

EQUITY RESEARCH

ABC ARBITRAGE SA
 INITIATION DE COUVERTURE

ACHAT
OC 7.5€
 Potentiel: 25%

VIXophile

Le retour de la volatilité sur les marchés offre de bonnes perspectives à un groupe dont le nouveau plan stratégique 2023-2025 réunit tout ce qui fait son ADN (ROE>15%, Payout ratio de 80%) ainsi qu'une ambition de développement intacte dans la gestion pour compte de tiers. Nous initions le titre à l'ACHAT avec un OC de 7,5€.

Une French Tech des marchés financiers. Spécialiste de l'arbitrage, l'activité d'ABCA repose sur l'exploitation scientifique et systématique des inefficiences de marché sur toutes classes d'actifs. Appuyé par une puissante force de R&D dans le domaine de l'ingénierie logicielle, le groupe exploite l'ensemble des opportunités d'arbitrage qui se présentent sur les places financières mondiales.

Un impressionnant track-record. Capitalisant sur près 30 ans de développement, le groupe présente un track-record de performance absolument remarquable (100% d'exercices profitables), sachant que le groupe n'a jamais autant généré de résultat que sur les périodes de forte volatilité – comme en 2008 (*subprime*) et en 2020 (covid). La recherche de rendement s'inscrit néanmoins dans un cadre strict de maîtrise des risques afin d'assurer la pérennité patrimoniale et réputationnelle du groupe – les fondateurs/dirigeants détenant ≈40% du capital. Un investissement capitalistique qui assure un alignement des intérêts avec les actionnaires minoritaires.

Pour profiter du rendement. Au cours des 10 et 20 dernières années, le groupe aura respectivement versé 4,1€ et 9,5€ de dividende cumulé, avec un *payout ratio* moyen approchant 100%. C'est un marqueur essentiel de l'*equity story* appelé à perdurer, le groupe ayant l'objectif de distribuer un dividende cumulé de 1,30€ sur 2023-2025 (identique à 2020-22), avec un *payout ratio* ≈80% (82% sur 2020-2022).

Pour jouer la volatilité sur les marchés. Au cours de la décennie 2010-20, les banques centrales ont rendu l'argent gratuit et gonflé leurs bilans pour éteindre chaque début d'incendie sur les marchés, avec pour effet d'anesthésier la volatilité et générer de l'inflation. Depuis 2020, la succession de crises associée à la volonté récente des banques centrales d'engager un resserrement monétaire ont remis de la volatilité sur les marchés, recréant des conditions favorables à l'activité d'ABC Arbitrage.

Pour jouer le développement de l'AuM des clients externes. Si l'essentiel des revenus dérive encore de la gestion des fonds propres du groupe (90% en moyenne sur 10 ans), ABCA conserve l'ambition de développer les encours des clients externes (objectif de 800M€ d'AuM en 2025). C'est un relais de croissance et de récurrence important qui permettra de diversifier les revenus du groupe.

Recherche partiellement payée par l'Emetteur

Key data

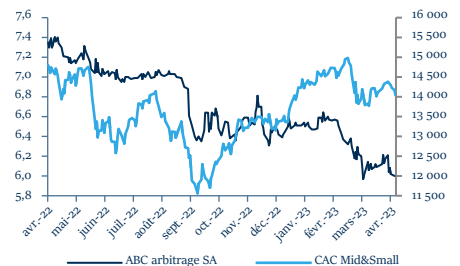
Prix actuel (€)	6,0
Secteur	Services financier
Ticker	ABCA-FR
Nb d'actions (M)	59,609
Capitalisation boursière	358,8
Volumes traités/jour (k titres)	29,323
Prochain événement	AG - 09/06/2023

Actionnaires (%)

Aubépar Industries	11,9
Financière WDD et D. CEOLIN	16,3
Eximium	7,1
Free float	52,0

BPA (€)	12/23e	12/24e	12/25e
Estimation	0,51	0,53	0,55
Changement de nos estimations (%)	na	na	na

Performance (%)	1D	1M	YTD
Evolution du cours	0,3	-0,2	-6,7
Rel CAC Mid&Small	1,2	-1,9	-11,2



TP ICAP Midcap Estimates	12/22	12/23e	12/24e	12/25e	Valuation Ratio	12/23e	12/24e	12/25e
Chiffre d'affaires (m €)	61,4	65,8	69,2	72,5	VE/Sales	5,3	4,9	4,6
ROC (m €)	29,2	30,9	32,1	33,2	VE/EBITDA	10,7	10,1	9,6
MOC (%)	47,5	46,9	46,4	45,8	VE/EBIT	11,2	10,6	10,0
BPA (publié) (€)	0,49	0,51	0,53	0,55	PER	11,7	11,3	10,9
Dividende (€)	0,41	0,43	0,44	0,46				
Dividend Yield (%)	6,8	7,1	7,4	7,6				
FCF (m €)	23,5	28,8	32,5	33,6				

 Analyst
 Jean-Pierre Tabart
 jptabart@midcap.com
 33473030976


DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
L'ACTIVITÉ D'ABC ARBITRAGE EN RÉSUMÉ	4
FOCUS SUR L'ORGANISATION DU GROUPE ET L'ACTIONNARIAT	5
UN TRACK-RECORD DE PERFORMANCE IMPRESSIONNANT	9
QUELS SONT LES LEVIERS DE CROISSANCE ?	11
FOCUS SUR LA STRUCTURE DE COÛTS	19
LES AMBITIONS DU NOUVEAU PLAN SPRINGBOARD 2025	21
DES CARACTÉRISTIQUES UNIQUES	22
VALORISATION	23
ANNEXES	24
FINANCIAL DATA	28
DISCLAIMER	29

Description

ABC Arbitrage est une société d'investissement spécialisée dans l'arbitrage. Fondée en 1995 et cotée en bourse depuis 1999, la société s'est construite une solide réputation dans le domaine de la gestion quantitative. Elle dispose d'un arsenal de stratégies complémentaires permettant d'identifier et d'exploiter les inefficiences qui apparaissent sur l'ensemble des places financières et pour différentes conditions de marchés.

La société investit ses propres capitaux propres et développe également une activité de gestion pour le compte de clients extérieurs (investisseurs institutionnels, family offices, etc.) au travers de fonds (ABCA Reversion et ABCA Opportunities) et de mandats de gestion.

SWOT Analysis

Strengths

- Equipes de direction et de gestion expertes et expérimentées
- Très bon track-record de résultats
- Payout et rendement élevés
- Approche disciplinée du risque

Weaknesses

- Activité soumise à une forte pression concurrentielle
- Pression sur les marges de certaines familles d'arbitrage
- Activité dépendante des conditions de marché
- Tension sur le recrutement et la rétention des talents

Opportunities

- Hausse de la volatilité sur les marchés
- Développement des encours dans la gestion pour compte de tiers
- Développement de nouvelles stratégies d'arbitrage
- Lancement de nouveaux produits

Threats

- Quantitative easing des banques centrales
- Evolution inappropriée de la réglementation
- Durcissement de la fiscalité
- Mauvaise perception des activités de trading en France

L'activité d'ABC Arbitrage en résumé

Un spécialiste de l'arbitrage. ABC Arbitrage est un gestionnaire de fonds d'investissements alternatifs, spécialisé dans les stratégies d'arbitrage, sur toutes classes d'actifs et près d'une centaine de marchés à travers le monde. L'activité d'arbitragiste consiste à tirer profit d'écarts de prix injustifiés entre des actifs financiers. Elle repose, chez ABC Arbitrage, sur une approche scientifique d'exploitation des inefficiences de marché. Les inefficiences de marché représentent une différence de prix mathématiquement injustifiée entre deux produits et régie par un processus de convergence permettant à l'arbitragiste d'en tirer un profit.

Exemples d'arbitrage. Le groupe opère un portefeuille d'une quarantaine de stratégies, multi-asset, sur près d'une centaine de marchés à travers le monde. Les stratégies sont pour la plupart confidentielles afin de préserver l'avantage compétitif de la société et la marge réalisée sur ces opérations (les dévoiler reviendrait à partager publiquement les opportunités offertes par le marché et donc à dégrader les conditions de rentabilité). La société donne néanmoins quelques exemples comme : les arbitrages de liquidité (exploitant les incohérences de prix provenant de déséquilibres entre l'offre et la demande), des arbitrages d'opérations sur capital (exploitant les probabilités de réussite d'une opération), les arbitrages de statistiques recouvrant un spectre large de stratégies systématiques (retour à la moyenne, suivi de tendance, etc.) exploitant les divergences de prix entre deux instruments corrélés, des arbitrages de modèles (exploitant les inefficiences détectées entre la valeur des modèles et les prix observés sur le marché).

Une approche globale et industrialisée de l'arbitrage. Les stratégies d'arbitrages du groupe reposent sur une approche systématique avec des processus d'analyse statistique objective, qui ne laissent pas de place à la spéculation ou aux convictions personnelles sur l'orientation des marchés. Capitalisant sur plus de 25 ans de développement, le groupe opère donc suivant une approche systématique et industrielle pour chasser et exploiter le plus grand nombre d'opportunités possibles sur l'ensemble des marchés. Les algorithmes d'ABC Arbitrage traquent les inefficiences de marché 24h/24 sur les 5 continents. A cet effet, le groupe mobilise des moyens importants pour disposer des ressources indispensables à son activité (infrastructure technologique, accès et traitement des données, etc.).

L'innovation comme moteur de croissance. L'activité d'arbitrage est une activité qui réclame un haut niveau d'investissement en technologie et en ingénierie logicielle. Pour maintenir son potentiel de croissance dans des environnements de marché en perpétuelle évolution et hyper concurrentiels, le groupe consacre des moyens importants à l'innovation dans le but notamment : 1/ d'adapter et perfectionner les stratégies d'arbitrages existantes, 2/ lancer et développer de nouvelles stratégies, 3/ améliorer les outils de production et les systèmes d'information afin d'opérer avec la meilleure infrastructure possible (performance, vitesse, stabilité, sécurité, conformité, etc.).

La gestion des risques. La recherche de rendement s'inscrit dans un cadre strict de contrôle des risques pour en assurer la pérennité et prévenir la société des risques de perte financière et de réputation qui pourraient lui nuire. La gestion des risques imprègne la culture d'entreprise d'ABC Arbitrage, depuis la direction du groupe jusqu'aux équipes opérationnelles. Elle se traduit par la mise en place d'une organisation et d'un ensemble de processus servant de garde-fou, s'agissant tant des règles de gestion (limitations d'encours, perte maximum, effet de levier, etc.) que des systèmes d'information (réalisation de contrôles automatiques, mises en place de verrous informatiques, traçabilité et archivage des opérations, etc.) ou de la séparation des fonctions de production et de contrôle. Deux départements (Finance/Contrôle interne et Risques de marché) regroupant environ 10% des collaborateurs et répondant directement à la direction générale et au conseil d'administration exercent un contrôle sur les différentes fonctions opérationnelles du groupe.

La gestion pour compte propre comme ADN. Créé en 1995, le groupe s'est développé jusqu'en 2010 sur la base de ses seuls fonds propres (≈ 150 M€ en moyenne ces 5 dernières années et ≈ 144 M€ ces 10 dernières années). Dans le cadre son activité, le groupe dispose d'accords de financement (auprès de plusieurs prime brokers) lui permettant de prendre des expositions plus importantes sur les marchés. Le levier utilisé s'inscrit dans une fourchette moyenne de 1x à 6x. La gestion pour compte propre constitue l'ADN du groupe et génère aujourd'hui encore plus de 90% des revenus du groupe.

La gestion pour compte de tiers comme relais de croissance. Depuis 2010, ABC Arbitrage développe également une activité de gestion pour compte de tiers. L'historique de croissance des encours sous gestion révèle une trajectoire de développement éloignée des objectifs initiaux. Si la collecte et les revenus tirés de cette activité ne sont pas au niveau des attentes, elle demeure néanmoins au cœur des priorités stratégiques d'ABC Arbitrage. Le groupe maintient ainsi des ambitions de développement élevées autour d'une activité susceptible de renforcer la qualité de son modèle (relais de croissance récurrent, diversification des revenus, levier d'amélioration du ROE) et donc de sa valorisation.

