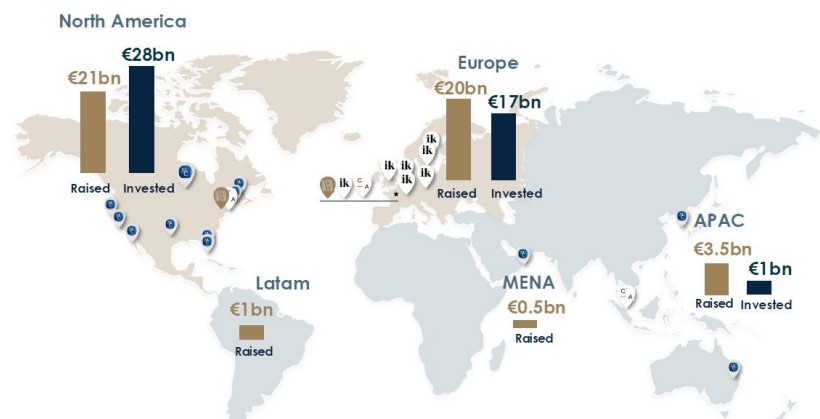
#### Des synergies importantes

Les synergies liées à la platformisation sont d'abord des synergies de revenus. Sur le plan commercial, la complémentarité est nette : le groupe adresse désormais 1 100 clients, dont 90 % non communs entre les plateformes. Cette base élargie, répartie entre les États-Unis (Monroe Capital), l'Europe (IK Partners) et Singapour (Committed Advisors), ouvre un potentiel important de cross-sell et de déploiements multi-régions.

À cela s'ajoutent des synergies opérationnelles. L'acquisition d'IK Partners génère des effets immédiats et tangibles, notamment via le mandat de conseil confié à IK pour le suivi des participations non cotées de WPI. L'intégration des équipes renforce les capacités de sourcing et d'exécution, grâce à une présence terrain élargie et à une expertise sectorielle plus granulaire.

Des synergies de coûts ont déjà été matérialisées, en particulier via le partage de locaux (IK Partners et Wendel à Luxembourg, Wendel et Monroe Capital à New York, IK Partners et Wendel à Paris), permettant une mutualisation progressive. À plus long terme, l'extension de Monroe Capital en Europe pourrait, selon nous, amplifier ces gains via une meilleure allocation des ressources et une optimisation des structures opérationnelles.

### Une présence mondiale et des synergies commerciales



Sources : Société

### Un modèle mieux valorisé par le marché

Les asset managers alternatifs cotés se valorisent généralement sur des multiples élevés de leurs earnings récurrents (FRE), souvent compris dans une fourchette de 15x à 25x, avec une sensibilité positive aux plateformes en croissance ou disposant d'une exposition retail. De leur côté, les holdings d'investissement sont en pratique évaluées

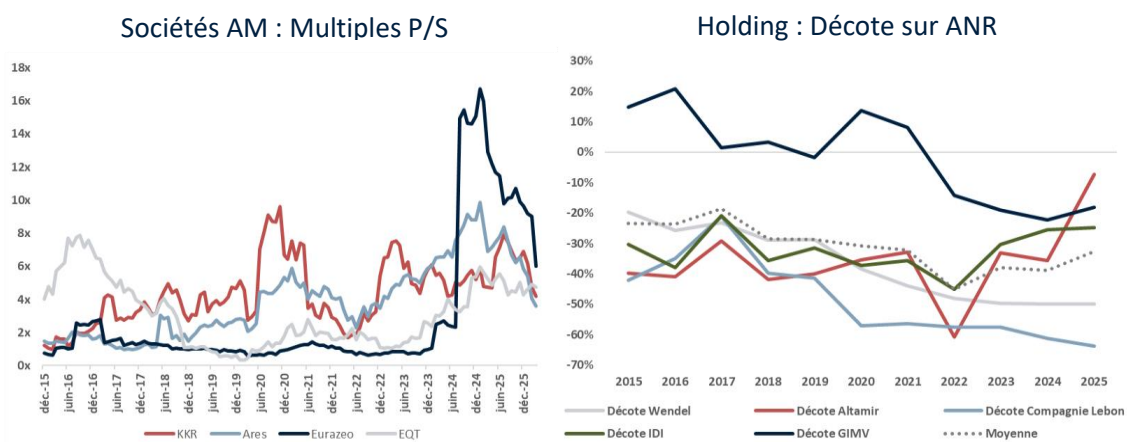


avec une décote appliquée à l'ANR, généralement située entre -20 % et -50 %, reflétant la structure bilancielle et la nature plus agrégée de leur modèle.

Le marché valorise différemment deux modèles économiques distincts : les holdings, exposées à des actifs illiquides et à des flux non récurrents, se traitent avec une décote sur leur actif net, tandis que les asset managers bénéficient de multiples élevés grâce à des revenus récurrents, contractuels et faiblement consommateurs de capital.

Cette transformation intervient dans un contexte où les multiples du secteur de l'asset management ont tendance à s'apprécier, tandis que les décotes appliquées aux holdings ont plutôt eu tendance à se creuser. La convergence vers un modèle plus lisible, plus récurrent et mieux valorisé par le marché crée ainsi un potentiel de re-rating significatif pour Wendel, soutenu par une stratégie cohérente et une exécution disciplinée.

## Des multiples AM en hausse et une décote de holding qui s'accroît



Sources : Sociétés, Euroland

## Un moteur de croissance à 20 % par an

Wendel vise 7 Md€ de cash flows cumulés à horizon 2030, dont environ 1 Md€ issus des fees récurrents de l'activité d'asset management, soit une croissance organique d'environ 15 % par an. En intégrant la consolidation progressive des minoritaires, la dynamique atteint près de 20 % de croissance totale. À ces flux s'ajouteraient, à partir de 2030, environ 300 M€ de performance fees, reflétant la montée en puissance des fonds et l'élargissement de la base d'actifs. Le modèle pourrait être encore renforcé par l'acquisition ciblée d'une troisième plateforme dans l'infrastructure equity, un segment qui regroupe les gestionnaires investissant dans des actifs essentiels (énergie, réseaux, data centers, transport) avec des cash flows prévisibles et des horizons d'investissement longs. Une telle opération, en Europe ou aux États-Unis, viendrait compléter le dispositif existant et accroître la profondeur du modèle AM de Wendel.



## Une exposition maîtrisée au crédit privé

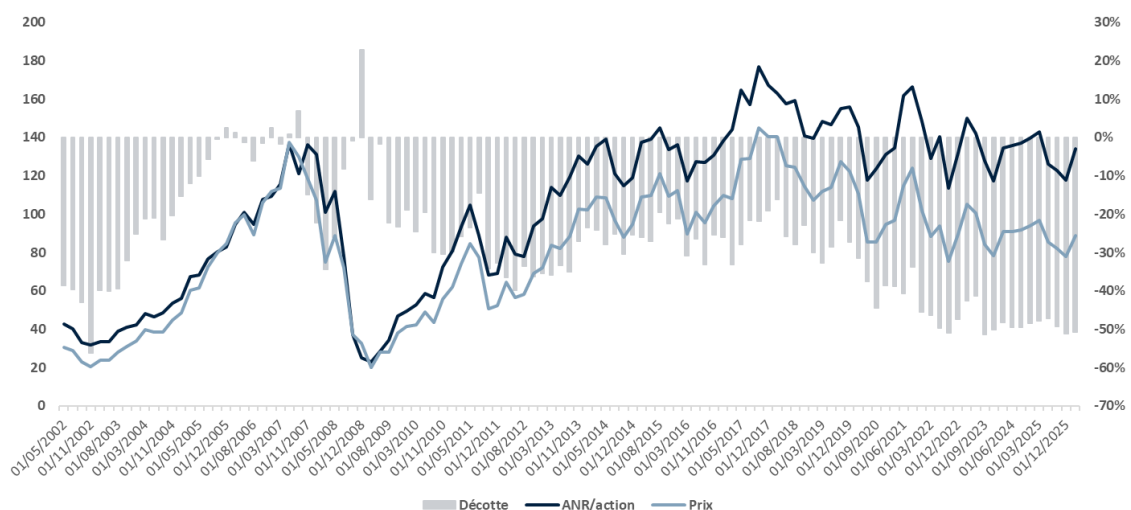
L'exposition de Monroe Capital aux segments les plus risqués du private credit reste clairement maîtrisée. Les rapports publiés lors de l'entrée de Wendel au capital en 2024 montrent que les BDC représentent environ 20 % des encours de Monroe Capital, un niveau inférieur à celui de certains acteurs américains comme Blue Owl, où cette poche atteint 28% des AUM totaux et 75% du direct lending. Cette structure d'actifs plus équilibrée limite mécaniquement l'exposition aux segments les plus volatils du marché US.

La crédibilité de Monroe Capital sur l'analyse du risque sectoriel est également renforcée par sa capacité à anticiper les tendances. La publication de son white paper de juillet 2025, bien avant que la crise du software ne s'amorce réellement en novembre 2025, illustre cette avance de phase. Le document défendait une thèse claire : l'IA ne détruit pas le software d'entreprise, elle le renforce. Le software reste une infrastructure critique, et les meilleures plateformes intégreront l'IA pour améliorer les fonctionnalités, accélérer le développement produit, renforcer la rétention et créer de nouvelles couches de monétisation.

Le modèle opérationnel renforce encore la qualité du profil de risque. Monroe Capital réalise elle-même l'origination, ce qui lui donne un contrôle direct sur la sélection des deals. La gestion du risque est confiée à une équipe distincte, évitant les conflits d'intérêts fréquents dans l'industrie. Cette organisation est plus coûteuse, mais elle offre une robustesse supérieure en matière de discipline crédit. Monroe Capital applique des standards stricts : pas de leverage supérieur à 4x, pas de covenants light, et un focus sur des entreprises small et mid-market, avec un portefeuille très granulaire d'environ 600 lignes.

## Argument 2 : Potentiel de revalorisation de la décote ANR

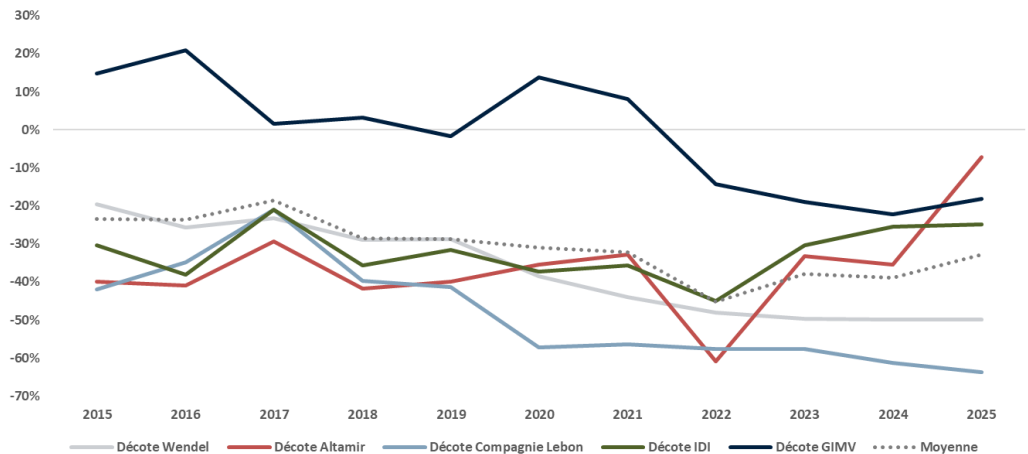
### Une décote sévère par rapport à son historique



Sources : Société, Euroland



## Et également par rapport aux Holding comparables



Sources : publications d'entreprises, Euroland

On observe une décote moyenne de -33% pour l'univers, avec Wendel à 50% fin 2025. Si l'on exclut l'effet de l'OPA sur Altamir en mai 2025, qui a mécaniquement contribué à réduire sa décote, la moyenne ressort à -39%. Wendel demeure nettement en dessous de ce niveau, confirmant l'ampleur de son retard relatif.

