



WENDEL

Acheter

Capitalisation (M€)	3 607,9	Ticker	MF-FR	
Objectif de cours	109 €	Nb de titres (en millions)	42,8	Holding
Cours au 30/07/2026	84,25 €	Volume moyen 12m (titres)	54 520	Flash valeur
Potentiel	29%	Extrêmes 12m (€)	72,35€/93,55€	31/07/2027

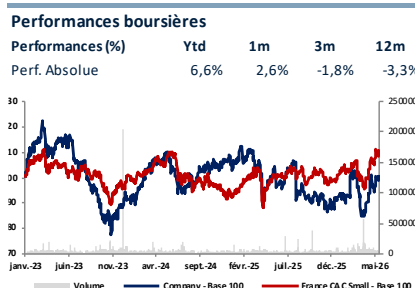
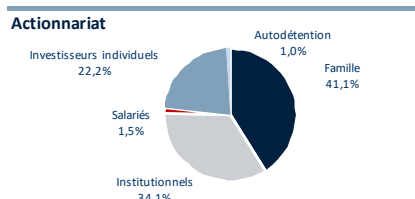
L'Asset Management porte l'ANR

À retenir

- FRE S1 95 M€, soit 190 M€ annualisés, trajectoire >200 M€ en 2026.
- ANR 158,9 €, +2,6 % depuis mars 2026.
- Rachat d'action clos : 9 % du capital, 450 M€ rendus aux actionnaires.

Données financières (en M€)	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



Publication des résultats du S1 2026

Wendel publie un ANR fully diluted de 158,9 € par action au 30 juin 2026, en progression de +2,6 % depuis fin mars retraité du solde de dividende de 3,6 €, soit une décote de -49 % sur un cours de 80,8 € au 30/06/2026. Les AuM s'élèvent à 48,7 Md€ et les FPAuM à 37,8 Md€, en hausse de +30 % et de 11 % pro forma. Le FRE publié atteint 87,1 M€, dont 51,1 M€ en part du groupe, et 95,0 M€ pro forma. Le LTV S&P ressort inchangé à 7,8 %.

FRE : croissance solide, visibilité renforcée sur l'accélération du S2

Les FRE publiés avancent de +46,4 % à 87,1 M€, dont 51,1 M€ en part du groupe, avec une croissance pro forma de +11 %. La hausse reflète principalement la consolidation de Monroe sur six mois contre trois et l'intégration de Committed Advisors depuis avril. À 95,0 M€ pro forma, le semestre annualise à 190 M€, en ligne avec une cible supérieure à 200 M€ en 2026. Le S2 doit donc atteindre environ 105 M€, soit 11 % de plus que le S1.

L'accélération attendue au second semestre repose sur des relais identifiés. Les levées de fonds facturées directement chez Committed Advisors et les déploiements chez Monroe devraient mécaniquement soutenir la croissance des fees. Le nouveau millésime Monroe attendu avant la fin d'année et les seconds closings de Committed renforcent cette visibilité.

IK progresse de +11,7 %. Les revenus de Monroe, à 118,0 M€ sur six mois contre 60,8 M€ sur trois mois en 2025, ressortent stables en base trimestrielle. Monroe a levé 1,2 Md\$ sur le semestre et la décollecte nette du BDC non coté est restée limitée à -0,09 Md\$ sur la même période, soit à peine 3 % de l'actif net de ce BDC, signe d'une bonne rétention des souscripteurs dans un marché du crédit privé tendu.

L'ANR progresse, porté par WIM et le rachat d'actions

L'ANR fully diluted progresse de 158,4 € fin mars à 158,9 € au 30/06/2026, soit 4,1 € de création de valeur avant le solde de dividende de 3,6 €. La contribution de WIM atteint 6,1 €, portée par



l'amélioration des multiples des comparables, la génération de cash et la réduction de certains passifs. Le rachat des actions ajoute 2,8 €. En sens inverse, les actifs cotés retirent 1,0 €, les non cotés 2,8 € et les frais 1,0 €. Hors rachat, la création de valeur trimestrielle ressort à 1,3 €.