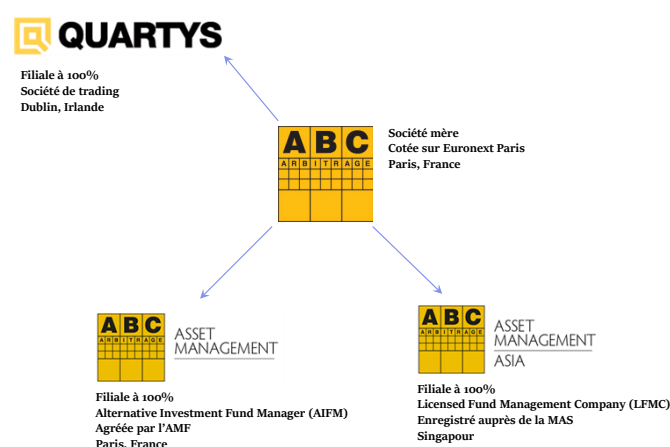
Un marché hyper concurrentiel mais difficile à photographier. ABC Arbitrage opère dans un marché hyper fragmenté et hyper concurrentiel, même si l'arbitrage reste une niche à l'échelle de l'ensemble de l'industrie financière. Appuyée par une vision de long terme, la permanence de son track-record de résultats fait d'ABC Arbitrage un acteur avec un savoir-faire établi et reconnu au sein d'une industrie où les acteurs vedettes changent au gré des époques, des opérations de rachats et des accidents de gestion.

Focus sur l'organisation du groupe et l'actionnariat

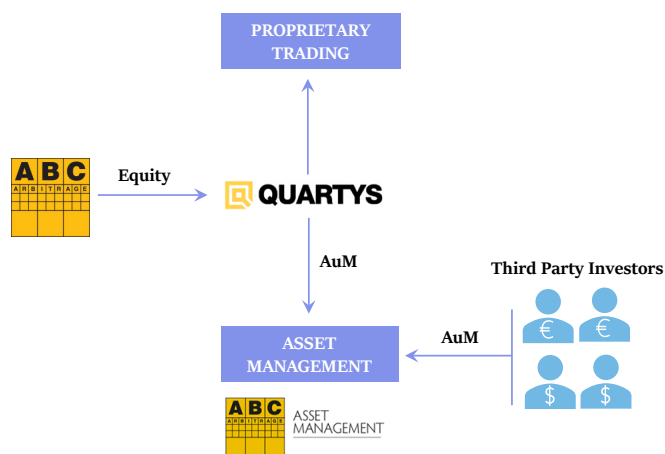
Le groupe se structure autour des entités suivantes :

- ABC Arbitrage est la société mère du groupe, cotée sur Euronext Paris. Elle exerce le rôle de holding et décide de la stratégie du groupe et des filiales ;
- Quartys est la société de trading basée à Dublin (Irlande) ;
- ABC Arbitrage Asset Management (Paris, France) et ABC Arbitrage Asset Management Asia (Singapour) sont les sociétés de gestion du groupe, respectivement agréées par l'AMF (AIFM) et par la MAS (LFMC) en tant que gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. Elles concentrent les équipes de recherche et développement et gèrent les actifs sous gestion du groupe, qu'ils s'agissent des fonds collectés auprès des clients extérieurs au groupe ou bien des propres fonds propres d'ABC Arbitrage.

Périmètre de consolidation du groupe



Organisation opérationnelle du groupe



Source: Société

Les 3 filiales sont détenues à 100% par ABC Arbitrage mais elles répondent à des règles de consolidation différentes :

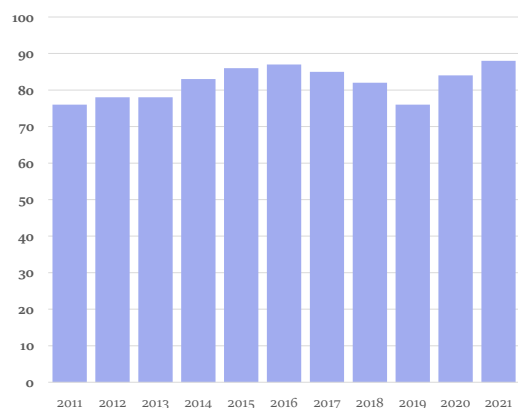
- Les sociétés de gestion sont consolidées par intégration globale. Leurs contributions aux revenus d'ABC Arbitrage sont constituées des commissions perçues (management fees et performance fees) ;
- Répondant aux conditions d'entité d'investissement¹ établies par la norme IFRS 10, Quartys ne fait pas l'objet d'une intégration globale (règle d'exemption prévue pour les entités d'investissement). Sa contribution aux revenus d'ABC Arbitrage est donc évaluée sur la base de la juste valeur par le résultat, soit la différence entre son produit d'activité et l'ensemble des charges supportées par la filiale (frais d'exploitation, impôts, etc.).

Le groupe réunit une centaine de collaborateurs, dont une majorité (≈70%) dédiée à la R&D (stratégies d'arbitrage, développement logiciel, etc.) et aux opérations de front office. Le reste des collaborateurs se répartit entre le Risk Management (contrôle des risques, compliance, etc.) pour environ ≈10% et les fonctions Support (≈10%) et Sales (≈10%). Compte tenu de la complexité et de la technicité de l'activité, le groupe recrute essentiellement des profils scientifiques (développeurs, ingénieurs systèmes et réseaux, Quants). La concurrence autour du recrutement des talents constitue un enjeu important et le groupe s'attache à offrir un cadre de travail attractif et des rémunérations compétitives pour attirer des profils de qualité.

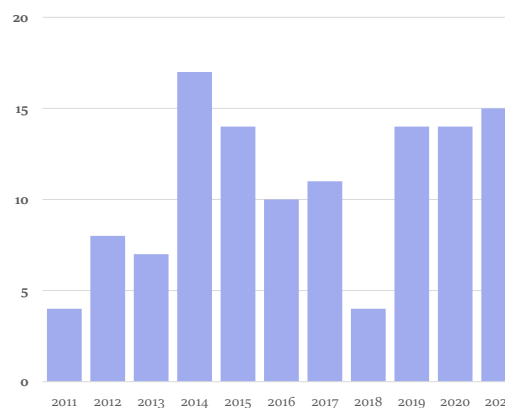
L'effectif progresse de façon régulière mais mesurée, permettant à ABC Arbitrage de conserver la taille d'une boutique à taille humaine ainsi qu'une culture orientée sur le résultat et la maîtrise des risques. Dans une industrie hyper-compétitive, où les profils scientifiques sont très recherchés, le turnover du groupe reste par ailleurs maîtrisé.

¹ Une entité est considérée comme une entité d'investissement si elle répond à toutes les conditions suivantes : 1/ elle obtient des fonds d'investisseurs en vue de leur fournir des services de gestion d'investissements; 2/ elle s'engage auprès de ses investisseurs à ce que l'objet de son activité soit d'investir des fonds dans le seul but de réaliser des rendements sous forme de plus-values en capital et/ou de revenus d'investissement; 3/ elle évalue et apprécie la performance de la quasi-totalité de ses investissements sur la base de la juste valeur.

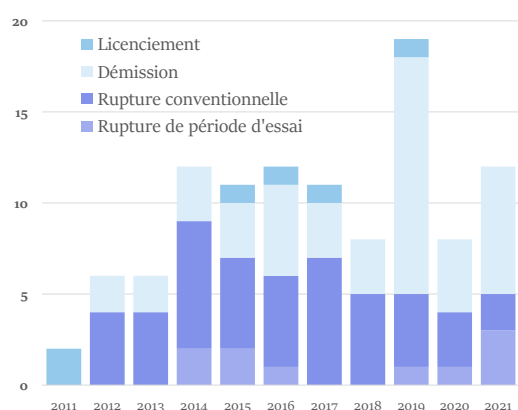
Evolution de l'effectif du groupe



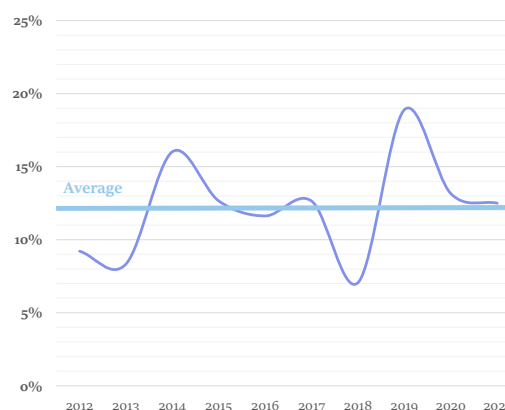
Evolution des recrutements en CDI



Evolution et nature des départs



Evolution estimée du turnover



Source: Société, Estimations TP ICAP

Les équipes opérationnelles sont encadrées par une équipe de direction très expérimentée et stable, garante de l'ADN et du savoir-faire du groupe. La plupart des dirigeants sont dans le groupe depuis plus de 20 ans. Le plan 2020-2022 aura également permis d'élargir et d'enrichir le comité de direction du groupe, intégrant notamment une série de promotions internes au sein d'ABCA AM.

Equipe dirigeante



Source: Société

Le système de rémunération des collaborateurs et des dirigeants vise à récompenser la performance collective, évaluée sur la base du résultat net du groupe. Une partie importante de la rémunération des collaborateurs repose donc sur une composante variable, qui leur permet d'espérer doubler leur salaire fixe.

La rémunération variable du Président-Directeur Général et du Directeur Général Délégué est également assise sur un objectif de performance (résultat net consolidé tenant compte de ces rémunérations variables), fixée par le conseil d'administration et approuvée par l'assemblée générale. Elle est calculée sur la base suivante :

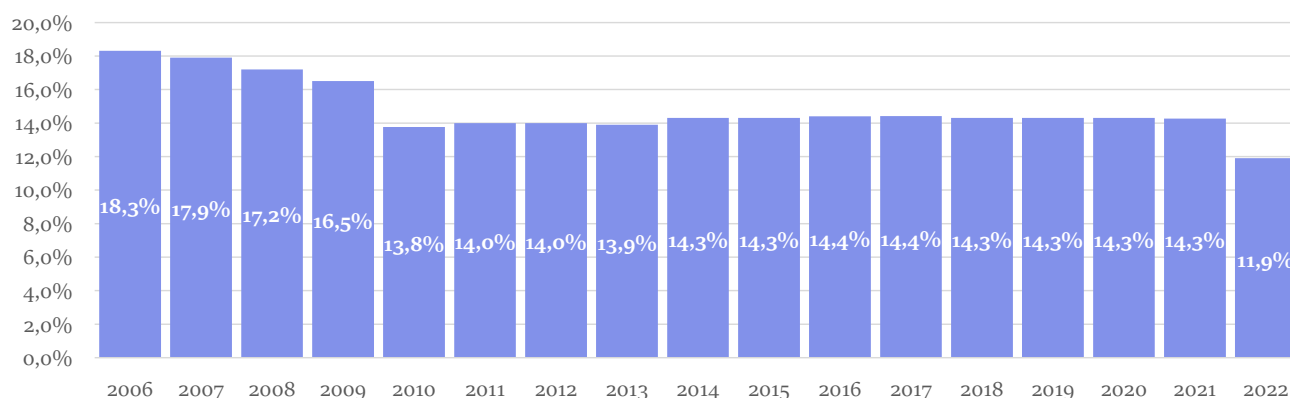
- 0€ pour un résultat net consolidé inférieur à 15M€ ;
- au maximum 0,374M€ (PDG) et 0,320M€ (DGG) pour un résultat net consolidé qui atteindrait 22M€ ;
- 3% du résultat net consolidé pour la part qui dépasserait 22M€.

Enfin, depuis plus de 15 ans, la volonté d'impliquer les équipes sur le long terme tout en assurant une convergence d'intérêts avec les actionnaires a également conduit la direction à mettre en place des outils d'intéressement au capital.