### Décote de complexité

La décote observée sur Wendel apparaît en grande partie liée à des facteurs structurels propres au modèle de holding, qui complexifient la lecture de la valeur intrinsèque pour le marché. En premier lieu, l'Actif Net Réévalué (ANR) repose largement sur des actifs non cotés, dont la valorisation s'appuie sur des approches internes combinant multiples de comparables et hypothèses opérationnelles. Cette méthodologie, bien que conforme aux standards du secteur, introduit un degré d'incertitude et de subjectivité qui limite la capacité des investisseurs à recalculer en temps réel la valeur du portefeuille.

À cela s'ajoute une complexité structurelle liée à l'organisation du groupe, combinant participations majoritaires consolidées, minoritaires mises en équivalence et désormais activités de gestion pour compte de tiers. Cette hétérogénéité rend la lecture du profil de cash-flow et du levier moins immédiate, malgré les efforts de transparence accrus du groupe ces dernières années

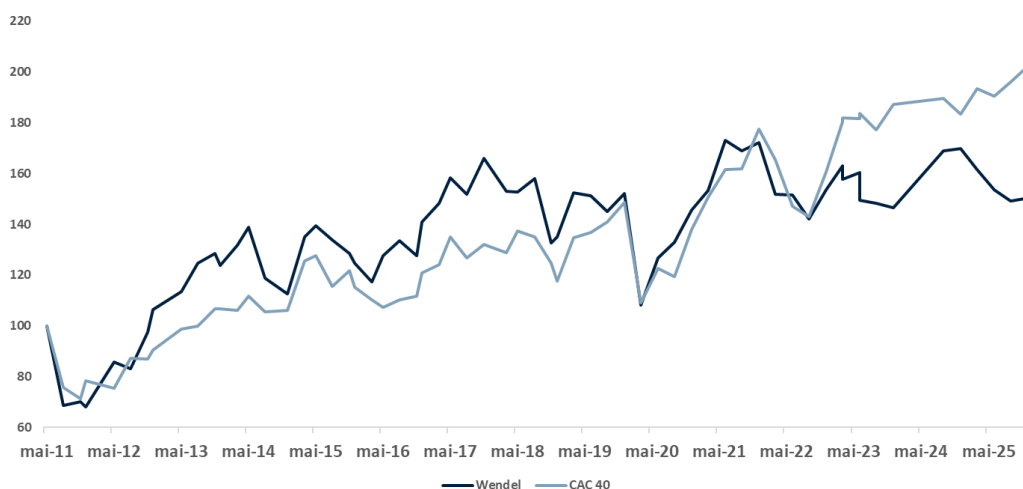
Au-delà de la seule complexité des valorisations, la structuration juridique des participations constitue un premier frein. Les actifs sont souvent détenus via des chaînes de holdings intermédiaires, parfois multi-juridictionnelles, ce qui complique la remontée de cash et la compréhension fine des droits économiques. Cette architecture, fréquente



dans le non coté, introduit une dissociation entre valeur économique et cash réellement accessible pour l'actionnaire de tête.

Enfin, dans le cas spécifique de Wendel l'historique de performance de l'ANR, jugé moins lisible et parfois volatil sur longue période, a pu alimenter une forme de prudence du marché quant à la capacité du groupe à générer une création de valeur régulière. Dans ce contexte, la décote apparaît moins comme une anomalie que comme la traduction d'une prime de complexité et d'illiquidité, dont la réduction dépendra avant tout de la simplification du modèle et de la montée en puissance de revenus plus récurrents.

## Croissance de l'ANR modérée vs CAC 40



Sources : Wendel, Euroland

## L'IDI, le cas d'école du resserrement de la décote sur ANR

L'IDI est l'un des plus anciens investisseurs en private equity en France, articulant un modèle de capital permanent d'environ 700 millions d'euros et une activité de gestion pour compte de tiers regroupant IDI EM (environ 650 millions d'euros) et IdiCo (près de 1 milliard d'euros). Cette double plateforme constitue désormais un socle stratégique cohérent, combinant capitaux bilanciers et capitaux de LPs.

2023 constitue la véritable année de recovery, avec une performance boursière de 37% et une croissance de l'ANR par action de 11,4%. Dans le panel des holdings comparables, seuls Altamir et l'IDI parviennent à réduire leur décote. Pour Altamir, l'effet est mécaniquement lié à une OPA au-dessus du cours. Pour l'IDI, la réduction s'inscrit dans une dynamique structurelle initiée dès 2022. Deux éléments peuvent expliquer ce rebond.

1) à la fin de l'année 2022, l'IDI annonce l'officialisation du rapprochement avec Omnes (ancien Crédit Agricole Private Equity), acteur majeur de la gestion pour compte de tiers en private equity avec plus de 5 milliards d'euros d'actifs sous gestion. Omnes apporte une profondeur de franchise et une capacité de levée institutionnelle immédiate. Ce rapprochement donne naissance à IdiCo et permet à l'IDI de confirmer un basculement vers un modèle hybride, combinant capitaux permanents et capitaux tiers, conformément à l'objectif affiché de renforcer la visibilité et la scalabilité du groupe.



2)2023 est une année de cessions significatives, réalisées avec des multiples de sortie excellents et traditionnellement bien accueillis par le marché. Ces opérations renforcent la crédibilité du modèle, valident la capacité de l'IDI à cristalliser la valeur de ses participations et préparent le terrain pour la normalisation progressive de la valorisation boursière.

## Belles sorties pour l'IDI

L'IDI et Andera Partners annoncent avoir conclu un contrat de cession portant sur la totalité du capital de Flex Composite Group (FCG) à Michelin pour une valeur d'entreprise de 700 millions d'euros

Paris, le 19 juin 2023

L'IDI et Andera Partners annoncent la conclusion d'un contrat de cession portant sur la totalité du capital de Flex Composite Group au groupe Michelin. La valeur d'entreprise s'élève à 700 millions d'euros. L'IDI et Andera Partners réalisent un multiple d'investissement supérieur à 12x sur cet investissement. L'opération, soumise à l'accord des autorités de la concurrence, devrait se réaliser au troisième trimestre 2023.

Sources : Communiqué de presse l'IDI

Nous considérons que la combinaison de liquidité démontrée, de croissance de l'ANR et d'un modèle désormais plus lisible a constitué le catalyseur principal de la revalorisation. La décote s'est ainsi contractée de près de -45% en 2022 à environ -20% en 2025, reflétant un regain de confiance du marché dans la capacité du groupe à délivrer une performance durable.

Dans cette perspective, nous pensons que Wendel pourrait bénéficier d'une dynamique similaire. La société dispose d'un potentiel intéressant en matière de lisibilité stratégique et de normalisation de la structure de portefeuille. Si ces éléments se matérialisent, le marché pourrait réagir de manière analogue, avec une réduction progressive de la décote à mesure que la visibilité opérationnelle et la discipline d'allocation du capital se renforcent.

## Argument 3 : Retour à l'actionnaire avec maîtrise du levier

**Historiquement la LTV du groupe est maîtrisée.**

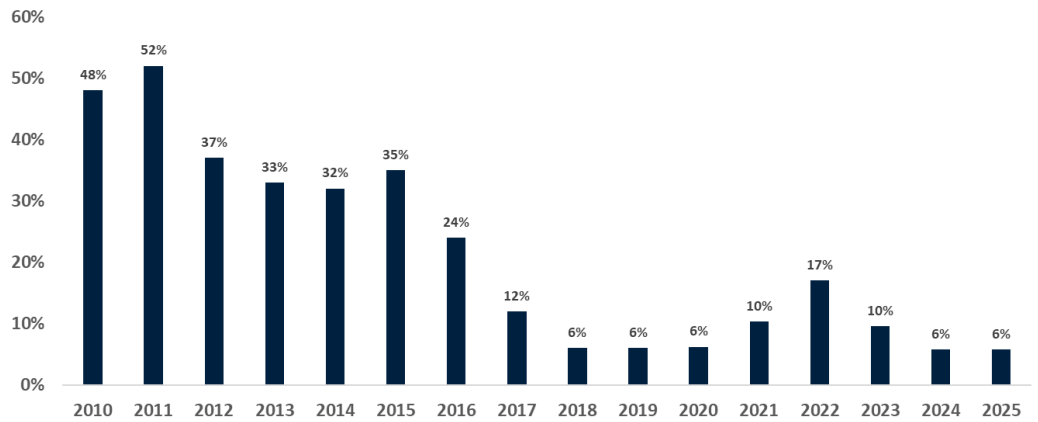
Au-delà du point d'équilibre actuel, l'historique du levier de Wendel rappelle une discipline financière ancrée dans le temps long. Sur la dernière décennie, le Loan-to-Value est resté dans une zone 5-17 %, avec un pic récent autour de 17 % en 2022 (effets de valorisation et de périmètre), avant de refluer rapidement à 9,6 % en 2023 puis 5,8 % en 2024. Même en appliquant les retraitements plus stricts des agences, le LTV resterait sous les 10 % en 2025, confirmant un profil de risque maîtrisé.

Cet ancrage prudent n'est pas anodin : l'épisode des subprimes avait vu le levier grimper nettement plus haut, dans un marché disloqué où les obligations Wendel avaient brièvement basculé dans la catégorie "junk". L'événement a laissé une empreinte durable dans la gouvernance financière du groupe. Depuis, la préservation du statut Investment Grade est devenue un pilier stratégique, au point de figurer parmi les



critères de rémunération du Directoire, renforçant l'incitation à maintenir un bilan robuste et un levier contenu.