Le recul des actifs non cotés, également valorisés en interne, traduit l'impact de multiples de comparables plus faibles malgré une bonne performance opérationnelle, à l'exception de Scalian qui reste en territoire négatif avec une baisse de -5,1 % de son chiffre d'affaires dans un environnement compliqué tant sur son activité opérationnelle que sur les multiples qui servent à sa valorisation. Notons que L'ANR du 30 juin ne reflète pas le rebond de Bureau Veritas. Après la hausse de guidance du 29 juillet, le titre est passé à 29,27 € (vs 25,8 € dans l'ANR).

Perspectives

Notre thèse repose sur la montée en puissance de la gestion pour compte de tiers, désormais 37 % de l'actif brut réévalué hors trésorerie pro forma. Ce pivot constitue un levier clair de réduction structurelle de la décote technique qui pèse traditionnellement sur les holdings, en substituant des revenus récurrents et capitalisables à une valorisation d'actifs réévaluée trimestriellement. Le profil gagne en visibilité et se rapproche progressivement de celui des plateformes d'asset management cotées, ce qui améliore la qualité du multiple et la lecture du modèle économique. Dans ce cadre, nous maintenons notre estimation de FRE 2026e à 210 M€, cohérente avec la trajectoire de collecte.

Le sponsor money engagé atteint 776 M€, soit 1,6 % des encours, dont 273 M€ déjà déployés. Il sécurise les prochains millésimes et soutient la collecte. Le programme de rachat de 9 % du capital, finalisé le 27 juillet pour 310 M€, ne générera plus d'effet relutif.

Au T3 2026, la performance de Bureau Veritas devrait contribuer positivement, tandis que le changement de narratif sur les segments SaaS, ESN et asset management pourrait entraîner un rebond des multiples. Ceux de FRE restent autour de 15x l'EV/EBITDA depuis mars, laissant un potentiel de normalisation.

Les débouclages de Stahl et IHS, soit environ 1,65 Md€, constituent des catalyseurs de liquidité importants. Le nouveau millésime Monroe attendu d'ici la fin d'année renforcera la dynamique de collecte. L'Investor Day du 2 décembre sera un moment clé pour réaffirmer la trajectoire de croissance des fees et potentiellement réduire davantage la décote.

Recommandation

À l'issue de cette publication, nous restons à Achat sur le titre et maintenons notre objectif de cours à 109€.



Présentation de la société

Héritier de plus de trois siècles d'histoire, Wendel mène depuis 2023 une transformation stratégique majeure. Le groupe évolue vers un modèle hybride combinant investissement pour compte propre et gestion d'actifs pour compte de tiers, concrétisé par les acquisitions d'IK Partners en 2024, de Monroe Capital en 2025, puis l'annonce du rachat de Committed Advisors. L'objectif est de générer des revenus récurrents, moins corrélés aux cessions et mieux valorisés que le modèle historique.

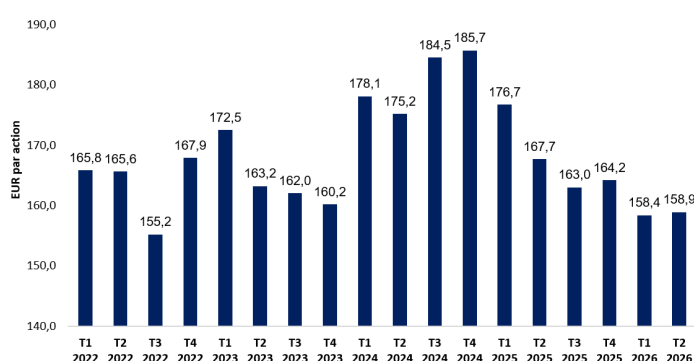
Argumentaire d'investissement

Une transformation vers un modèle plus créateur de valeur : Wendel combine désormais investissement en fonds propres et asset management, une évolution qui rapproche le groupe des standards des gérants alternatifs, mieux valorisés par le marché que les holdings. Le groupe adresse plus de 1 100 clients, avec un recouvrement très faible entre plateformes et une couverture complémentaire entre les États-Unis, l'Europe et l'Asie, ce qui ouvre un potentiel réel de cross-sell et de déploiements multi-régions. Le pôle AM offre une croissance organique proche de 15% par an à horizon 2030, portée par la montée des fees récurrents et l'option d'une quatrième plateforme. L'exposition au crédit privé reste contenue par le positionnement équilibré et la discipline de Monroe Capital.