Les actionnaires fondateurs et dirigeants actuels détiennent de l'ordre de 40% de capital d'ABC Arbitrage, répartis en 4 grands blocs :

- Aubépar, holding de Xavier Chauderlot, co-fondateur et Président d'ABC Arbitrage de 1995 à 2004 (n'exerçant plus aucune fonction exécutive ou opérationnelle au sein du groupe depuis cette période). Aubépar est membre du conseil d'administration depuis 2007 et détient aujourd'hui 11,9% du capital ;

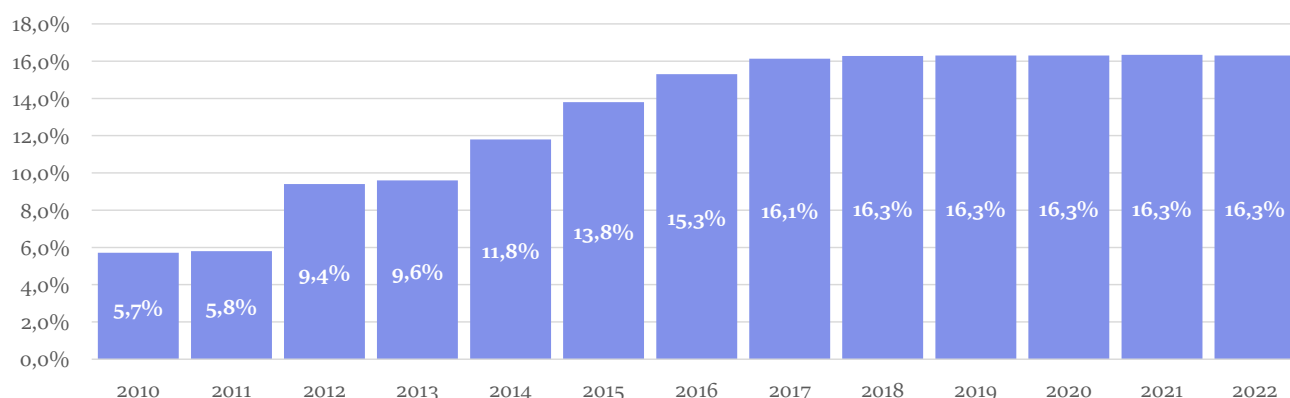
Evolution de la participation d'Aubépar



Source: Société

- Dominique Ceolin, co-fondateur et CEO du groupe, détient directement et indirectement (via Financière WDD) 16,3% du capital – Dominique Ceolin détenant 50,01% de WDD Financière. Les autres actionnaires sont Didier Le Menestrel et Christian Gueugnier (fondateurs de La Financière de l'Echiquier) au travers de Weber Investissements ;

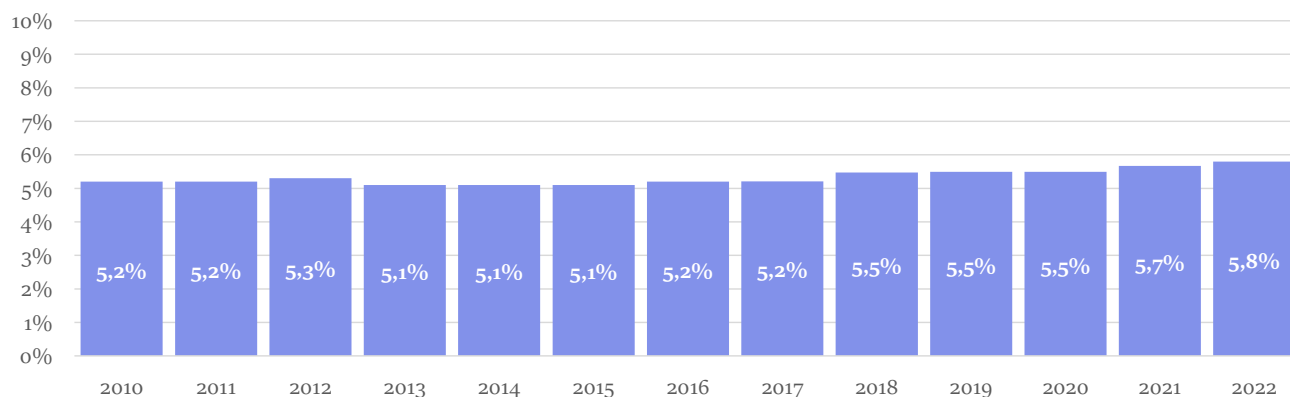
Evolution de la participation de Dominique Ceolin



Source: Société

- David Hoey, Directeur Général Délégué du groupe, détient 5,8% du capital ;

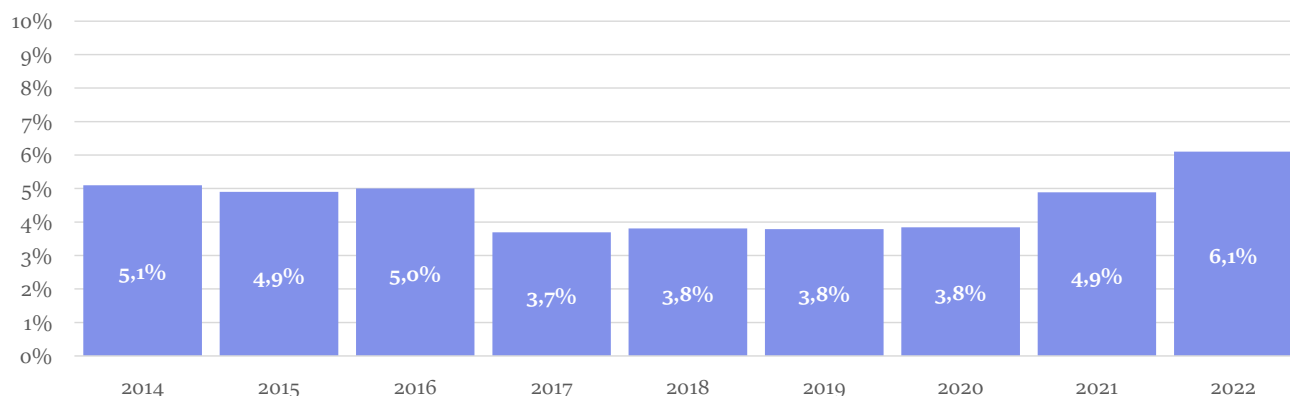
Evolution de la participation de David Hoey



Source: Société

- Enfin, un dernier bloc regroupant les autres dirigeants/collaborateurs du groupe, détenant ensemble 6,1% du capital.

Evolution de la participation des Autres Managers

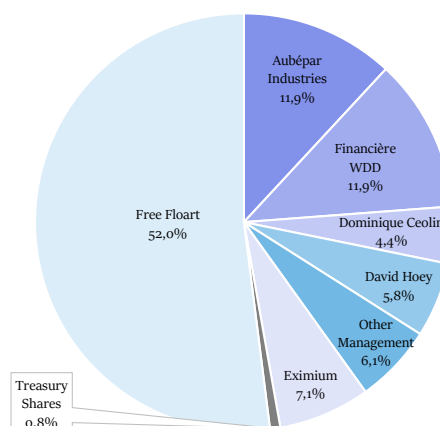


Source: Société

La présence des fondateurs et dirigeants parmi les actionnaires de référence d'ABC Arbitrage permet d'assurer un alignement des intérêts entre *insiders* et actionnaires minoritaires. Elle répond à un projet de construction patrimoniale avec une vision de long terme qui mêle une logique de croissance du résultat net dans un cadre de risque maîtrisé. La part des *insiders* au capital (autour de 40%) est restée relativement stable au cours de ces années passées.

Conseil d'Administration

Actionnariat



Source: Société

Un track-record de performance impressionnant

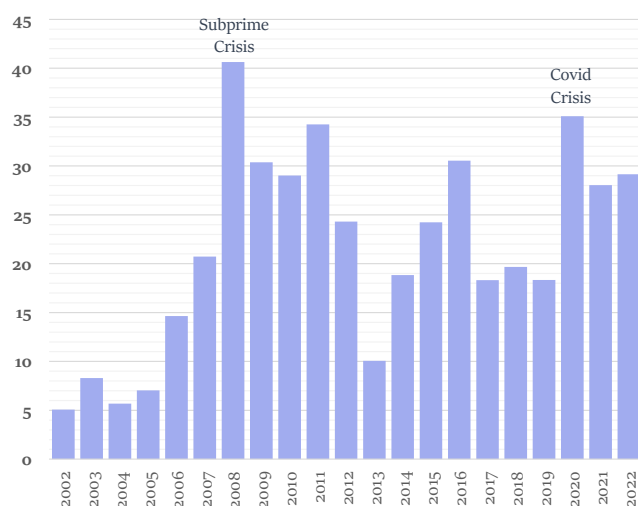
Le groupe cherche à faire croître ses résultats sous la contrainte d'une gestion maîtrisée des risques, ce qui l'amène à n'avoir généré jamais aucune perte depuis sa création en 1995. Le groupe a toujours été profitable et continuera de développer sa capacité bénéficiaire tout en maîtrisant les risques associés, afin de préserver la performance et l'intégrité des fonds utilisés.

Historiquement, ABC Arbitrage s'est développé autour d'une activité de gestion pour compte propre, c'est-à-dire en mobilisant et exploitant ses seuls fonds propres. La présence des fondateurs dirigeants comme actionnaires de référence a introduit une logique patrimoniale dans la conduite opérationnelle du groupe, garantissant le maintien d'un bon équilibre dans la gestion du couple risque/rendement. Même si ABC Arbitrage s'est ouvert depuis 2010 à la gestion pour compte de tiers, le groupe a gardé cet ADN – d'autant qu'il investit également une partie de son Equity dans les fonds qu'ils commercialisent auprès de clients externes.

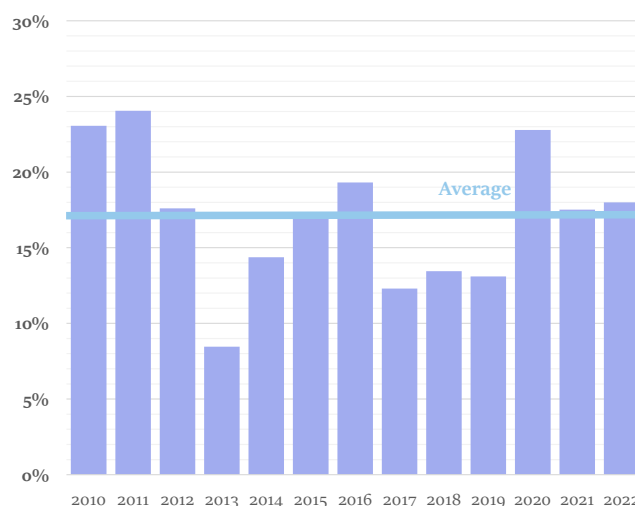
Le groupe présente un impressionnant track-record de résultats, boostés les années de fortes turbulences sur les marchés en raison de conditions (volatilité, volume) particulièrement favorables à l'activité de la société qui sont généralement associées à un marché fortement baissier (à l'exemple de 2008 et 2020).

Le groupe affiche une rentabilité élevée de ses fonds propres, avec un ROE moyen de 17% sur 2010-2021. Les fonds propres constituent le principal actif d'ABC Arbitrage puisque c'est par l'exploitation de ce capital que le groupe tire encore aujourd'hui plus de 90% de ses revenus. Les stratégies d'arbitrage ayant des capacités structurellement limitées (taille du marché, concurrence, etc.), le groupe ne conserve que le niveau de capital qui lui est nécessaire pour conduire son activité, ce qui l'amène à reverser la majeure partie de ses résultats. C'est une caractéristique forte et permanente de l'equity story du titre.

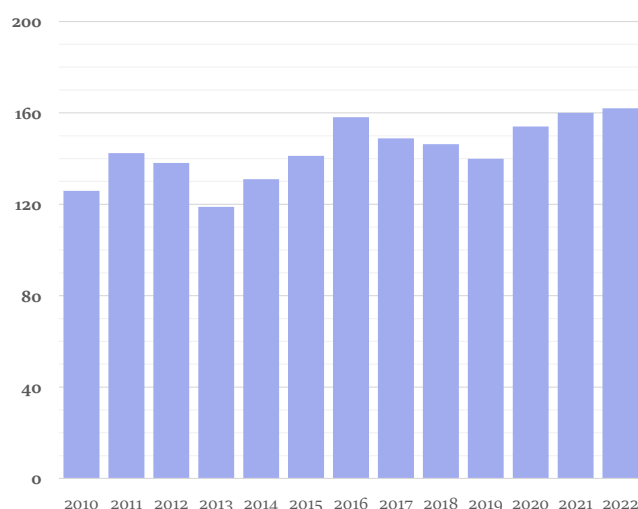
Net Income over 20 Years (€M)



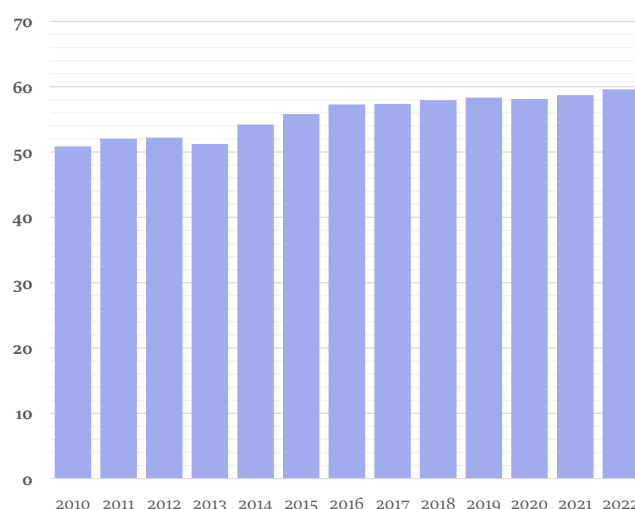
ROE (%)