## LTV Historique maîtrisée



Sources : Wendel, Euroland

## Les perspectives plaident également pour un levier maîtrisé

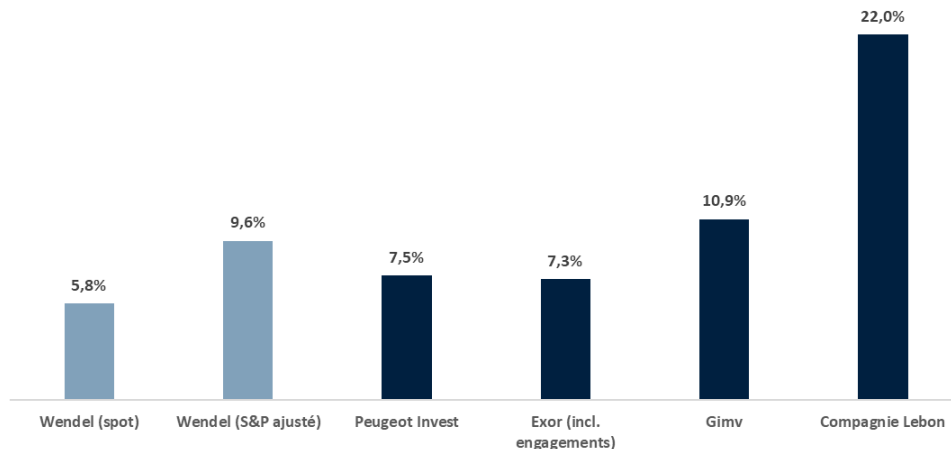
En 2025, la structure financière de Wendel apparaît globalement maîtrisée, avec un LTV ressortant à 5,8 % en base spot et à 9,6 % selon l'approche ajustée de S&P à fin 2025. Cet écart reflète principalement la prise en compte d'engagements futurs liés aux acquisitions récentes, sans remettre en cause le caractère conservateur du bilan. Même dans cette lecture plus prudente, le levier demeure nettement inférieur au seuil de 20 %, généralement considéré comme une zone de confort pour les holdings cotées et surtout pour les agences de notation (barrière importante pour rester « Investment grade »).

La trajectoire du levier reste orientée favorablement, soutenue par les arbitrages en cours sur le portefeuille, dont la cession potentielle de Stahl pour environ 1,2 Md€. La montée en puissance du modèle asset management améliore également le coverage ratio (capacité des cash flows récurrents à couvrir les charges financières), un indicateur suivi de près par les agences. Le passage d'un modèle historiquement dépendant des seuls dividendes de Bureau Veritas à un ensemble de management fees récurrents et diversifiés renforce mécaniquement la visibilité et la qualité du profil de crédit.

Dans ce contexte, Wendel affiche un levier inférieur à celui de ses pairs holdings. La progression de l'asset management, activité structurellement moins capital-intensive et génératrice de cash flows récurrents, devrait continuer à tirer les ratios de dette vers le bas et consolider le positionnement crédit du groupe.



## LTV vs Peers (2025)



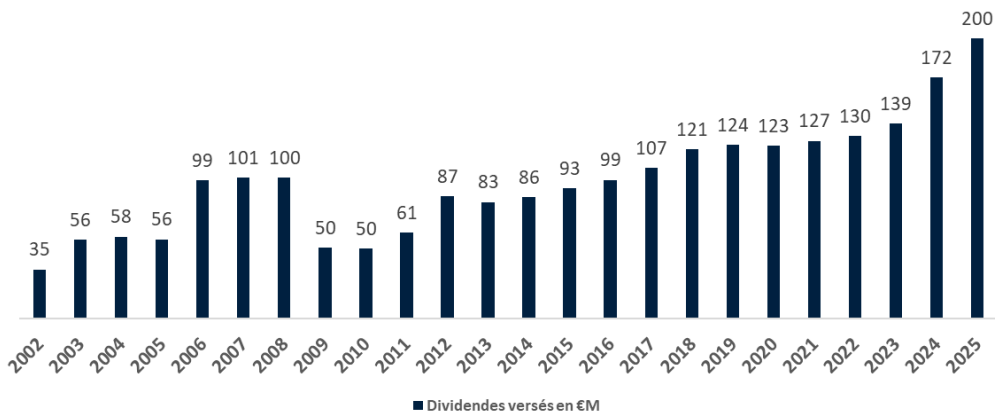
Sources : Wendel, Euroland

### Une politique de distribution assumée et lisible

Le levier maîtrisé de Wendel permet d'absorber sans tension les engagements liés à la transformation du groupe, notamment le programme de rachat d'actions de 9 % du capital (environ 300 M€). Historiquement, Wendel s'est toujours distingué par une politique généreuse de retour aux actionnaires et un recours limité aux levées de fonds. Sur vingt ans, le groupe a racheté 13 millions d'actions, faisant passer le nombre de titres en circulation de 55 millions à 42 millions, ce qui traduit une approche disciplinée et actionnaire-friendly de l'allocation du capital.

Depuis 2022, la politique de dividende est clairement balisée : pas de baisse d'une année sur l'autre, distribution de 2,5 % de l'ANR de WPI et versement d'environ 90 % des dividendes de WIM, désormais complétée par l'introduction d'un acompte sur dividende. À horizon 2030, sur les 7 Md€ de cash flows attendus, environ 1,6 Md€ seraient destinés aux actionnaires à travers la politique de dividende et le rachat d'actions, soit près de 35 € par action, ce qui illustre la capacité du modèle AM à soutenir une politique de distribution robuste et lisible dans le temps.

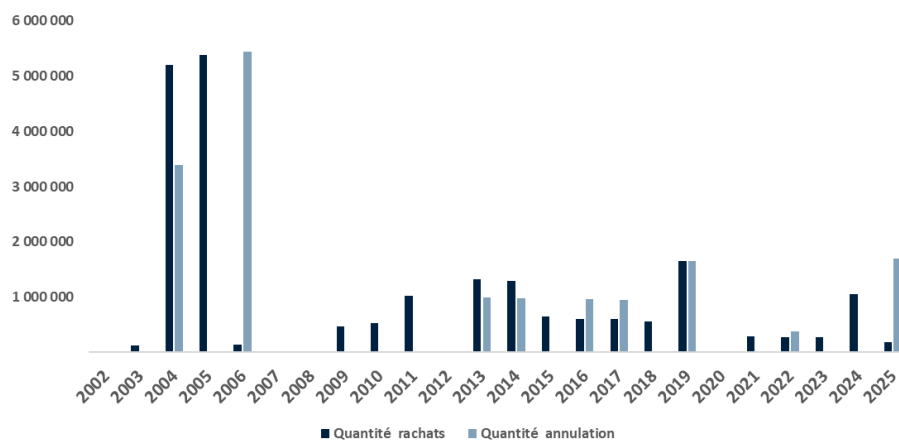
### Dividendes Wendel en M€



Sources : Wendel, Euroland



## Nombre d'actions rachetées et annulées



Sources : Wendel, Euroland



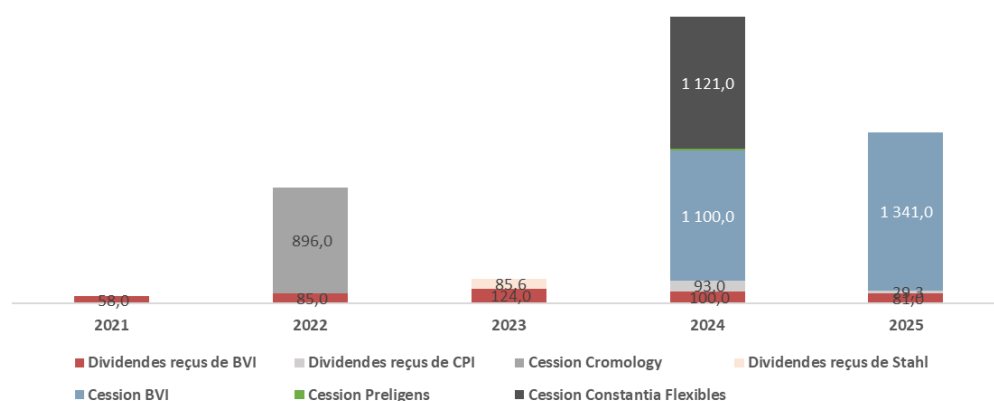
## Analyse financière

### Analyse financière : WPI (gestion pour compte propre)

#### Flux récurrents hors cessions : dividendes et management fees

Wendel s'appuie sur deux sources récurrentes de cash hors opérations de cession : les dividendes et les produits de cession remontés par ses holdings intermédiaires. Depuis 2021, les dividendes constituent le socle stable des entrées de trésorerie, avec un apport annuel moyen de 89,6 M€ provenant de Bureau Veritas. Ce flux régulier forme la base prévisible du cash-in du groupe. Les cessions apportent une contribution plus ponctuelle et dépendante du calendrier des désinvestissements. Wendel facture également certaines prestations à ses filiales, mais ces montants restent marginaux, de l'ordre de quelques millions d'euros par an. Dans les faits, depuis 2021, le flux est principalement porté par la cession de Bureau Veritas à hauteur de 2,4 Mds €.

#### Produits de cession et dividendes reçus des holdings intermédiaires de Wendel SE



Sources : Wendel, Euroland

Wendel détient 97 millions d'actions Bureau Veritas, dont 30,4 millions font l'objet d'une vente à terme, l'exposition économique de Wendel à Bureau Veritas est donc de 66,6 millions d'actions. Le mécanisme de call spread lui permet de capter une éventuelle hausse du titre jusqu'à +15 % au-dessus du prix de vente, préservant une partie de l'upside malgré l'opération de vente à terme. Sur cette base, Wendel devrait percevoir environ 61 M€ de dividendes BV en 2026 (au titre de 2025), un dividende en croissance continue depuis 2020. Le Groupe entend désormais proposer un dividende correspondant à environ 65 % de son résultat net ajusté.



## Dividende par action de Bureau Veritas



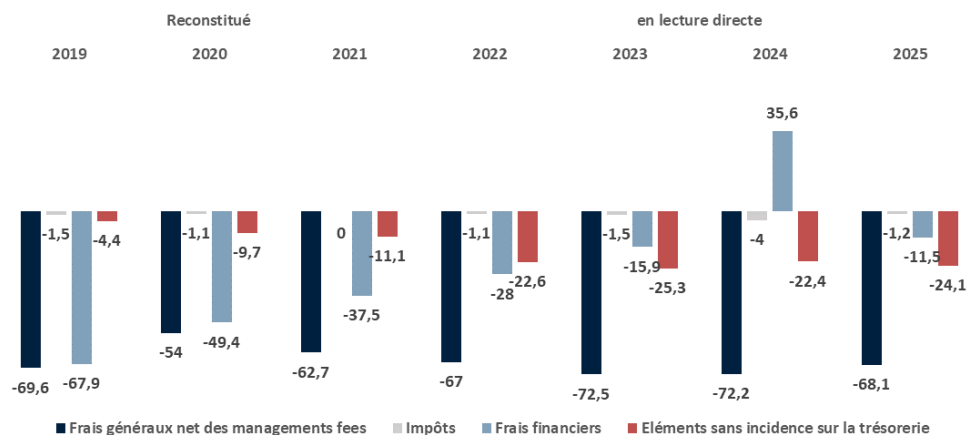
Sources : Wendel, Euroland

## Frais de structure holding

Les frais généraux s'établissent en moyenne à 66 M€ par an et correspondent principalement aux coûts liés aux opérations de transaction. Leur baisse en 2020 reflète directement le ralentissement de l'activité de deals cette année-là. Ils constituent l'un des principaux postes de dépenses du groupe. Les frais financiers viennent ensuite et traduisent à la fois l'environnement de taux et le niveau de dette. En 2024, les placements de trésorerie ont même généré un rendement supérieur à la charge d'intérêts liée aux obligations.

Les impacts non cash proviennent des plans de rémunération en actions (stock-options et actions de performance). Leur charge comptable a augmenté ces dernières années, Wendel ayant privilégié les actions de performance, dont l'amortissement est plus rapide et plus élevé. La hausse reflète également les nouveaux programmes de carried, qui génèrent eux aussi une charge IFRS 2 sans sortie de trésorerie.