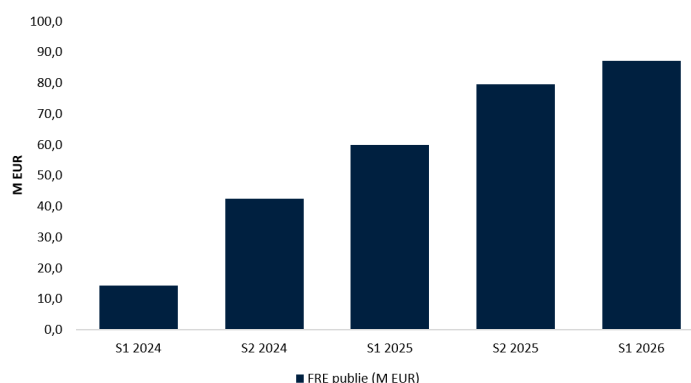
Une décote sur ANR excessive appelée à se normaliser : La décote atteint 50,8% au 31 mars 2026, contre environ 39% en moyenne sectorielle hors effets techniques. Cet écart traduit une prime de complexité propre au modèle, avec un ANR largement adossé à des actifs non cotés valorisés en interne, une combinaison de participations majoritaires, minoritaires et d'activités de gestion pour compte de tiers, et une architecture juridique multilayer qui brouille la lecture du levier et de la remontée de cash. Les dettes des holdings intermédiaires étant sans recours sur Wendel, le risque économique reste logé à la maison-mère. Dans un modèle appelé à évoluer vers un équilibre 50% capital investi et 50% asset management en 2030, l'ANR devient un indicateur moins central. La clarification du profil économique et la part croissante de revenus récurrents devraient favoriser une normalisation progressive.

Un retour à l'actionnaire avec maîtrise du levier : Le Loan to Value évolue historiquement entre 5% et 17%. Il ressort à 5,8% en base spot et 9,6% en approche ajustée en 2025, très en deçà du seuil de confort de 20% retenu par les agences de notation. La montée en puissance de l'asset management, faiblement capitalistique et génératrice de cash flows récurrents, conforte cette trajectoire. Elle finance un dividende en croissance rapide, indexé sur les plus-values et les cash flows des plateformes, ainsi qu'un programme de rachat d'actions de 300 M€.

Evolution de l'ANR par action de Wendel depuis le T1 2022



FRE publiées par semestre et sur 12 mois



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
Résultat net consolidé	1 376	1 022	531	990	345	402	475	490
FRE			57	185	210	239	274	
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
Disponibilités + VMP	2 232	3 265	2 403	3 428	3 220	3 220	3 220	3 220
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
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	1424	1493	1411	1594	1696	1568	1684	1698
Cessions	-382	-303	-884	-1346	-1178	-900	-900	-900
Investissements	-650	-701	-1143	-1558	-1399	-1098	-1105	-1112
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
Flux nets de trésorerie liés au financement	-1089	-803	-190	-665	-947	-1085	-421	-1052
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	84,3	84,3	84,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	4 578	3 947	3 575	4 184	3 575	3 608	3 608	3 608
P/B	1,1x	0,9x	0,7x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x
Dividend yield (%)	2,9%	3,6%	5,0%	5,0%	6,4%	6,8%	7,5%	8,4%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
NAV/action	188	167	159	180	156	164	170	178
Dividende /action	3,0	3,2	4,0	4,7	5,1	5,7	6,3	7,1



Système de recommandations :

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

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

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

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

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

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

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

Historique de recommandations :

Achat : depuis le 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.

Toutes 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