ABC Arbitrage's Equity (€M)



Basic Shares Outstanding (M)

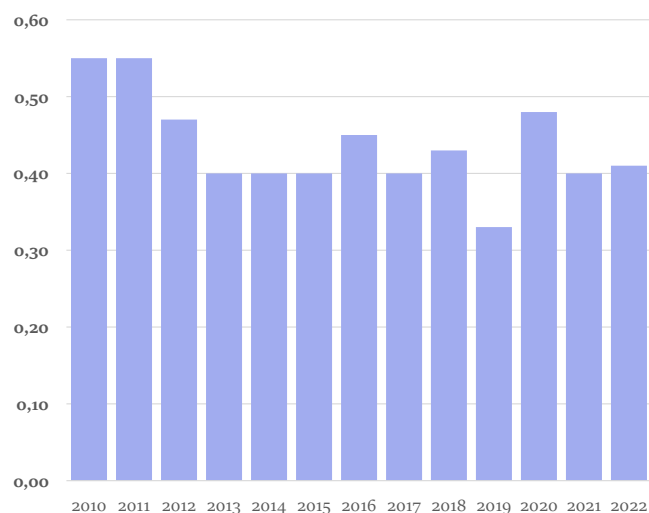


Sources: Société, Factset

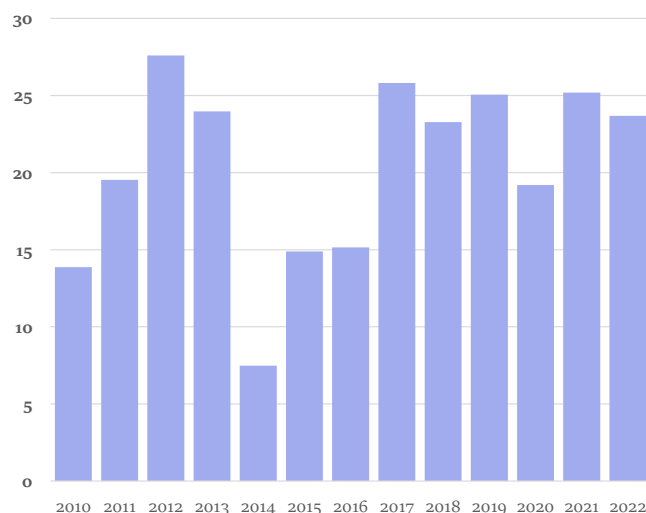


Avec un payout ratio moyen de $\approx 100\%$ sur la période 2010-2022, le groupe a tendance à reverser à ses actionnaires l'intégralité du résultat net qu'il génère – parfois un peu plus, parfois un peu moins, le payout ratio évoluant selon les années entre $\approx 80\%$ et $\approx 120\%$, à l'exception notable de 2013 où il avait atteint 210%. Cela fait d'ABC Arbitrage une valeur de rendement attractif et pérenne – le titre affichant entre 2010 et 2022 un rendement moyen de 7%.

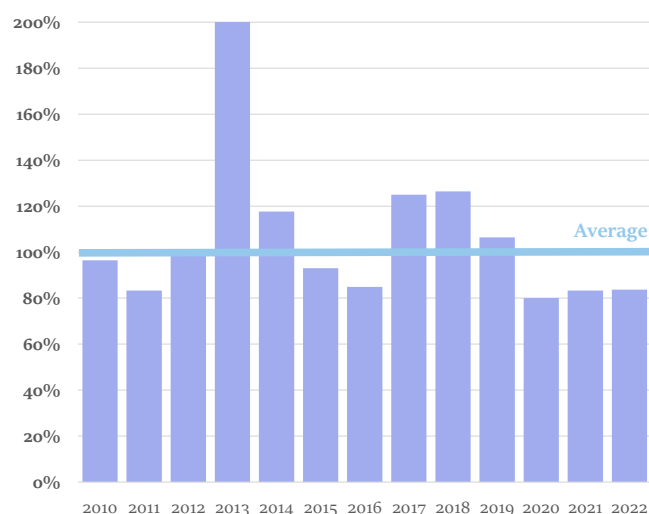
Dividend Per Share (€)



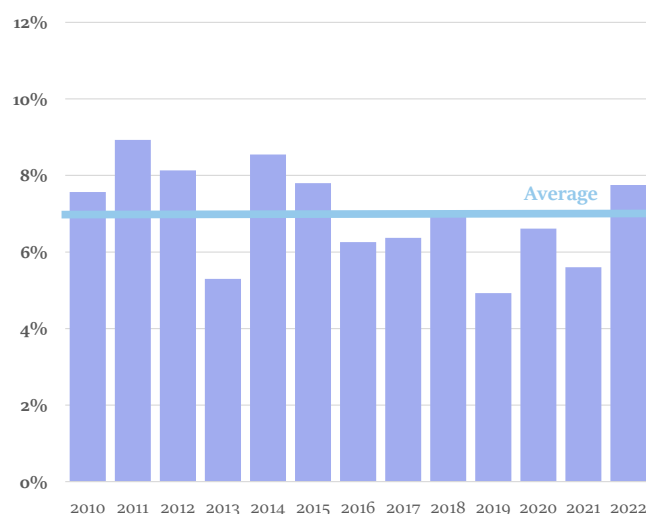
Dividend Paid in Cash (€M)



Payout Ratio (%)



Dividend Yield (%)



Sources: Société, Factset

Quels sont les leviers de croissance ?

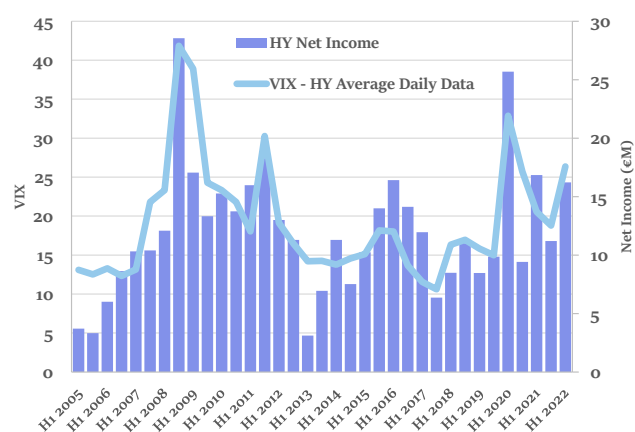
Les facteurs de marché

A l'image des conditions météo qui affectent une course nautique (vent, houle, précipitation, etc.), l'activité d'arbitrage est soumise à des facteurs exogènes. Depuis toujours, ABC Arbitrage met en avant 3 facteurs susceptibles d'impacter, de manière très significative, ses conditions d'activité : la volatilité, les volumes échangés et l'activité *corporate* des émetteurs cotés (émissions, M&A, etc.). Le niveau et l'évolution de ces paramètres de marché impactent de façon directe et matérielle l'activité du groupe. Plus la volatilité et les volumes sont importants et plus le marché présente des opportunités d'arbitrage à exploiter. Il existe ainsi un lien direct puissant entre la qualité de certains paramètres de marché (volatilité, volume) et la qualité des résultats du groupe.

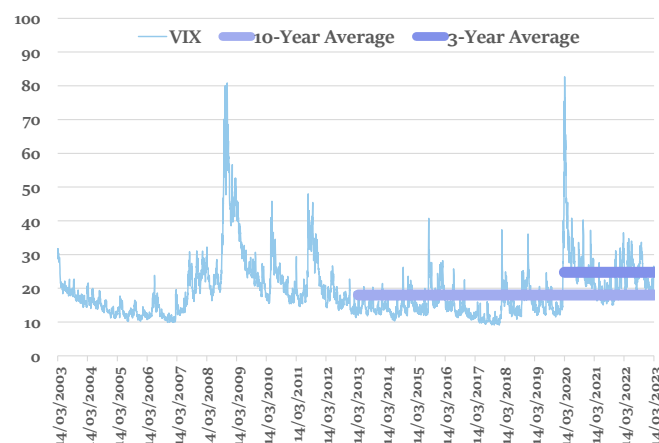
La volatilité

Le graphique ci-dessous pointe la relation directe entre le niveau de résultat net d'ABC Arbitrage et le niveau de volatilité des marchés. Les périodes de pic de volatilité (S2 2008 ou S1 2020) correspondent aux périodes où ABC Arbitrage a généré ses résultats les plus élevés. A l'inverse, quand la volatilité recule, les résultats baissent, toutes choses égales par ailleurs.

Relationship Between Net Income and VIX



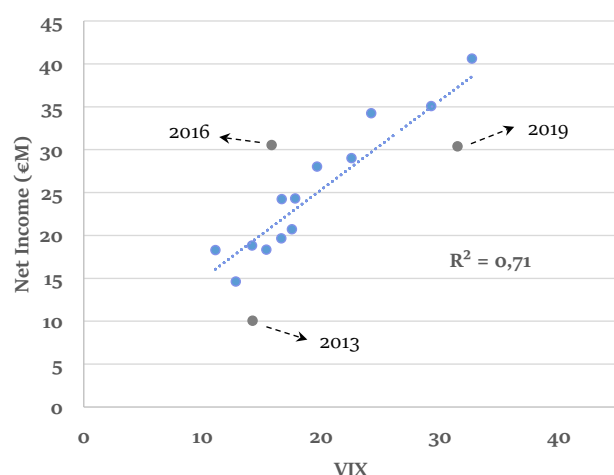
VIX Trend Over 20 Years



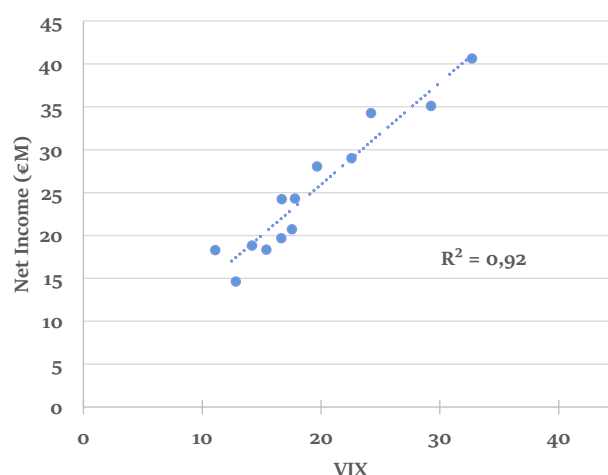
Source: Société

Dans le détail, on observe en effet une forte corrélation ($>0,7$) entre les deux variables. En excluant 3 exercices (2013, 2016, 2019) sur les 16 étudiés, la corrélation dépasse même 0,9. Autrement formulé, dans plus de 80% des cas, la corrélation entre le RN et le VIX est très élevée. Plusieurs facteurs peuvent par ailleurs expliquer en partie certaines déviations (les effets de l'innovation qui permettent à ABC Arbitrage d'enrichir son portefeuille de stratégies pour mieux tirer profit d'un environnement de volatilité basse, évolution des OPEX en décalage ponctuel avec l'évolution des revenus, effet de changement d'organisation et/ou de règles de comptabilisation, etc.).