## Frais de structure au niveau holding



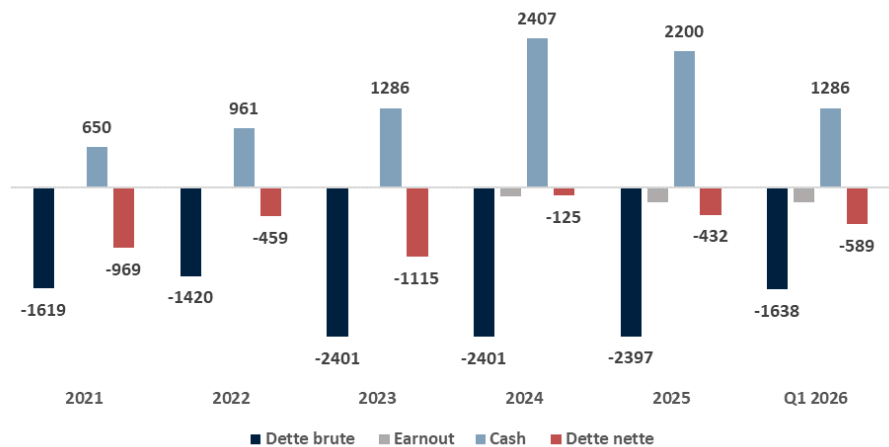
Sources : Wendel, Euroland



## Bilan et levier

Entre 2021 et début 2026, l'entreprise a nettement assaini son bilan. La dette brute, qui avait culminé à 2,4 Mds € en 2023-2024, a été ramenée à 1,6 Mds €, tandis que la trésorerie s'est fortement renforcée, passant de 650 M€ à plus de 2,4 Mds € en 2024 avant de se stabiliser. Sur la période, Wendel termine avec une dette nette de 589 M€ au premier trimestre 2026. Les paiements différés liés aux earn-outs ont pesé ponctuellement en 2024 et 2025, sans remettre en cause cette trajectoire d'assainissement.

## Dette nette Wendel (M€)



Sources : Wendel, Euroland

Le loan to value reste largement en zone de confort, même lorsqu'on l'examine en version ajustée. Les options de vente liées aux acquisitions viennent effectivement ternir le ratio puisqu'elles représentent des obligations futures de sortie de cash dans le cadre des puts associés aux opérations en cours. Leur impact doit toutefois être relativisé, ces mécanismes étant en principe compensés par des calls en sens inverse, exerçables en cas de hausse du cours de Wendel, ce qui limite l'effet économique potentiel net.

Il faut également intégrer les engagements d'investissement dans les fonds IK, qui ajoutent des obligations futures dans le calcul ajusté. Même en tenant compte de ces éléments, le loan to value demeure très inférieur aux seuils de tension, confirmant la solidité de la structure financière et la marge de manœuvre disponible pour la stratégie d'investissement.



## Bridge de la LTV à la LTV Ajustée (S&P) (mars 2026)

<b>Actif total au 31 mars 2026 (A)</b>		<b>7 176</b>
Trésorerie totale au 31/12/2025		1 286
Dettes obligataires et intérêts courus	-	1 638
Paievements différés IK Partners et earn-out Monroe	-	237
Dettes totales au 31 décembre 2025	-	1 875
<b>Dettes nettes (B)</b>	<b>-</b>	<b>589</b>
<b>LTV spot avant retraitements (B/A)</b>		<b>8,2%</b>
Options de vente liées à l'acquisition de Monroe	-	391
Options de vente liées à Committed Advisors	-	92
Engagements non appelés – Monroe Capital	-	53
Engagements non appelés – IK Partners	-	206
Engagements non appelés – Committed Advisors	-	189
Cessions et acquisitions post 31/12/2025, incluant SBB		962
<b>Total des ajustements (C)</b>		<b>31</b>
<b>Dettes nettes ajustées (B+C)</b>	<b>-</b>	<b>559</b>
<b>LTV S&amp;P au 31 mars 2026 (B+C)/(A+C)</b>		<b>7,8%</b>

Sources : Wendel, Euroland

## Focus sur Bureau Veritas

Entre Wendel et Bureau Veritas, l'histoire est celle d'un investissement arrivé, selon nous, à maturité. Entré au capital en 1995, Wendel a accompagné la montée en puissance du groupe jusqu'à en faire un leader mondial du TIC. Trente ans plus tard, le profil a changé : Bureau Veritas n'est plus un actif à transformer, mais un actif à monétiser.

L'évolution du capital sur longue période illustre clairement cette logique de réduction progressive. Avant l'introduction en Bourse de 2007, Wendel détenait 99,4 % du capital, puis 63 % immédiatement après. Les cessions successives ont ensuite jalonné la trajectoire, avec 52 % en 2009, 40,1 % en 2015, 35,8 % en 2018 et 26,5 % en 2024. Les opérations réalisées en 2025, la vente à terme de mars et la cession de septembre, prolongent ce mouvement de normalisation de l'exposition, même si la trajectoire de sortie reste incertaine. Wendel détient encore 15 % de Bureau Veritas en propre, soit 1 775 millions d'euros dans l'ANR et 18,4 % de la GAV totale au 31 décembre 2025.

Concernant l'overhang, c'est-à-dire la crainte d'une vente massive de titres pesant sur le cours, plusieurs éléments permettent d'en atténuer la portée. D'abord, l'essentiel du capital a déjà été cédé, ce qui réduit significativement la pression potentielle. Les deux derniers blocs ont été absorbés très rapidement par le marché, avec des décotes réduites. Ensuite, Wendel n'a pas de besoin de liquidité à court terme, ce qui limite la probabilité d'une accélération des cessions. Enfin, les dernières opérations relèvent de logiques techniques plutôt que d'un désengagement stratégique. La cession du 16 septembre 2025 (590 M€) répondait principalement à la couverture de l'échéance de l'obligation convertible de février 2026. La vente à terme du 11 mars 2025 (750 M€ nets, échéance mars 2028) s'inscrit, elle, dans une logique de sécurisation de valeur à horizon long tout en préservant un accès à l'upside via un call spread. Il ne s'agit donc pas de ventes rapides destinées à accélérer le désengagement. Il faut également intégrer



l'existence d'un programme de rachat d'actions de 200 M€ annoncé par Bureau Veritas en février 2026. Celui-ci offre un canal de sortie ordonné, potentiellement relatif, et permet à BVI de racheter directement des titres auprès de Wendel si nécessaire.

Dans ce cadre, l'absence de communication précise sur la timeline de désengagement traduit davantage une gestion opportuniste du calendrier qu'une urgence de liquidité. À mesure que l'incertitude liée à l'overhang se résorbe, un rerating progressif du titre apparaît comme un scénario cohérent.

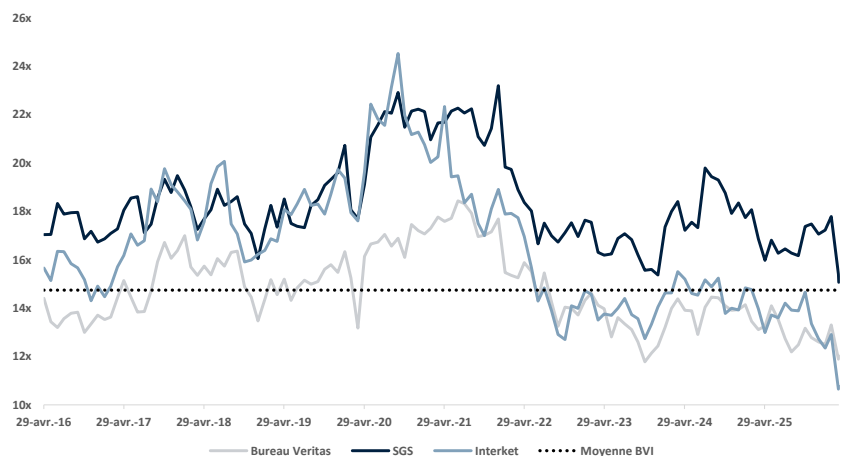
Au-delà de cet aspect technique, la valeur reste fondamentalement attractive. Le profil de Bureau Veritas, fondé sur une activité résiliente, des flux récurrents et une exposition limitée au cycle, continue d'attirer des investisseurs au positionnement défensif et stable. Le business demeure pertinent pour un acquéreur potentiel recherchant un actif peu cyclique, doté de barrières à l'entrée élevées liées à l'expertise technique, aux accréditations et à une diversification sectorielle qui stabilise l'activité.

En 2025, Bureau Veritas affiche une croissance organique de 6,5 %, un chiffre d'affaires de 6,5 Md€ contre 6,24 Md€ en 2024, une marge en amélioration à 16,3 % et des résultats globalement en ligne avec les attentes. L'exécution reste solide, dans le haut de la fourchette sectorielle, avec une dynamique supérieure à celle de SGS. La génération de cash demeure un point fort, avec 824 M€ de free cash-flow et un besoin en fonds de roulement ramené à 3,7 % du chiffre d'affaires. Cette discipline permet un niveau élevé de distribution aux actionnaires, combinant un payout de 65 % et 400 M€ de rachats cumulés en 2025.

Sur les trois premiers mois de 2026, le chiffre d'affaires ressort à 1,55 Md€, en hausse organique de 4,5 % mais en léger recul publié de 0,8 %, accompagné d'un avertissement sur les revenus annuels : la croissance 2026 est désormais attendue « modérée à un chiffre », pénalisée par un contexte géopolitique complexe, un environnement macroéconomique incertain et l'arrêt de certains contrats au Moyen-Orient et en Afrique.

Dans un contexte de compression des multiples EV/EBIT, un rebond reste possible si la visibilité opérationnelle se maintient et si le flux de cessions de Wendel s'organise de manière ordonnée.

## EV/EBIT vs Peers



Sources : Euroland, Factset



## Analyse financière : WIM (gestion pour compte de tiers)

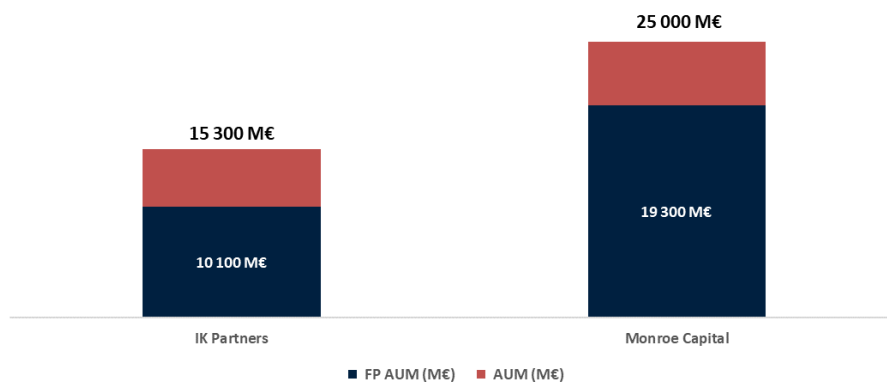
### Encours (AUM) et Fee Paying AUM (FPAUM)

L'AUM correspond à l'ensemble des encours gérés, qu'il s'agisse de capitaux investis ou non investis, tandis que le FPAUM ne retient que la base effectivement génératrice de commissions. L'AUM progresse avec la performance des actifs et la hausse de la NAV, alors que les FPAUM restent indexés sur les montants levés. Cette différence crée un décalage mécanique, puisque les commissions sont facturées dès la levée et non lors de la revalorisation des actifs.

Chez Monroe Capital, Wendel fait état d'un AUM supérieur à 30 Md\$ à fin 2025, pour environ 19,3 Md\$ de FPAUM. L'écart provient de la dry powder et des actifs en phase de warehousing, intégrés dans les encours mais encore non rémunérateurs. Certaines expositions, notamment les structures de CLO, entrent également dans l'AUM sans contribuer de manière équivalente aux revenus récurrents. A noter que dans le crédit privé, les fonds levés ne génèrent des commissions que quand ils sont réellement investis.

La même mécanique apparaît chez IK Partners, où l'AUM ressort au-dessus du FPAUM. L'écart s'explique notamment par l'évolution de la NAV et par le fait que certains fonds de co-investissement ne supportent pas de management fees, ce qui accroît les encours sans élargir la base rémunératrice. Dans le private equity, les fonds levés génèrent immédiatement des commissions.

### AUM et FP AUM par plateforme



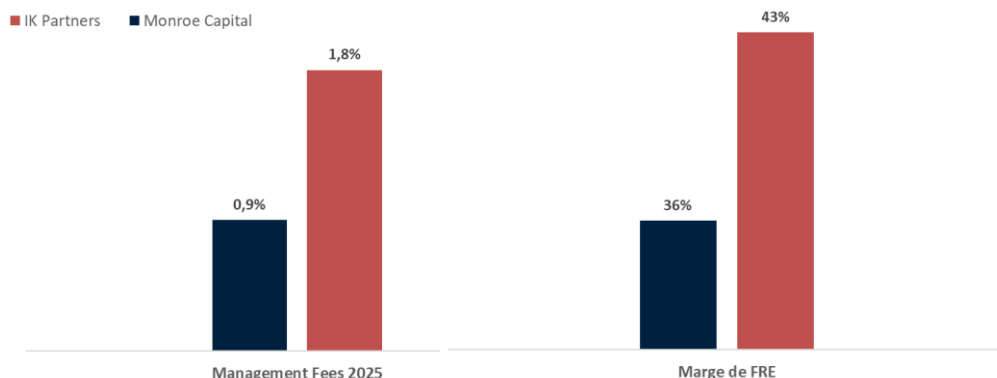
Sources : Wendel, Euroland

### FRE (Fee-Related Earnings) et marges

Les écarts reflètent la nature des modèles. La dette privée opère avec des taux de commission structurellement plus faibles, autour de 0,9 % des encours générateurs de fees chez Monroe Capital, dans un segment où les promesses de rendement et la structure de risque ne sont pas comparables à celles du private equity. À l'inverse, les stratégies mid-market d'IK Partners bénéficient de niveaux de rémunération plus élevés, proches de 1,8 %, ce qui se traduit mécaniquement par une rentabilité opérationnelle supérieure à encours comparables.



## Management fees et Marge de FRE

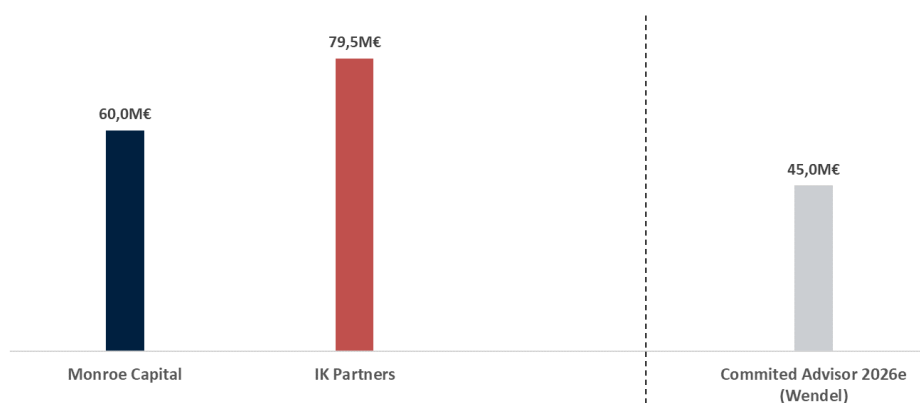


Sources : Wendel, Euroland

Les Fee-Related Earnings correspondent au résultat récurrent généré par les commissions de gestion, après coûts de structure, et constituent l'indicateur clé de la rentabilité opérationnelle d'une plateforme. En 2025, ils atteignent 60 M€ chez Monroe Capital et 79,5 M€ chez IK Partners, tandis que Committed Advisors devrait générer 45 M€ en 2026.

Chez Monroe Capital, le niveau de FRE reflète un modèle fondé sur des taux de commission structurellement plus faibles (environ 0,9 % des encours fee-paying), caractéristiques de la dette privée. La taille des encours, nettement supérieure à celle d'IK, permet toutefois de compenser la faible marge unitaire et de soutenir une génération de fees solide.

## Fee related Earning par plateforme



Sources : Wendel, Euroland

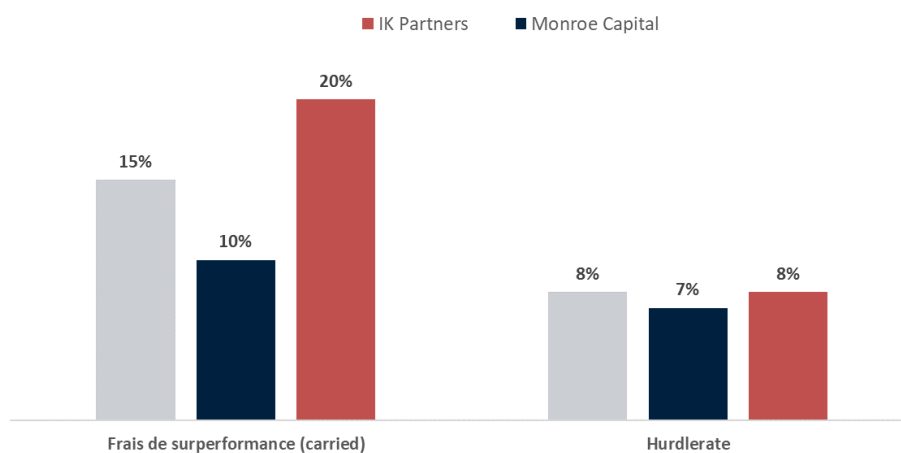


## Carried interest

Le niveau de carried observé est cohérent avec la nature des stratégies. Sur la dette privée, la contribution du carried est structurellement limitée : la classe d'actifs génère peu de plus-values distribuables et le modèle économique repose avant tout sur les fees récurrents et un volume large d'encours. Le différentiel avec un acteur comme IK, positionné sur du LBO classique, renvoie ainsi à des schémas de rémunération intrinsèquement différents, le private equity captant une part plus importante de la création de valeur actionnariale.

Dans ce contexte, la contribution du carried interest à WIM reste modeste, autour de 6 M€ en FY 2025 (environ 10 M€ en pro forma d'une année pleine), ce qui souligne le poids encore marginal de cette composante dans l'économie de la plateforme. Les carried interest commenceront à devenir conséquents à partir de 2032, Wendel ayant accès à environ 20% commissions de performance de ses assets manager et devraient être générées à partir de cette date.

## Carried Interest et Hurdle rate par plateforme



Sources : Wendel, Euroland

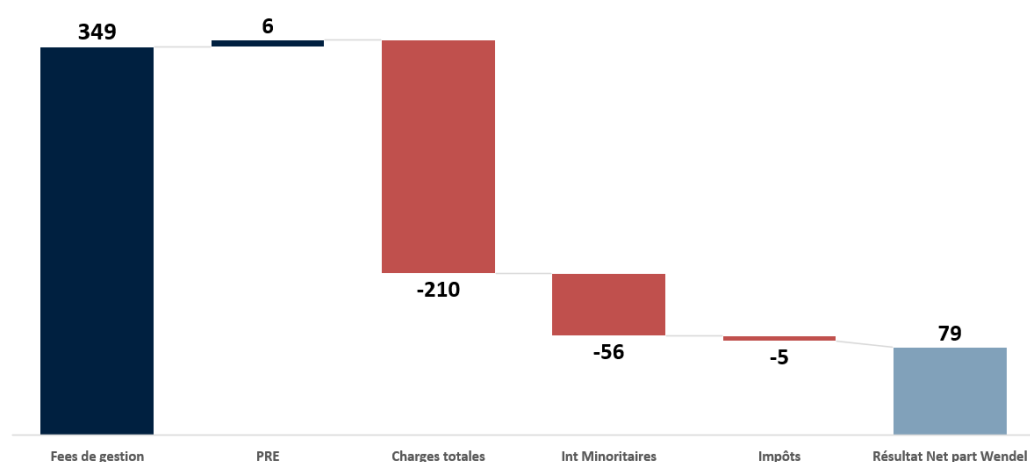
## FRE Wendel (quote-part)

Le résultat récurrent après impôt en 2025 de Wendel représente 22% des commissions prélevées par les plateformes (en incluant le carried), un niveau qui atteindrait 23 % en pro forma d'une année pleine, reflétant la montée en puissance progressive de WIM dans le mix économique du groupe. Cette contribution est appelée à s'accélérer : Wendel détient 51 % du capital d'IK Partners, avec le but d'acquérir la totalité des parts minoritaires ce qui renforcerait mécaniquement sa part dans les FRE.

De même, la participation de 75 % dans Monroe Capital, combinée à 20 % du carried sur les nouveaux fonds et ceux déjà levés, crée un levier additionnel sur la profitabilité future. L'ensemble traduit une dynamique où la montée en puissance des plateformes détenues majoritairement par Wendel devrait accroître la contribution consolidée aux FRE dans les prochaines années.



## Commission de gestion et Résultat Net part Wendel

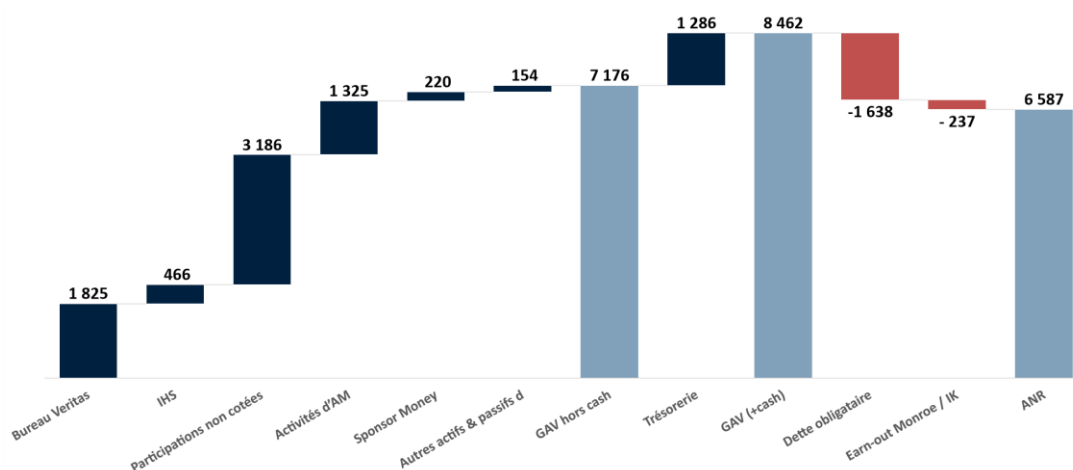


Sources : Wendel, Euroland

## ANR

Le retrait récent de Tarkett de la cote (23 décembre 2025) accroît mécaniquement la part des actifs non cotés dans l'ANR, ne laissant plus que Bureau Veritas et IHS dans le segment coté. La trésorerie continue de couvrir confortablement la dette, si bien que l'ANR ressort à un niveau finalement proche de la GAV hors cash. Sur l'activité du T1, la légère décroissance vs fin 2025 reflète essentiellement la compression des multiples observée sur les comparables boursiers du secteur des Asset Managers.