Positive Correlation Between Net Income and VIX Over 2006-2021



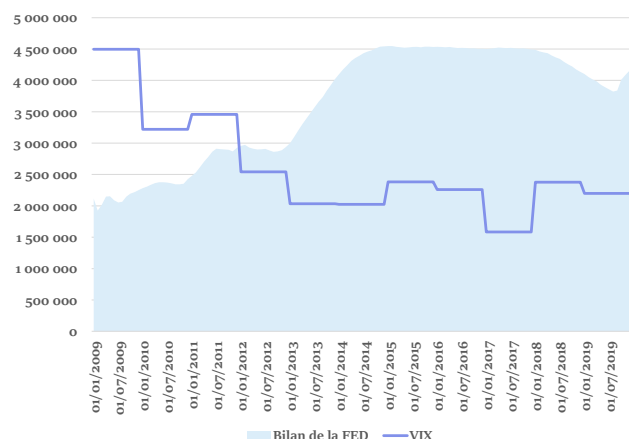
Positive Correlation Between Net Income and VIX Over 2006-2021, Excluding 2009-2013-2016



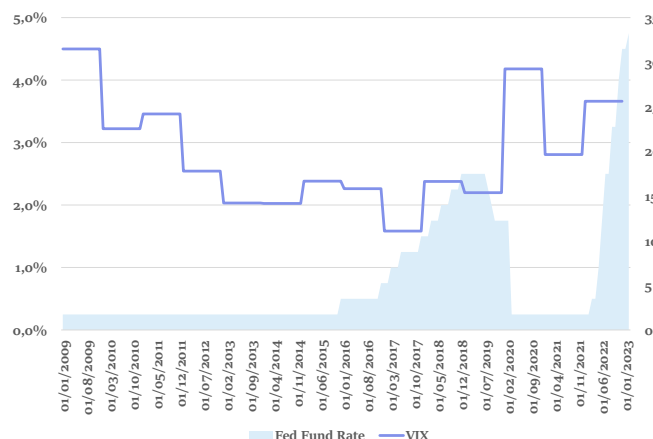
Source: Société

Dans ce contexte, ABC Arbitrage a évolué durant une décennie dans un environnement clairement défavorable au développement de son activité. L'intervention des Banques Centrales a eu pour effet de réduire tendanciellement la volatilité des marchés, via l'injonction massive de liquidités destinée à éteindre tout départ d'incendie sur les marchés, et une politique de taux bas. La longueur de cette séquence a néanmoins conduit le groupe à s'adapter et à développer des stratégies capables de mieux exploiter cet environnement adverse.

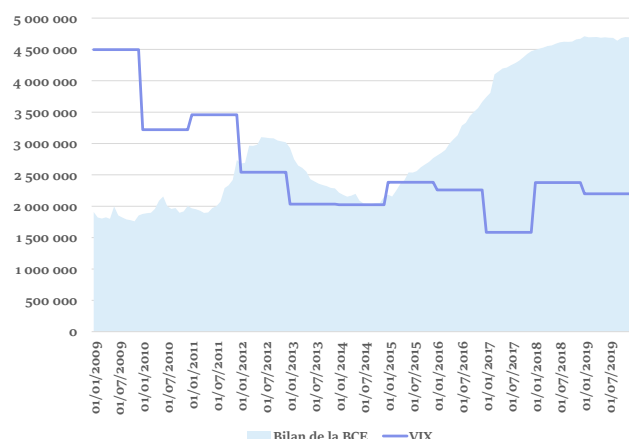
Evolution du Bilan de la FED



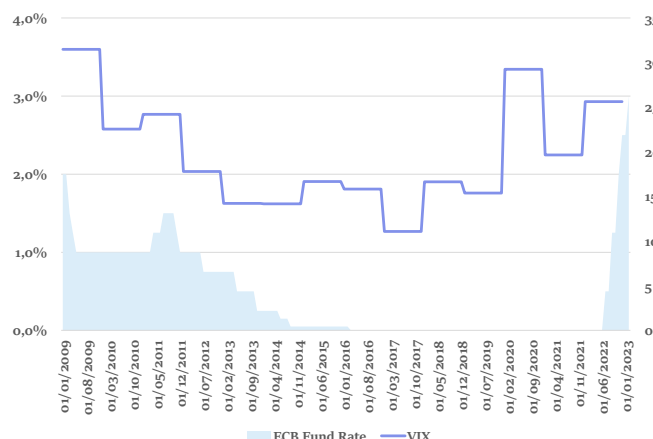
Evolution des Fed Funds Rate



Evolution du Bilan de la BCE



Evolution du taux directeur de la BCE



Sources: Fred, ECB, Factset

Depuis 2022, l'action des autorités monétaires (relèvement des taux, volonté de commencer à réduire la taille de leur bilan) pourraient initier un cycle de normalisation permettant de redonner sa juste valeur au risque ainsi qu'un retour de la volatilité, ce qui constituerait un levier pour l'activité du groupe et la croissance de ses résultats.

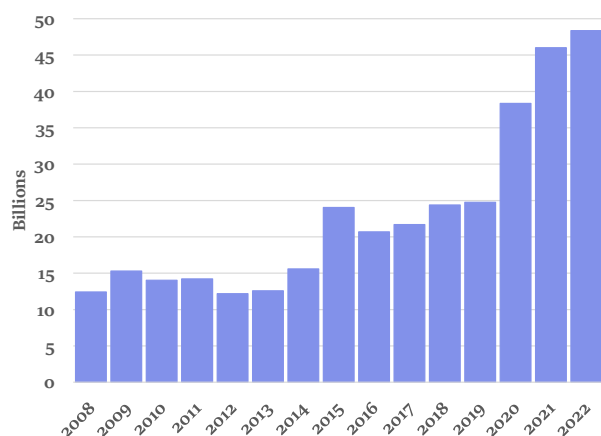
Les volumes

Les volumes constituent également un facteur de performance important puisqu'ils offrent :

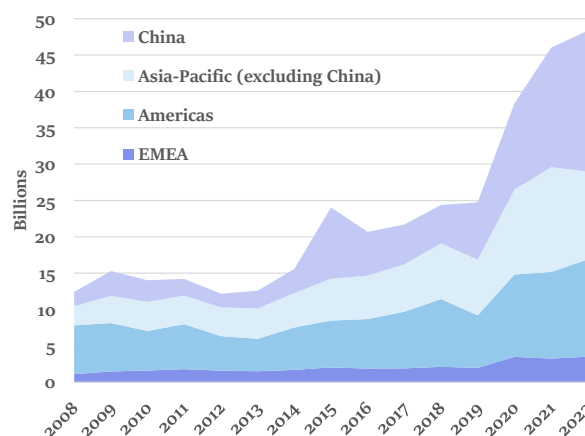
- 1/ l'accès à un champ d'opportunités plus large ;
- 2/ la garantie de pouvoir effectivement et rapidement exploiter ces opportunités.

Sur les 15 dernières années, les volumes sur les marchés actions ont connu une forte croissance, avec un quasi triplement des volumes, avant tout porté par l'Asie (7x), même si la croissance se lit aussi, bien que dans une moindre mesure, en Amériques (2x) et en EMEA (3x).

Total Equity Market – Number of Trades (EOC)



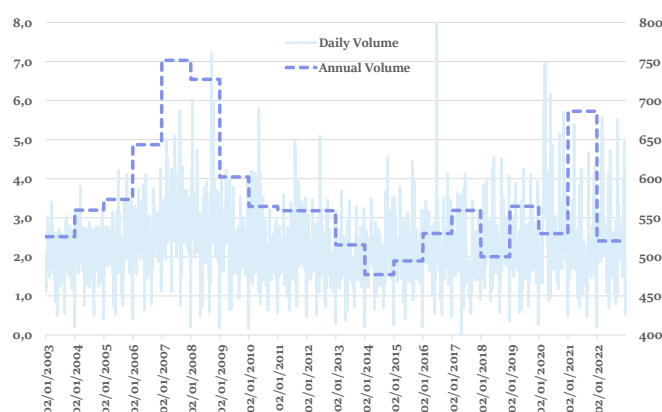
Geographical Breakdown



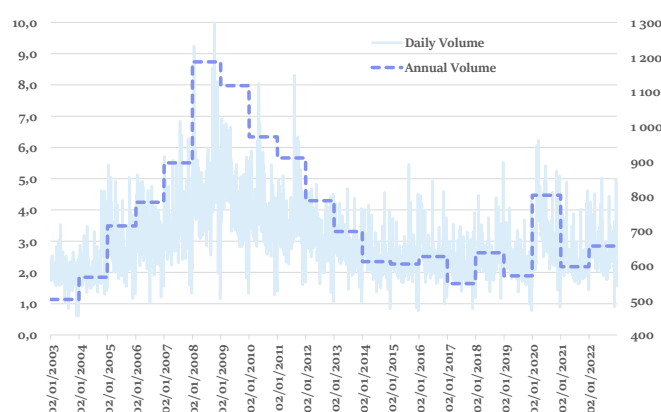
Source: World Federation of Exchanges

La plus grande maturité des marchés aux US et en Europe de l'Ouest pousse logiquement à élargir le champ d'intervention sur de nouveaux marchés et de nouveaux actifs afin d'accroître le bassin d'opportunités exploitables. Si globalement les volumes progressent, ils sont également susceptibles de reculer sur certaines classes d'actifs ou sur certains marchés. Dans ce contexte, le développement de l'empreinte internationale et multi-asset du groupe est un levier indispensable pour qu'ABC Arbitrage puisse continuer à étendre sa capacité d'action. Cela justifie que le groupe maintienne d'ailleurs un effort soutenu d'investissement et d'innovation dans le temps.

Volume Traded on Eurostoxx 600



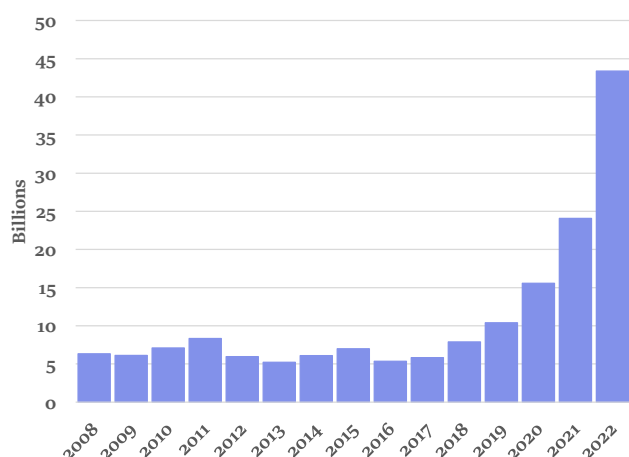
Volume Traded on S&P 500



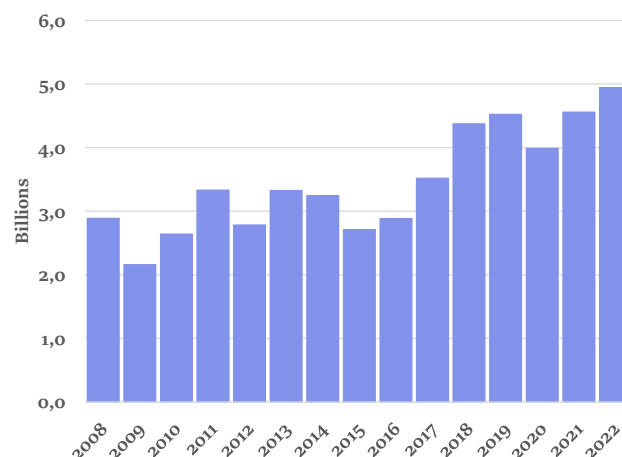
Source: Factset

Une lecture sur les volumes historiques concernant les produits dérivés (Indices, Taux, Change, matières premières) montre également une tendance très nette de croissance au cours des 15 dernières années.