## ANR au 31/03/2026



Sources : Wendel, Euroland



## Guidance du groupe

Sur WIM, la guidance reste solide avec une croissance organique des FRE attendue autour de 15 %, portée à près de 20 % en consolidé une fois intégrée la montée progressive dans les minoritaires d'IK Partners et Monroe Capital. La trajectoire repose sur un marché sous-jacent toujours porteur et sur un modèle multi-stratégies qui permet d'amortir les cycles naturels du private equity (combinaison secondary / mid-market IK). À cette croissance prévue pourra s'ajouter la probabilité d'une acquisition dans l'infrastructure equity, segment où Wendel souhaite se renforcer et qui viendrait accélérer la dynamique de croissance.

Sur le carried, le groupe guide vers 300 M€ à horizon 2037, une trajectoire cohérente avec le rythme de lancement des fonds (un nouveau millésime tous les trois ans) et la quote-part de 20 % que Wendel captera sur les nouveaux véhicules, d'autant que l'historique de performance d'IK Partners laisse entrevoir un potentiel significatif. IK VII a levé environ 1,4 Md€ et IK VIII près de 1,85 Md€, soit 3,25 Md€ au total. En retenant une hypothèse centrale de 5 ans de période d'investissement, un carried de 20 % au-dessus d'un hurdle de 8 %, et un TRI brut de 26 %, on obtient un carried brut théorique d'environ 1,11 Md€ pour ces deux millésimes. La même mécanique donne une fourchette de 0,75 Md€ à 1,57 Md€ si l'on teste des durées de 4 à 6 ans.

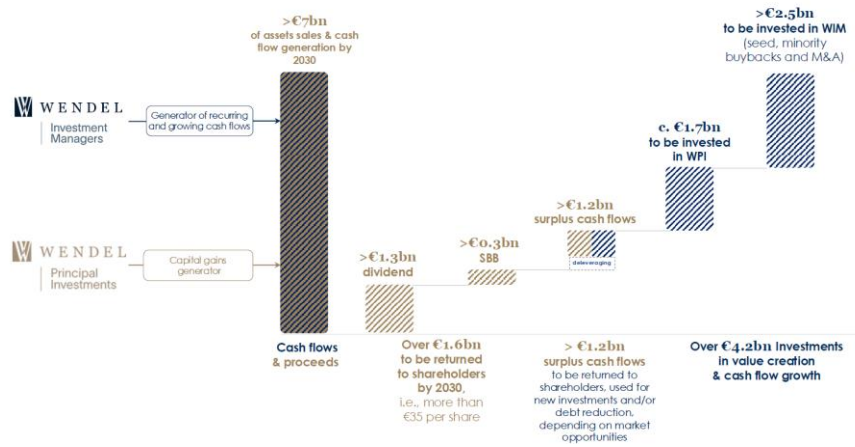
Dans cette perspective, les premiers millésimes auxquels Wendel commence à avoir accès regroupent IK X, IK Small Cap IV, IK Partnership Fund III et IK Strategic Opportunities I, pour un total de 6,2 milliards d'euros levés. Ils s'ajoutent aux levées de Monroe et de Committed Advisors. En appliquant la quote-part de vingt pour cent dont Wendel bénéficie sur les nouveaux fonds, la contribution cumulée en carried ressort dans une fourchette de deux cents à trois cents millions d'euros à horizon de cycle cinq ans. Cette dynamique renforce la visibilité sur la montée en puissance du modèle d'asset management, où la récurrence des FRE et le potentiel de carried convergent pour soutenir la trajectoire de création de valeur du groupe.

Wendel vise une création de valeur annualisée de 12 à 16 % sur WPI, un rythme qui, s'il est atteint, ancrerait durablement la thèse d'appréciation du portefeuille sur longue période. Cette ambition marque une volonté claire de réaccélération, d'autant plus notable au regard de l'historique de croissance de l'ANR, qui a été plus heurté. La guidance traduit ainsi une conviction renforcée dans la capacité du portefeuille à délivrer une performance supérieure au cycle, portée par une meilleure discipline d'allocation, une rotation plus active des actifs et une montée en puissance des plateformes de gestion.

Toutes ces dynamiques de croissance convergent vers une guidance de 7 Md€ de cash flows cumulés, issus à la fois de l'activité opérationnelle et des cessions d'actifs que Wendel décompose entre la montée en puissance des plateformes de gestion, la contribution récurrente des participations et la discipline financière du siège, ce qui offre une visibilité solide sur la génération de cash à moyen terme. L'allocation du capital reste clairement balisée, avec 23 % à 40 % des flux destinés au retour à l'actionnaire et 60 % à 77 % réinvestis dans le business.



## Allocation du capital selon Wendel



Sources : Wendel, Euroland



## Valorisation

L'objectif de notre approche est de reconstituer un ANR par somme des parties, en valorisant séparément chacun des actifs de Wendel selon les méthodes les plus pertinentes. L'ensemble est ensuite agrégé pour obtenir une valeur brute des actifs. Nous déduisons ensuite la dette nette au niveau groupe, afin d'aboutir à une valeur nette des actifs (ANR).

### Valorisation des actifs cotés

Pour les actifs cotés, nous retenons le spot afin d'obtenir la valeur la plus juste possible.

**Bureau Veritas.** Le titre cote 24,69 € au 22/04/2026. Wendel détient 97 millions d'actions, dont 30,4 millions font l'objet d'une vente à terme. La valeur des actions hors ventes à terme ressort ainsi à 1,6 Md€. À cela s'ajoutent environ 100 M€ liés à la vente forward et environ 30 M€ liés au call spread. Nous retenons donc une valeur totale de **1,7 Md€** pour l'exposition Bureau Veritas.

**IHS Towers** : Le titre est en cours de cession à 8,5\$ par action, soit **535 M\$**, équivalant à 460 M€ au 18/05/2026

### Valorisation du segment Asset Management

Nous retenons les multiples sectoriels les plus pertinents, EV/FRE qui s'apparente à un EV/EBIT pour une activité asset light et EV/Management Fees qui constitue l'équivalent d'un EV/Sales. Ces multiples sont pondérés selon le mix d'AUM des sociétés d'asset management private equity, crédit et secondaries afin de refléter fidèlement l'exposition économique des plateformes IK, Monroe et Committed Advisors. Compte tenu de la faible dette de ces sociétés, aucun retraitement spécifique n'est appliqué dans le calcul de la valeur d'entreprise.

Nous avons ensuite estimé les management fees et les FRE des trois plateformes jusqu'en 2028. Pour les FRE, les trajectoires retenues restent cohérentes avec la guidance du groupe qui vise environ 15 % de croissance annuelle jusqu'en 2030 et reflètent les cycles et contre cycles de collecte dans le private equity, avec un environnement favorable pour Committed Advisors en 2026 et 2027 porté par la dynamique des marchés secondaires puis plus porteur pour IK en 2028 avec le redémarrage attendu des levées primaires.

Nous avons en parallèle retenu une trajectoire plus stable pour Monroe Capital, en ligne avec la nature plus régulière et moins cyclique de la dette privée.

Dans notre approche, nous considérons que l'éventuel double comptage lié à la sponsor money est marginal et peut être négligé, compte tenu de son poids relatif dans la valorisation consolidée et de la structure des multiples EV/FRE appliqués.

L'application de cette méthodologie fait ressortir une valeur totale de 2,3 Mds € part Wendel dans l'ANR. Ci-dessous, le détail des multiples retenus.



## Tableau des multiples

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	Management Fees			FRE		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Partners Group Holding AG	27 427,8	976,4	28 404,2	2 013,7	2 203,0	2 427,6	1 223,8	1 349,8	1 478,5
EQT AB	37 117,0	217,1	37 334,1	2 381,3	3 036,5	3 325,3	1 268,3	1 825,7	1 923,3
ICG plc	6 070,3	625,7	6 696,0	756,5	811,4	944,9	576,4	619,6	1 073,9
Bridgepoint Group Plc	2 834,1	426,8	3 260,9	562,3	634,1	654,5	198,7	218,9	331,9
Blackstone Inc.	81 152,3	6 233,7	87 386,0	6 917,8	7 817,3	9 089,6	5 428,5	6 705,2	7 679,1
KKR & Co Inc	79 239,7	2 424,6	81 664,3	4 131,9	4 698,6	5 348,5	3 726,9	4 320,6	4 878,6
Ares Management Corporation	22 526,4	1 960,1	24 486,4	3 666,5	4 292,5	4 970,3	1 803,2	2 147,8	2 459,6
Blue Owl Capital, Inc. Class A	5 589,8	312,1	5 901,9	2 363,5	2 657,3	3 123,0	1 406,6	1 622,3	1 890,2
TPG Inc Class A	5 912,1	1 469,4	7 381,5	1 810,5	2 120,2	2 328,5	964,4	1 169,5	1 411,5
Carlyle Group Inc	16 008,7	1 118,7	17 127,4	1 910,7	2 146,4	2 422,4	1 095,7	1 291,3	1 566,1
Société	Capitalisation	Dette nette	VE	Croissance attendue %			Marge FRE / Management Fees		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Partners Group Holding AG	27 427,8	976,4	28 404,2	N/A	9,4%	10,2%	60,8%	61,3%	60,9%
EQT AB	37 117,0	217,1	37 334,1	N/A	27,5%	9,5%	53,3%	60,1%	57,8%
ICG plc	6 070,3	625,7	6 696,0	N/A	7,3%	16,5%	76,2%	76,4%	113,7%
Bridgepoint Group Plc	2 834,1	426,8	3 260,9	N/A	12,8%	3,2%	35,3%	34,5%	50,7%
Blackstone Inc.	81 152,3	6 233,7	87 386,0	N/A	13,0%	16,3%	78,5%	85,8%	84,5%
KKR & Co Inc	79 239,7	2 424,6	81 664,3	N/A	13,7%	13,8%	90,2%	92,0%	91,2%
Ares Management Corporation	22 526,4	1 960,1	24 486,4	N/A	17,1%	15,8%	49,2%	50,0%	49,5%
Blue Owl Capital, Inc. Class A	5 589,8	312,1	5 901,9	N/A	12,4%	17,5%	59,5%	61,1%	60,5%
TPG Inc Class A	5 912,1	1 469,4	7 381,5	N/A	17,1%	9,8%	53,3%	55,2%	60,6%
Carlyle Group Inc	16 008,7	1 118,7	17 127,4	N/A	12,3%	12,9%	57,3%	60,2%	64,7%
<b>Moyenne</b>	<b>28 387,8</b>	<b>1 576,5</b>	<b>29 964,3</b>	<b>N/A</b>	<b>14,3%</b>	<b>12,5%</b>	<b>61,4%</b>	<b>63,6%</b>	<b>69,4%</b>
<b>Médiane</b>	<b>19 267,5</b>	<b>1 047,5</b>	<b>20 806,9</b>	<b>N/A</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,3%</b>	<b>58,4%</b>	<b>60,6%</b>	<b>60,8%</b>
Société	Capitalisation	Dette nette	VE	EV/Fees			EV/FRE		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Partners Group Holding AG	27 427,8	976,4	28 404,2	14,1x	12,9x	11,7x	23,2x	21,0x	19,2x
EQT AB	37 117,0	217,1	37 334,1	15,7x	12,3x	11,2x	29,4x	20,4x	19,4x
ICG plc	6 070,3	625,7	6 696,0	8,9x	8,3x	7,1x	11,6x	10,8x	6,2x
Bridgepoint Group Plc	2 834,1	426,8	3 260,9	5,8x	5,1x	5,0x	16,4x	14,9x	9,8x
Blackstone Inc.	81 152,3	6 233,7	87 386,0	12,6x	11,2x	9,6x	16,1x	13,0x	11,4x
KKR & Co Inc	79 239,7	2 424,6	81 664,3	19,8x	17,4x	15,3x	21,9x	18,9x	16,7x
Ares Management Corporation	22 526,4	1 960,1	24 486,4	6,7x	5,7x	4,9x	13,6x	11,4x	10,0x
Blue Owl Capital, Inc. Class A	5 589,8	312,1	5 901,9	2,5x	2,2x	1,9x	4,2x	3,6x	3,1x
TPG Inc Class A	5 912,1	1 469,4	7 381,5	4,1x	3,5x	3,2x	7,7x	6,3x	5,2x
Carlyle Group Inc	16 008,7	1 118,7	17 127,4	9,0x	8,0x	7,1x	15,6x	13,3x	10,9x
<b>Moyenne</b>	<b>36 211,8</b>	<b>741,7</b>	<b>36 953,5</b>	<b>9,9x</b>	<b>8,7x</b>	<b>7,7x</b>	<b>16,0x</b>	<b>13,4x</b>	<b>11,2x</b>
<b>Médiane</b>	<b>19 058,7</b>	<b>463,5</b>	<b>19 587,8</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,1x</b>	<b>7,1x</b>	<b>15,9x</b>	<b>13,1x</b>	<b>10,4x</b>

## Multiples pondérés retenus

	Management Fees			FRE		
	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
<b>Moyenne Pondérée Equity</b>	<b>10,7x</b>	<b>9,3x</b>	<b>8,3x</b>	<b>17,5x</b>	<b>14,4x</b>	<b>12,3x</b>
<b>Moyenne Pondérée Dette</b>	<b>9,2x</b>	<b>8,1x</b>	<b>7,2x</b>	<b>14,4x</b>	<b>12,2x</b>	<b>10,3x</b>
<b>Moyenne Pondérée Secondaries</b>	<b>8,7x</b>	<b>7,9x</b>	<b>6,9x</b>	<b>13,1x</b>	<b>11,6x</b>	<b>8,1x</b>

## Valeurs d'entreprises induites

	Management Fees			FRE		
	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
<b>Ik Partners</b>	203,2	221,5	239,2	86,7	94,5	103,0
<b>Monroe Capital</b>	194,1	221,3	247,8	70,8	83,5	96,1
<b>Committed Advisors</b>	77,0	86,2	98,3	49,5	54,5	62,6
<b>VE Induite Ik Partners</b>	2 181,6	2 060,2	1 994,0	1 513,9	1 361,3	1 268,2
<b>VE Induite Monroe Capital</b>	1 794,3	1 801,0	1 777,1	1 017,8	1 021,9	985,7
<b>VE Induite Committed Advisors</b>	671,8	681,3	673,8	650,6	631,7	510,0



## Valorisation des actifs privés

Le portefeuille privé de WPI regroupe six participations, dont Stahl actuellement en cours de cession. Ces actifs se répartissent en trois pôles : la formation avec ACAMS, CPI et Globeducate, l'industrie avec Stahl et Tarkett, et le conseil-ingénierie avec Scalian.

En matière de valorisation, et compte tenu de la volatilité actuelle des marchés, nous retenons comme point d'ancrage la valeur publiée au T1 2026, soit 3,186 Mds €. Par prudence, nous appliquons une décote de 10 % afin de refléter la moindre liquidité et la visibilité plus limitée des actifs privés, faisant ressortir une valeur ajustée de 2,87 Mds €.

À des fins de lecture comparative, nous indiquons également les multiples boursiers et transactionnels des pairs sectoriels qui reflètent les profils économiques distincts de chaque participation. Dans l'éducation et la formation, les modèles sont particulièrement différenciés. ACAMS se positionne comme l'acteur le plus asset light, avec une offre centrée sur la certification et la formation continue, majoritairement distancielle, ce qui lui confère un profil digital et récurrent. CPI opère davantage comme un spécialiste du training B2B, caractérisé par une intensité people plus marquée. À l'opposé, Globeducate adopte un modèle d'opérateur d'écoles reposant sur des campus physiques, un positionnement reflété par un EBITDA de 108 M€ et une dette nette de 826 M€ fin 2025.



## Multiples : Industrie

Comparables Tarkett				CA			EBITDA			EBIT		
Société	Capitalisation	Dettes nette	VE	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Mohawk Industries, Inc.	5 333,6	666,9	6 000,5	9 372,0	9 640,1	10 021,2	1 141,0	1 221,3	1 290,1	617,2	701,3	769,3
Interface, Inc.	1 332,8	110,0	1 442,8	1 234,8	1 304,0		198,2	212,5		154,8	167,0	ns
Forbo Holding AG	1 190,9	-107,0	1 083,9	1 173,0	1 204,5	1 232,9	158,7	176,5	187,7	104,9	120,8	129,4
Armstrong World Industries, Inc	6 316,1	126,8	6 442,9	1 506,2	1 607,5	1 729,9	522,3	564,4	610,3	417,5	457,4	502,6
James Halstead plc	678,3	-82,3	596,0	301,8	311,7	328,9	67,9	70,5	74,3	59,3	61,7	65,8
Comparables Tarkett				CA			EV/EBITDA			EV/EBIT		
Société	Capitalisation	Dettes nette	VE	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Mohawk Industries, Inc.	5 333,6	666,9	6 000,5	0,6x	0,6x	0,6x	5,3x	4,9x	4,7x	9,7x	8,6x	7,8x
Interface, Inc.	1 332,8	110,0	1 442,8	1,2x	1,1x	ns	7,3x	6,8x	ns	9,3x	8,6x	ns
Forbo Holding AG	1 190,9	-107,0	1 083,9	0,9x	0,9x	0,9x	6,8x	6,1x	5,8x	10,3x	9,0x	8,4x
Armstrong World Industries, Inc	6 316,1	126,8	6 442,9	4,3x	4,0x	3,7x	12,3x	11,4x	10,6x	15,4x	14,1x	12,8x
James Halstead plc	678,3	-82,3	596,0	2,0x	1,9x	1,8x	8,8x	8,5x	8,0x	10,1x	9,7x	9,1x
Moyenne	2 970,4	142,9	3 113,2	1,8x	1,7x	1,8x	8,1x	7,5x	7,3x	11,0x	10,0x	9,5x
Médiane	1 332,8	110,0	1 442,8	1,2x	1,1x	1,3x	7,3x	6,8x	6,9x	10,1x	9,0x	8,7x

## Multiples : Services aux entreprises

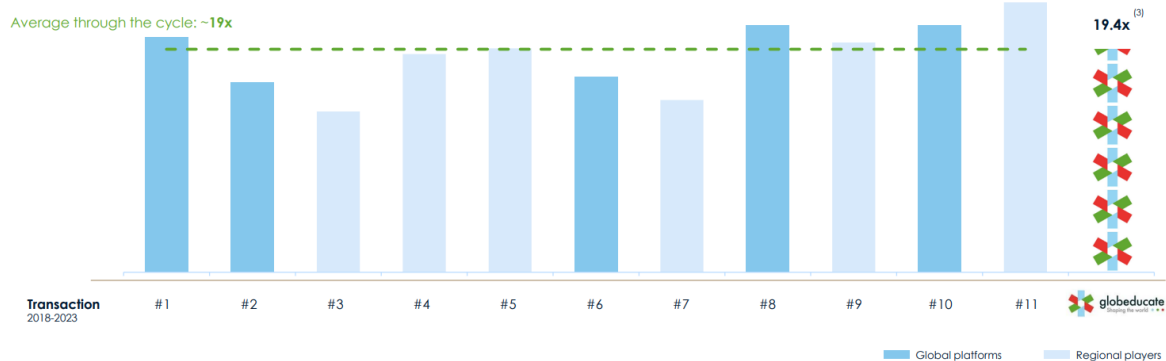
Comparables Scalian				CA			EBIT			RN		
Société	Capitalisation	Dettes nette	VE	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Alten SA	2 057,8	-421,2	1 636,6	4 201,3	4 383,6	4 603,1	353,8	391,3	417,4	226,5	256,2	277,9
Assystem SA	720,0	64,1	784,1	677,6	707,1	724,8	47,2	49,7	51,0	41,9	46,0	47,2
Reply S.p.A.	3 415,7	-662,4	2 753,3	2 649,4	2 839,3	3 045,7	401,3	431,1	457,6	271,9	293,7	314,6
Sopra Steria Group SA	2 689,7	290,0	2 979,7	5 729,1	5 916,8	6 103,5	548,4	580,6	607,0	299,8	334,7	358,1
Capgemini SE	18 581,7	4 497,5	23 079,2	23 920,1	24 933,6	26 112,0	3 237,7	3 434,7	3 612,4	2 035,8	2 214,0	2 384,5
Comparables Scalian				CA			EV/EBIT			P/E		
Société	Capitalisation	Dettes nette	VE	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Alten SA	2 057,8	-421,2	1 636,6	0,4x	0,4x	0,4x	4,6x	4,2x	3,9x	9,1x	8,0x	7,4x
Assystem SA	720,0	64,1	784,1	1,2x	1,1x	1,1x	16,6x	15,8x	15,4x	17,2x	15,6x	15,3x
Reply S.p.A.	3 415,7	-662,4	2 753,3	1,0x	1,0x	0,9x	6,9x	6,4x	6,0x	12,6x	11,6x	10,9x
Sopra Steria Group SA	2 689,7	290,0	2 979,7	0,5x	0,5x	0,5x	5,4x	5,1x	4,9x	9,0x	8,0x	7,5x
Capgemini SE	18 581,7	4 497,5	23 079,2	1,0x	0,9x	0,9x	7,1x	6,7x	6,4x	9,1x	8,4x	7,8x
Moyenne	5 493,0	753,6	6 246,6	0,8x	0,8x	0,7x	8,1x	7,6x	7,3x	11,4x	10,3x	9,8x
Médiane	2 689,7	64,1	2 753,3	1,0x	0,9x	0,9x	6,9x	6,4x	6,0x	9,1x	8,4x	7,8x

## Multiples : Education/Formation

Les multiples du secteur de l'éducation sont difficiles à interpréter en raison de la forte hétérogénéité des modèles et des cadres réglementaires selon les pays. Dans le cas de Globeducate, la référence américaine est par ailleurs peu exploitable : plusieurs acteurs du secteur font actuellement face à des class actions, ce qui génère une décote structurelle et biaise les comparaisons de marché. Dans ce contexte, il est plus pertinent de s'appuyer sur les transactions d'acquisition hors marché, dont Wendel fournit ci-dessous les moyennes, plutôt que sur des comparables boursiers déformés.