Stock Index Derivatives – Contracts Traded

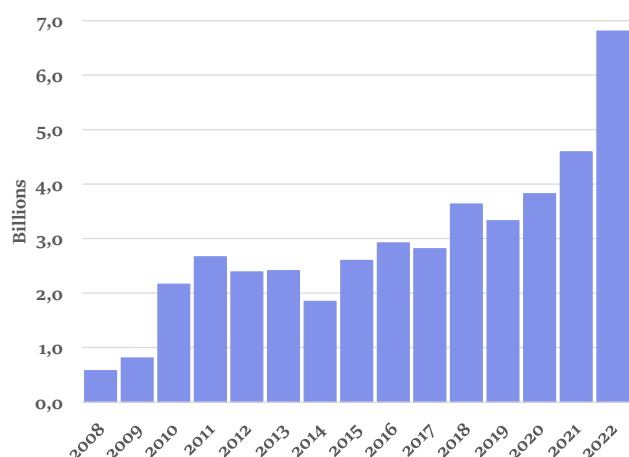


Interest Rate Derivatives – Contracts Traded

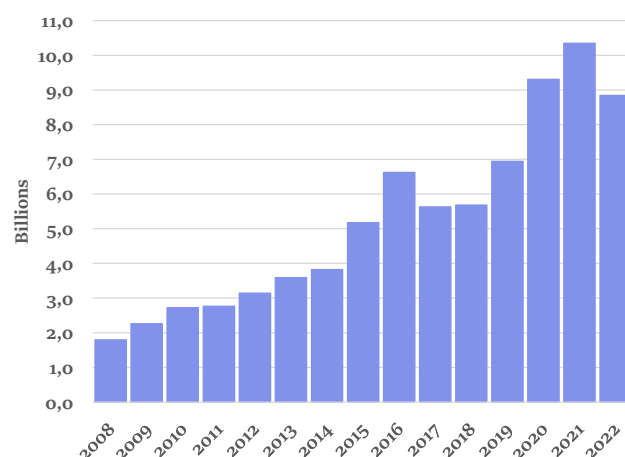


Source: World Federation of Exchanges

Currency Derivatives – Contracts Traded



Commodity Derivatives – Contracts Traded

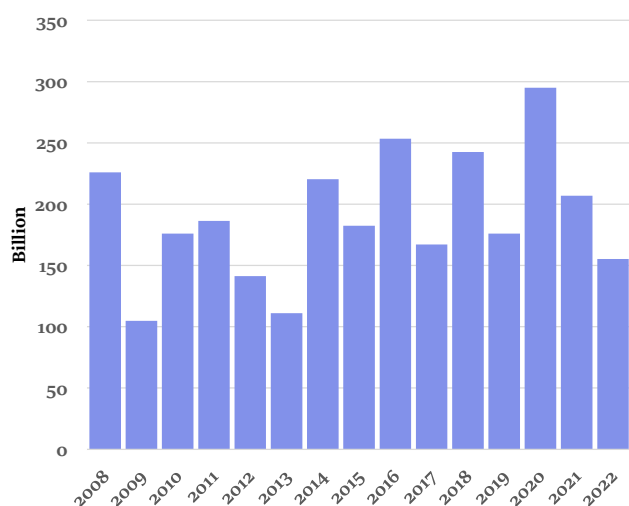


Source: World Federation of Exchanges

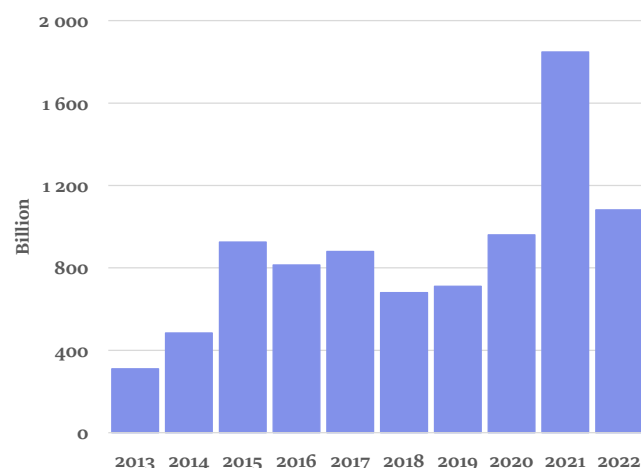
L'activité *Corporate* des émetteurs cotés

Un certain nombre de stratégies d'arbitrage est dépendant de l'activité *Corporate* des émetteurs sur les marchés financiers (M&A, émissions de titres). Un marché ayant une activité *Corporate* pauvre constitue naturellement un frein au développement de ces stratégies, puisqu'elle génère un déficit d'opportunités à exploiter. Le potentiel de ces stratégies a ainsi naturellement tendance à évoluer à contre-courant de la volatilité. L'activité *Corporate* est traditionnellement plus forte dans des marchés haussiers sans pic de volatilité.

Worldwide Takeover Bids (Transaction Value)



Worldwide Equity Market – Total Capital Raised



Source: Factset

Les leviers internes

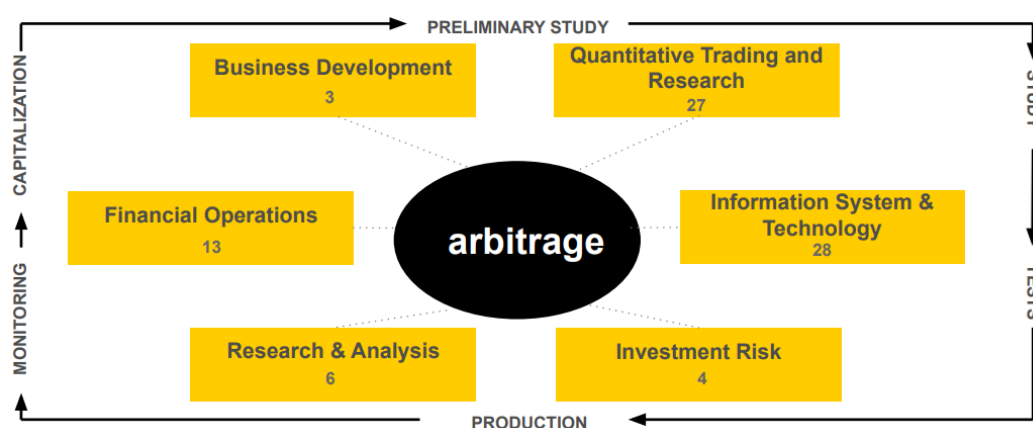
Indépendamment des conditions de marchés, sur lesquelles ABC Arbitrage n'a aucune prise, le groupe travaille des leviers qui sont susceptibles de nourrir sa capacité de croissance organique selon un double axe :

- Pouvoir identifier de nouvelles opportunités d'arbitrage. Un focus permanent est porté sur l'innovation pour enrichir et développer le portefeuille de stratégies d'arbitrage. Le groupe consacre des moyens de R&D importants (une trentaine de collaborateurs est dédiée au département Quant Trading & Research) pour 1/ enrichir/adapter ses stratégies existantes, 2/ développer de nouvelles stratégies, 3/ étendre ses stratégies à de nouvelles classes d'actifs ;
- Accroître l'empreinte opérationnelle du groupe pour pouvoir capter le maximum de ces opportunités. Le groupe alloue de la même manière des moyens importants pour développer sa capacité industrielle à détecter et traiter les opportunités d'arbitrage sur les différents marchés. Elle implique de développer la capacité et la vélocité de ses infrastructures techniques, de ses systèmes d'informations et de ses algorithmes. Une trentaine de collaborateurs est ainsi dédiée au département Information System & Technology.

Ces leviers expliquent l'investissement qu'ABC Arbitrage consacre au développement de son capital humain alors que la technologie et l'expertise restent les moteurs de développement du groupe.

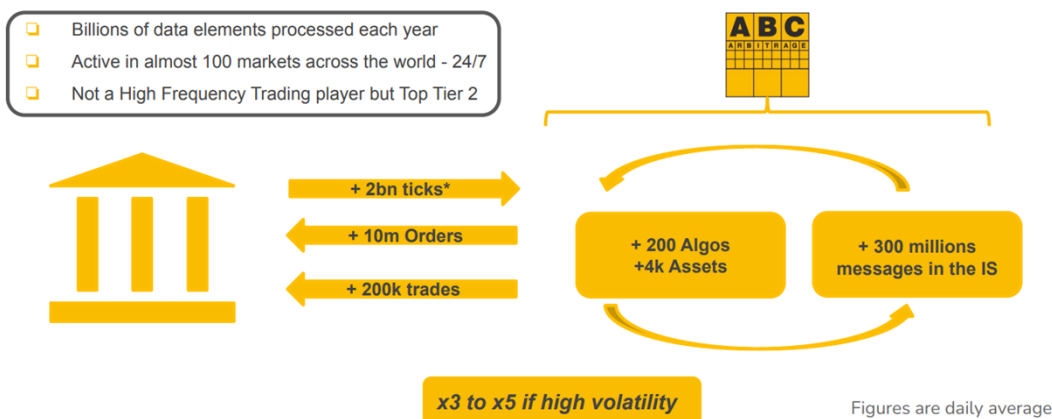
A cet égard, ABC Arbitrage peut être considérée comme une société de technologie à part entière. Plus d'un collaborateur sur deux exerce une activité de programmation. En proportion, la R&D est aussi la principale fonction du groupe (vs 10% en S&M). Il existe très peu d'exemples de groupes cotés dont la R&D est aussi directement génératrice de revenus et profitable.

Talent Breakdown



Source: Société

Scalable & Fast Trading Systems



Source: Société

La gestion pour compte de tiers

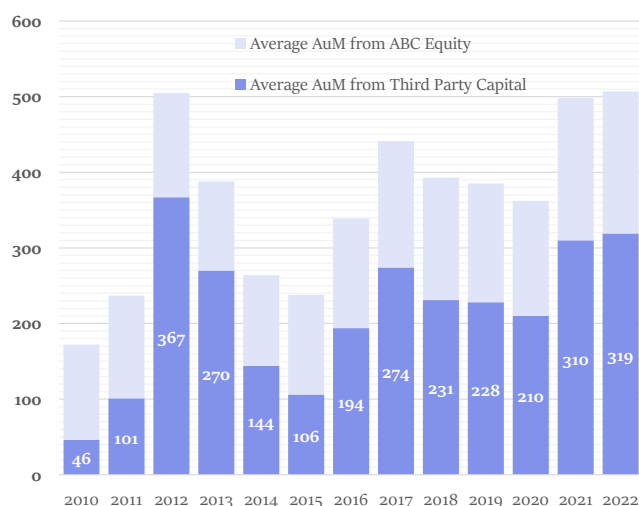
La gestion pour compte de tiers a des racines lointaines, puisque le lancement du premier fonds remonte à 2007 (principalement incubé avec des capitaux d'ABC Arbitrage). Mais c'est à partir de 2010 que le groupe lance la commercialisation du fonds ABCA Reversion, suivie en 2015 du fonds ABCA Opportunities. Ces deux fonds disposent aujourd'hui d'un long-track record.

C'est un axe de croissance important dans la stratégie de développement du groupe, même si le niveau de collecte a historiquement connu des hauts et des bas et n'a finalement pas atteint, sur la période du précédent plan (2020-2022), les ambitions que le groupe s'était fixées. Pour expliquer le retard sur la collecte, plusieurs facteurs peuvent être mis en avant :

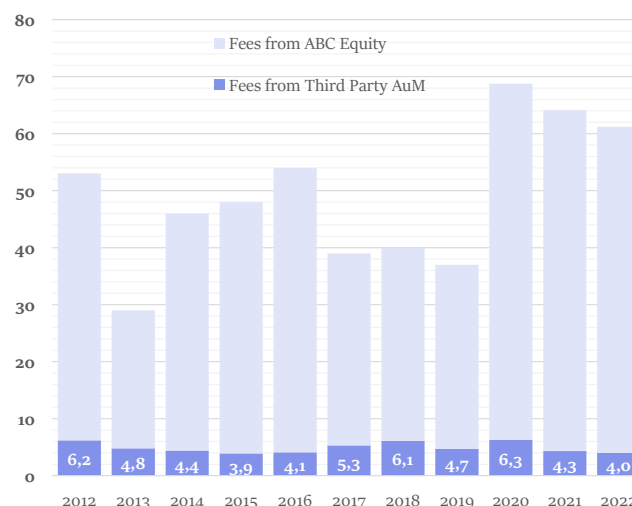
- pour la période 2010-2020, le contexte d'assouplissement monétaire et de faible volatilité sur les marchés a rendu l'offre d'ABC Arbitrage globalement moins attractive que d'autres classes d'actifs ;

- pour la période plus récente, la collecte a été freinée en 2022 par 1/ une performance du fonds ABCA Reversion inférieure à la performance que les investisseurs étaient en droit d'espérer compte tenu du pic de volatilité observé en mars, amenant le groupe à considérer que la performance du fond n'avait pas répondu aux attentes de son « contrat moral » (forte performance en période de forte turbulence), 2/ un catalogue produits pas assez en phase avec la demande du marché, amenant le groupe à retravailler sa gamme et le marketing de ses fonds et travailler au lancement de nouvelles idées.