### Precedent private transactions through the cycle<sup>(1)</sup>

EV / FY+1 EBITDA excluding IFRS 16 [x]<sup>(2)</sup>



## Multiples : ACAMS et CPI

Pour ACAMS et CPI, nous retenons un univers de comparables fondé avant tout sur le modèle économique plutôt que sur l'intitulé sectoriel. L'objectif est d'aligner des sociétés cotées présentant, à des degrés divers, des caractéristiques proches en termes de revenus récurrents, de contenus propriétaires, de certification ou formation professionnelle, de distribution B2B et de faible intensité capitalistique. Cette approche nous paraît particulièrement adaptée à ACAMS, dont le profil est très asset-light et proche d'une plateforme de certification et d'information spécialisée, ainsi qu'à CPI, dont le modèle est davantage people-intensive, avec une forte composante de délivrance de formation spécialisée.

Comparables ACAMS & CPI				CA			EBIT			RN		
Société	Capitalisation	Dettes nette	VE	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
S&P Global, Inc.	109 837,6	10 034,7	119 872,3	14 069,1	15 078,7	16 185,7	7 162,9	7 722,7	8 350,3	4 913,5	5 386,9	6 002,3
RELX PLC	55 455,8	9 243,8	64 699,6	11 696,9	12 386,6	13 297,2	4 149,4	4 439,1	4 860,6	2 901,3	3 102,7	3 385,7
Moody's Corporation	66 552,5	4 415,7	70 968,2	7 024,3	7 555,7	8 139,6	3 677,7	4 005,4	4 222,3	2 339,4	2 573,5	2 836,5
MSCI Inc. Class A	34 937,3	713,0	35 650,3	2 965,2	3 222,4	3 491,8	1 672,2	1 850,2	2 031,8	1 224,3	1 337,2	1 496,0
Morningstar, Inc.	5 907,0	147,6	6 054,6	2 236,5	2 367,7	2 550,4	576,2	638,4	758,1	341,6	388,3	471,9
Verisk Analytics, Inc.	19 844,3	3 350,0	23 194,3	2 742,0	2 927,4	3 114,8	1 259,3	1 371,4	1 486,9	862,0	949,4	1 038,6
Société	Capitalisation	Dettes nette	VE	CA			EV/EBIT			P/E		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
S&P Global, Inc.	109 837,6	10 034,7	119 872,3	8,5x	7,9x	7,4x	16,7x	15,5x	14,4x	22,4x	20,4x	18,3x
RELX PLC	55 455,8	9 243,8	64 699,6	5,5x	5,2x	4,9x	15,6x	14,6x	13,3x	19,1x	17,9x	16,4x
Moody's Corporation	66 552,5	4 415,7	70 968,2	10,1x	9,4x	8,7x	19,3x	17,7x	16,8x	28,4x	25,9x	23,5x
MSCI Inc. Class A	34 937,3	713,0	35 650,3	12,0x	11,1x	10,2x	21,3x	19,3x	17,5x	28,5x	26,1x	23,4x
Morningstar, Inc.	5 907,0	147,6	6 054,6	2,7x	2,6x	2,4x	10,5x	9,5x	8,0x	17,3x	15,2x	12,5x
Verisk Analytics, Inc.	19 844,3	3 350,0	23 194,3	8,5x	7,9x	7,4x	18,4x	16,9x	15,6x	23,0x	20,9x	19,1x
<b>Moyenne</b>	<b>48 755,8</b>	<b>4 650,8</b>	<b>53 406,5</b>	<b>7,9x</b>	<b>7,4x</b>	<b>6,8x</b>	<b>17,0x</b>	<b>15,6x</b>	<b>14,3x</b>	<b>23,1x</b>	<b>21,1x</b>	<b>18,9x</b>
<b>Médiane</b>	<b>45 196,6</b>	<b>3 882,9</b>	<b>50 175,0</b>	<b>8,5x</b>	<b>7,9x</b>	<b>7,4x</b>	<b>17,6x</b>	<b>16,2x</b>	<b>15,0x</b>	<b>22,7x</b>	<b>20,6x</b>	<b>18,7x</b>



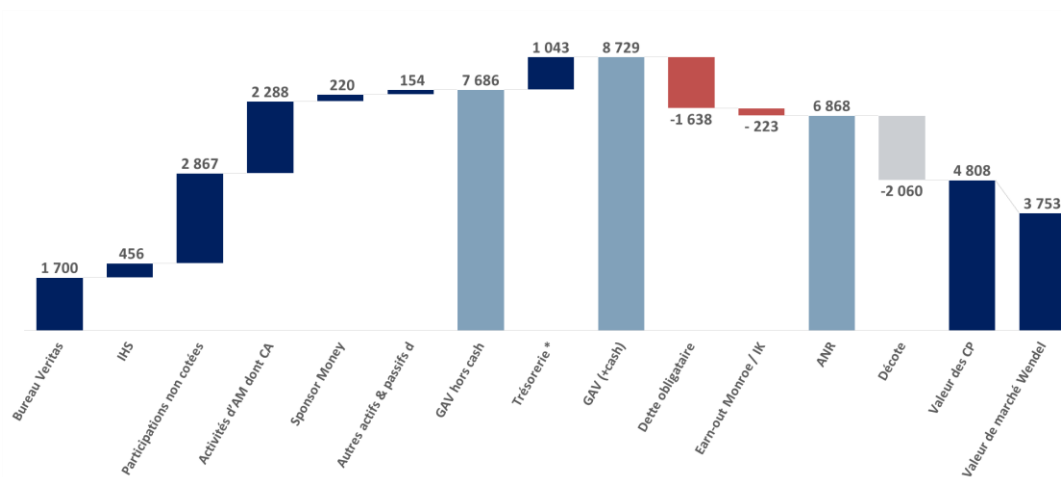
## Reconstruction de l'ANR

En plus des éléments calculés précédemment, nous prenons en compte pour valoriser Wendel les paramètres suivants :

- La sponsor money engagée dans les fonds IK Partners, Monroe Capital et Committed Advisors, retenue pour les montants publiés de 220 M€ au T1 2026.
- Une trésorerie de 1,3 Mds € publié au T1 2026, retraitée de l'acquisition de Committed Advisors et de la participation BNP.
- Une dette obligataire consolidée du groupe de 1,6Mds€ telle que publiée au T1 2026.
- Les earn-outs associés aux options Monroe Capital et IK, également basés au T1 2026
- Nous appliquons à l'ANR une décote cohérente avec les niveaux historiquement observés au sein du peer group des holdings, dont la moyenne ressort autour de 39% hors Altamir. Compte tenu de la transformation progressive du modèle de Wendel vers un profil davantage orienté asset management, nous retenons une décote réduite à 30%. Cette approche reflète la moindre pertinence de la comparaison avec les holdings traditionnelles à mesure que la structure économique du groupe s'éloigne d'un modèle centré sur les plus-values. Il convient également de rappeler que l'activité d'asset management n'a pas vocation à être cédée. Elle constitue un métier qui ne doit donc pas être soumis à une logique de décote appliquée aux participations financières destinées à être monétisées. Cette distinction renforce la justification d'une décote plus faible sur l'ANR consolidé.
- Dans notre approche, l'absence d'intégration des futurs carried interests, attendus à partir de 2032 et guidés à 300 M€ en 2037, constitue un choix conservateur. Nous traitons cet élément comme un upside optionnel non retenu dans la valorisation de l'AM.
- Pour le nombre d'action utilisé nous prenons celui communiqué par la direction à la clôture du T1 2026.



## ANR de Wendel Estimé



Sources : Euroland

**Après décote, la valeur des capitaux propres de Wendel ressort à 4,8Mds € soit 112€ par action, un upside potentiel de 28 % par rapport au cours actuel.**



# Wendel / Holding

Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	7 504	6 746	7 128	7 336	7 783	7 861	8 136	8 421
<b>Résultat net consolidé</b>	<b>1 376</b>	<b>1 022</b>	<b>531</b>	<b>990</b>	<b>345</b>	<b>402</b>	<b>475</b>	<b>490</b>
<b>FRE</b>	<b>57</b>	<b>185</b>	<b>210</b>	<b>239</b>	<b>274</b>			
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
GAV	10 038	8 876	9 519	10 602	9 627	9 820	10 016	10 216
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>2 232</b>	<b>3 265</b>	<b>2 403</b>	<b>3 428</b>	<b>3 220</b>	<b>3 220</b>	<b>3 220</b>	<b>3 220</b>
NAV	8 419	7 456	7 118	8 071	6 995	7 030	7 276	7 603
Emprunts et dettes financières	5 262	4 622	5 519	5 589	4 730	4 880	5 330	5 280
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	1417	1517	1512	1555	1586	1643	1716	1731
Variation de BFR	6	-24	-100	39	110	-75	-32	-33
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1424</b>	<b>1493</b>	<b>1411</b>	<b>1594</b>	<b>1696</b>	<b>1568</b>	<b>1684</b>	<b>1698</b>
Cessions	-382	-303	-884	-1346	-1178	-900	-900	-900
<b>Investissements</b>	<b>-650</b>	<b>-701</b>	<b>-1143</b>	<b>-1558</b>	<b>-1399</b>	<b>-1098</b>	<b>-1105</b>	<b>-1112</b>
Augmentation de capital	2	2	1	2	3	3	3	3
Variation emprunts	-465	-141	563	383	225	50	400	-200
Dividendes versés	-245	-303	-427	-495	-634	-596	-621	-653
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-1089</b>	<b>-803</b>	<b>-190</b>	<b>-665</b>	<b>-947</b>	<b>-1085</b>	<b>-421</b>	<b>-1052</b>
Variation de trésorerie	-679	1022	-869	1028	-208	-346	427	-198
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Loan To Value	10,3%	17,0%	9,6%	5,8%	5,8%	7,8%	8,0%	8,0%
Dettes/NAV	62,5%	62,0%	77,5%	69,2%	67,6%	69,4%	73,3%	69,4%
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	42,8	42,8	42,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	42,8	42,8	42,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	102,3	88,2	79,9	93,5	79,9	87,7	87,7	87,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	4 578	3 947	3 575	4 184	3 575	3 753	3 753	3 753
P/B	1,1x	0,9x	0,7x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
<b>Dividend yield (%)</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,6%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,5%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,1%</b>
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>NAV/action</b>	<b>188</b>	<b>167</b>	<b>159</b>	<b>180</b>	<b>156</b>	<b>164</b>	<b>170</b>	<b>178</b>
Dividende /action	3,0	3,2	4,0	4,7	5,1	5,7	6,3	7,1



## Systeme de recommandations :

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

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

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

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

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

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

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

## Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 18/05/2026

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 Wendel (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