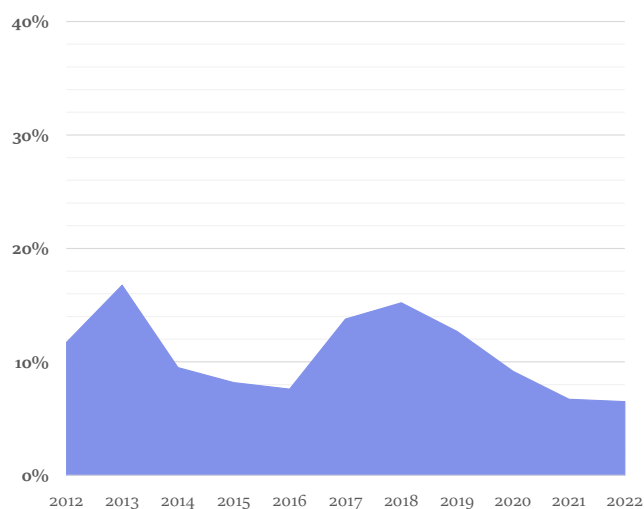
Average Asset Under Management (€M)



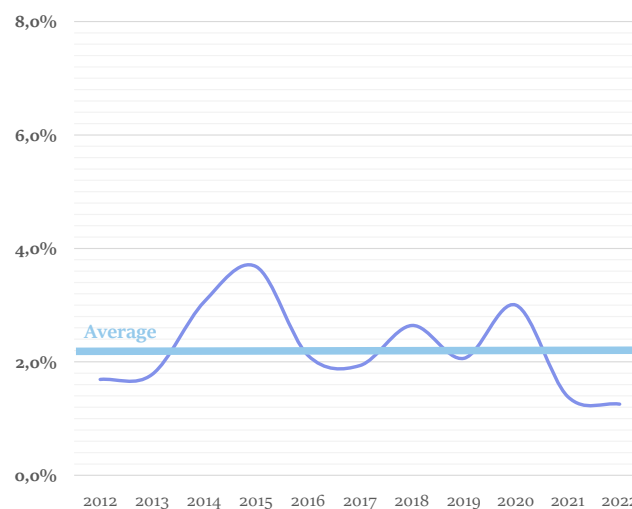
Fees From ABC Equity & Third Party Capital (€M)



% of Third Party fees Over Total Revenue



Net Return on AuM from Third Party Capital (%)



Sources: Société, Factset

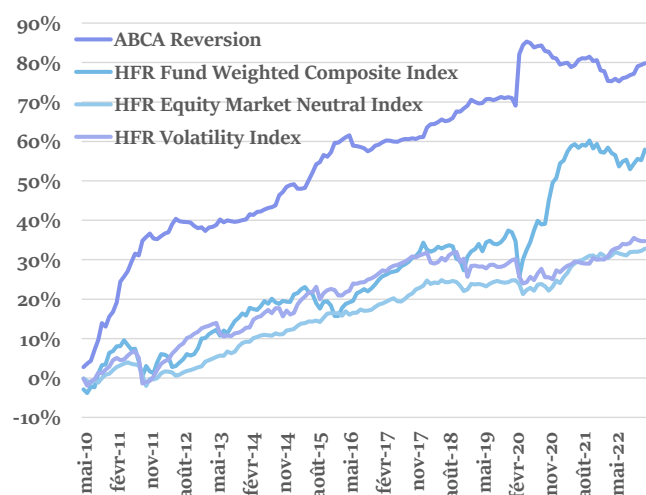
L'ambition de développer la gestion pour compte de tiers reste néanmoins au cœur de l'equity story d'ABC Arbitrage. Cette activité compte parmi les piliers du nouveau plan stratégique 2023-2025. Le groupe a ainsi réitéré son ambition d'atteindre un encours sous gestion de 1 Md€, dont 800 M€ auprès de clients externes. S'il a échoué à atteindre cet objectif dans son précédent plan, le groupe semble aujourd'hui mieux armé pour réussir. Les investissements de développement et de structuration réalisés sur 2020-2022, ainsi que les leçons tirées de l'échec sur la collecte sur la même période, mettent aujourd'hui ABC Arbitrage dans une position beaucoup plus favorable pour atteindre ses ambitions :

- Si les fonds existent depuis de nombreuses années, la gestion pour compte propre marque l'ADN profond d'ABC Arbitrage. Le développement de la gestion pour compte de tiers réclame une courbe d'apprentissage sur laquelle le groupe a bien avancé ces dernières années ;
- Le groupe a consacré des moyens pour structurer une équipe entièrement dédiée au développement commercial de la gestion pour compte de tiers ; c'est l'une des constructions importantes du plan 2020-2022 sur laquelle ABC Arbitrage va pouvoir capitaliser. L'équipe est pleinement opérationnelle et le plan 2023-2025 devrait en tirer les bénéfices ;
- Des outils de CRM et de *reporting* ont été mis en place, permettant d'avoir un meilleur mapping et un meilleur suivi des prospects/clients. Le groupe a ainsi développé sur 2020-2023 une base de contacts bien plus importante et bien plus qualifiée qu'elle ne l'était par le passé, avec des échanges répétés qui devraient porter leurs fruits sur 2023-2025.

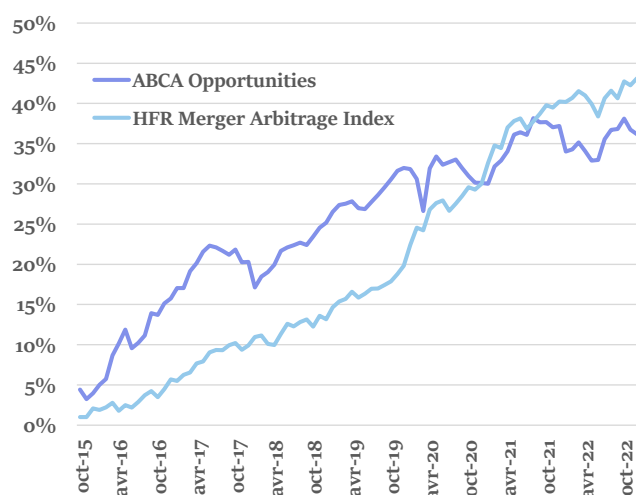
Le catalogue regroupe aujourd'hui deux fonds :

- **Reversion.** C'est un fond regroupant des stratégies conçues pour générer de la performance dans des marchés particulièrement volatiles. C'est le fonds flagship du groupe. Il concentre la majorité des encours sous gestion des clients externes ($\approx 75\%$) et dispose d'une forte identité de fond défensif dans un environnement volatile auprès des investisseurs – notamment en Amérique du Nord auprès de hedge funds diversifiés ;
- **Opportunities.** L'identité du fond a été repensée début 2022, après avoir considéré qu'il était trop diversifié par rapport aux attentes des clients. Opportunities est construit autour d'un mix de stratégies complémentaires permettant de générer de la performance dans des conditions de marchés variées – quand Reversion vise à générer de la performance dans un marché très volatile. Le fond est ainsi investi sur des stratégies de Quant M&A (dont le champ d'opportunités se développe dans des marchés calmes) et des stratégies structurées pour fonctionner dans des marchés plus agités ($\approx 40\%$ du fond sont ainsi investis dans Reversion).

ABCA Reversion Fund Performance Since Inception



ABCA Opportunities Performance Since Inception



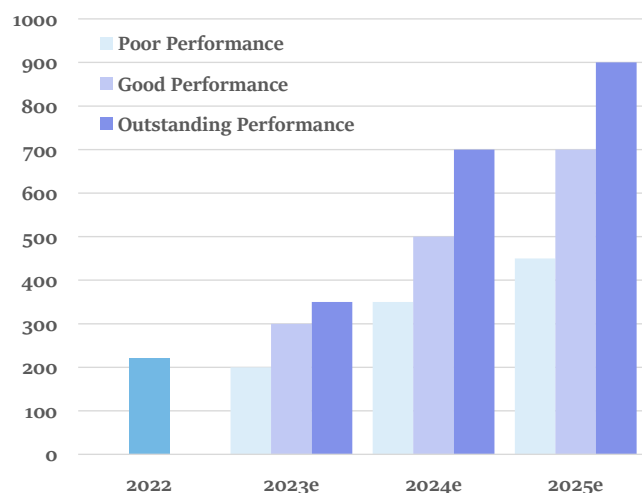
Source: ABC Arbitrage, Hedge Fund Research

Le catalogue devrait continuer à s'enrichir pour permettre à ABC Arbitrage de disposer d'une offre plus large pour répondre aux besoins des clients. Le groupe travaille ainsi au lancement de nouveaux fonds (cryptomonnaies, ETF). Au-delà des fonds, le groupe est également en mesure désormais de répondre aux besoins des clients par le biais de mandats de gestion, qui permettent d'offrir des stratégies personnalisées en fonction de leurs objectifs de gestion.

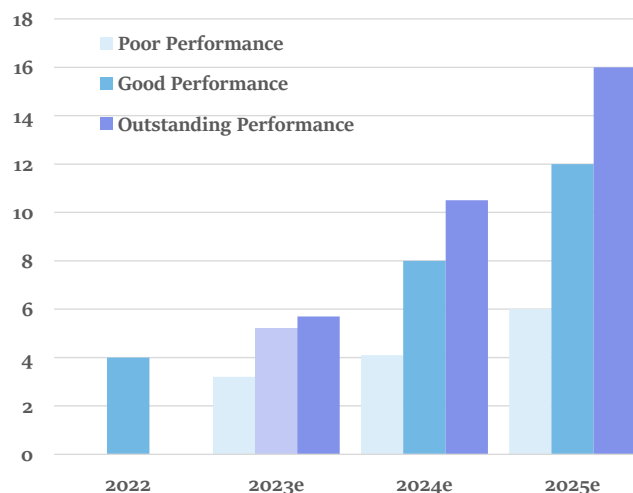


L'ambition du plan 2023-2025 d'atteindre 800 M€ d'AuM auprès d'investisseurs extérieurs constituerait un changement d'échelle important au regard de l'AuM à fin 2022 (≈ 220 M€). Dans l'hypothèse où le groupe atteindrait cet objectif de collecte, il devrait bénéficier d'un incrément de revenus bruts de l'ordre de 16 M€ (vs 4M€ en 2022) qui apporterait un gros levier de croissance sur le résultat net en permettant un meilleur amortissement de la structure de coûts. Il faut en effet garder en tête que la gestion pour compte de tiers utilisant l'infrastructure et les moyens mobilisés pour la gestion pour compte propre, elle apporte un complément de revenus sans alourdir la structure de coûts. Elle permet ainsi de mieux rentabiliser l'actif économique du groupe par un effet de scalabilité.

External Third Party AuM Growth Scenarios



Gross Revenue From External Third Party AuM



Source: ABC Arbitrage

Même si c'est un levier important pour la croissance du résultat net d'ABC Arbitrage, les revenus issus de la gestion pour compte de tiers ne resteront qu'un complément – la gestion pour compte propre devant continuer de générer plus de 80% des revenus du groupe.

La rémunération repose sur des management fees de 1,5% et des performance fees de +20% (appliquées sur la performance au-dessus du taux monétaire + 1%). La société estime pouvoir atteindre en moyenne une rentabilité brute proche de 2% sur les AuM des clients extérieurs, soit ≈ 1 M€ pour 50 M€ d'AuM.

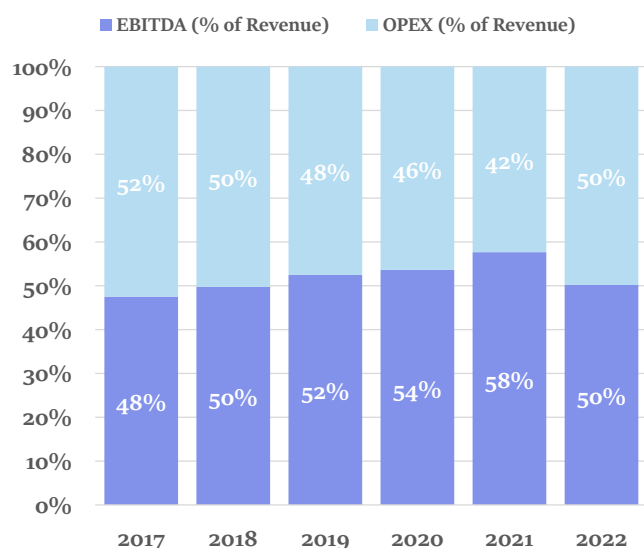
Au final, le développement de la gestion pour compte de tiers constitue un élément favorable de l'equity story compte tenu :

- de l'effet de levier que cette activité pourrait générer sur le résultat net du groupe ;
- de l'effet de diversification et de récurrence que cette activité est susceptible d'apporter sur les revenus du groupe ;
- de l'impact positif qu'elle devrait avoir sur la valorisation du titre.

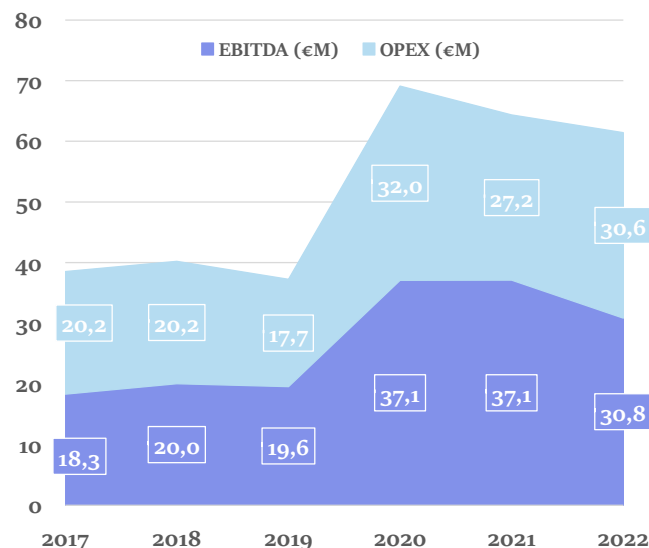
Focus sur la structure de coûts

Le groupe dégage une profitabilité élevée. La marge d'EBITDA dépasse en moyenne le seuil de 50% des revenus.

Breakdown Between OPEX and EBITDA (% of revenue)



OPEX & EBITDA Growth (in €M)

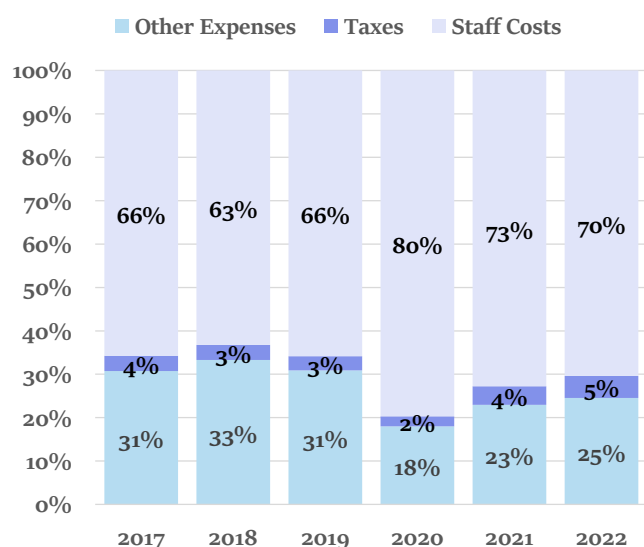


Source: ABC Arbitrage

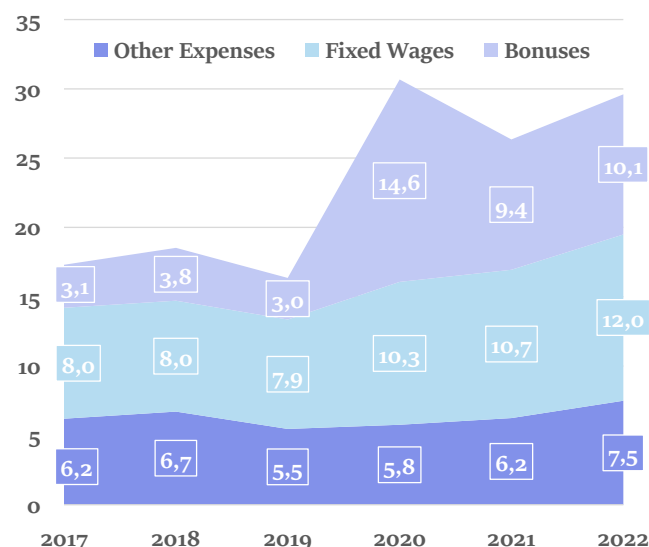
La masse salariale constitue le principal poste de charges du groupe – à savoir 70% des OPEX en moyenne au cours des 5 dernières années. La croissance de la masse salariale fait écho à :

- l'investissement du groupe pour développer l'équipe (recrutement de nouveaux collaborateurs) et retenir les talents dans un contexte particulièrement concurrentiel (augmentation de salaires). C'est un investissement stratégique essentiel pour nourrir la trajectoire de développement du groupe ;
- la croissance des résultats du groupe, qui amène au versement de rémunérations variables importantes aux collaborateurs – quand le niveau de performance le justifie. Les rémunérations variables constituent un outil de motivation puissant des collaborateurs. Les bonnes années, la part variable peut permettre de doubler la rémunération fixe – voire davantage (cf. pour 2020 ci-dessous). Les mauvaises années à l'inverse, la part variable se contracte logiquement, en lien avec la moindre performance du groupe.

OPEX Breakdown (% of OPEX)



Staff Costs & Other Expenses Trend (€M)

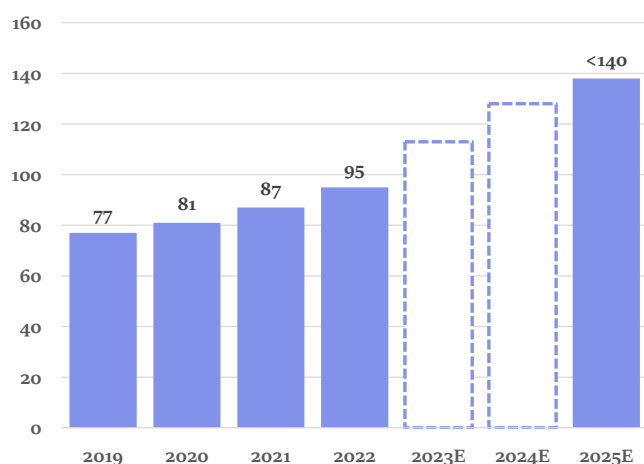


Source: ABC Arbitrage

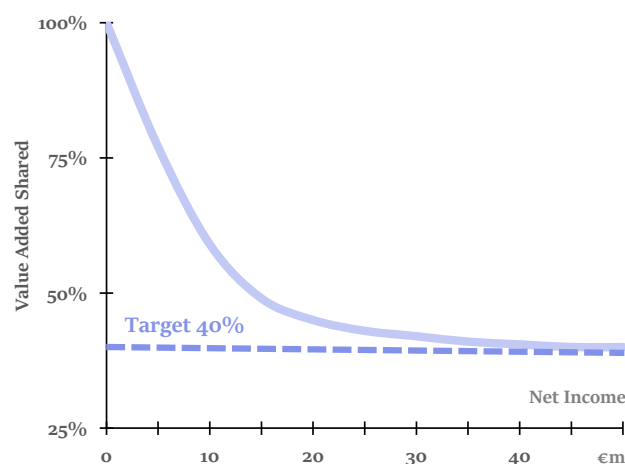
Les deux tiers des autres dépenses sont constitués par des frais d'IT, qui regroupent l'ensemble des coûts d'infrastructure nécessaires pour accéder et disposer d'une connexion sûre et rapide aux différents marchés (hardware, hébergement, télécom, etc.) ainsi qu'aux données. Ces frais devraient continuer de progresser dans une fourchette de +5% à +10% mais leur poids restera limité à l'échelle du groupe.

Pour atteindre les ambitions du plan 2023-2025, le groupe devrait accélérer son rythme de recrutement, avec l'objectif de passer d'une centaine de collaborateurs à près de 140 d'ici 2025, même si cet objectif sera naturellement monitoré afin d'éviter une éventuelle dérive de la masse salariale par rapport au résultat généré. La société conservera son agilité pour ajuster sa politique RH en fonction des indicateurs de productivité de ses équipes. La partie variable des rémunérations servira également d'amortisseur en cas de performance insuffisante, les bonus étant dépendants de l'évolution du résultat net. Le partage de la valeur entre collaborateurs et actionnaires restera étroitement lié à la performance du groupe – avec un plafond cible de 40% pour les collaborateurs.

Hiring Plan



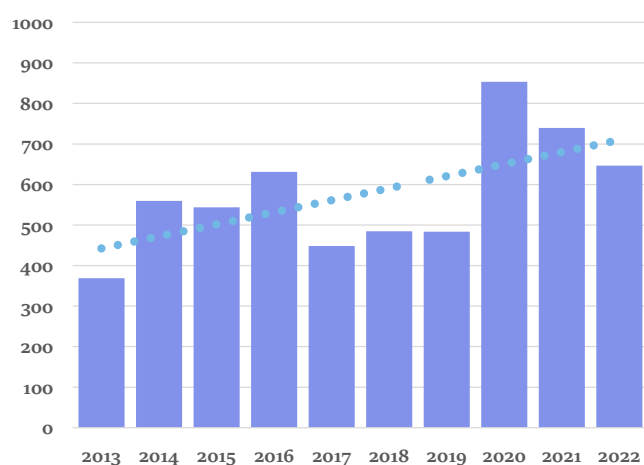
Value Added Sharing Process



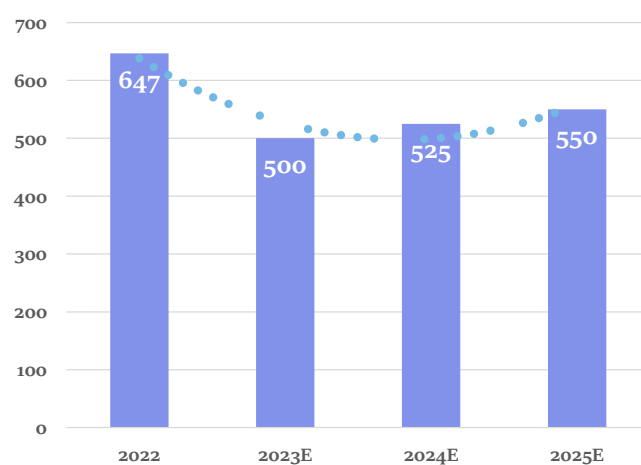
Source: ABC Arbitrage

Depuis 10 ans, le revenu moyen par collaborateur progresse en tendance, avec naturellement de l'aléa d'une année à l'autre étant donné que le rythme d'activité dépend aussi des conditions de marché – ce qui est particulièrement visible avec le pic de revenu/collaborateur observé en 2020. L'ambition d'accélérer les recrutements sur 2023-2025 pour renforcer le potentiel de croissance organique à moyen/long terme du groupe devrait logiquement venir peser sur la productivité à court/moyen terme, même si la direction sera attentive à maintenir un niveau plancher de 500/550 K€ par collaborateur afin de préserver sa rentabilité.

Average Revenue Per Employee (€k)



Estimated Average Rev. Per Employee Over 2023-2025



Source: ABC Arbitrage

Les ambitions du nouveau plan Springboard 2025

Pas de révolution. Le nouveau plan s'inscrit sans surprise parfaitement dans la continuité stratégique de ses prédécesseurs. Les ambitions chiffrées sont :

- un résultat net cumulé de 100 M€ sur 3 ans, soit une progression de +8% par rapport au RN moyen du plan 2020-2022 (qui a profité d'un contexte de volatilité plus favorable au regard de la tendance moyenne sur 10 ans) et de +76% par rapport au RN moyen du plan 2017-2019 ;
- Le plan 2023-2025 intègre également un effort d'investissement jamais observé dans l'histoire du groupe, mais indispensable à ABC Arbitrage pour franchir un cap dans sa trajectoire de croissance à long terme. A ce titre, le plan 2023-2025 jette déjà les fondations du plan qui lui succédera ;
- L'objectif de 100 M€ est construit sur l'hypothèse que les conditions de marché (volatilité/volumes) se situent dans leur moyenne historique de ces 10 dernières années. Une hypothèse qui laisse donc un certain *upside* si le marché venait à présenter des paramètres proches de leur moyenne de 2020-2022 ;
- le maintien d'un ROE supérieur à 15% ;
- le maintien d'une politique de retour à l'actionnaire attractive, avec l'objectif d'un dividende par action cumulé sur 2023-2025 de 1,30 €, avec un payout ratio de 80%.

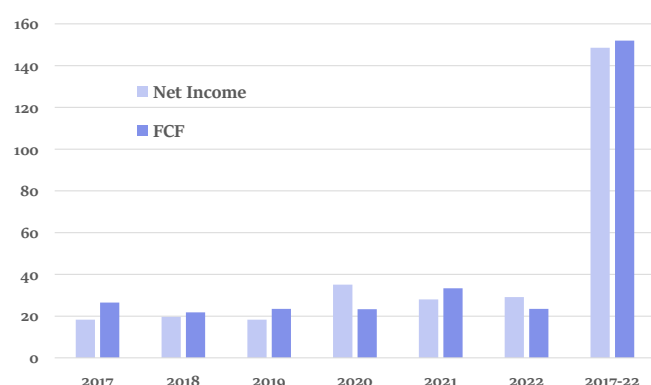
Le groupe va continuer de capitaliser sur ses forces historiques (gestion pour compte propre) et donc chercher à accélérer le développement de la gestion pour compte de tiers (collecte, revenus, catalogue de produits) avec, en cas de réussite, la perspective de franchir un nouveau cap sur 2026-2028. L'enjeu du plan 2023-2025 est donc de démontrer que le groupe est en capacité de porter cette activité à une taille critique, ce qui constituera un énorme levier pour la valorisation du titre.

Historiquement, chaque euro de résultat net se convertit intégralement en FCF. Le groupe a ainsi généré autant de FCF (152 M€) que de résultat net (149 M€) au cours des deux précédents plans stratégiques (2017-2019 et 2020-2022).

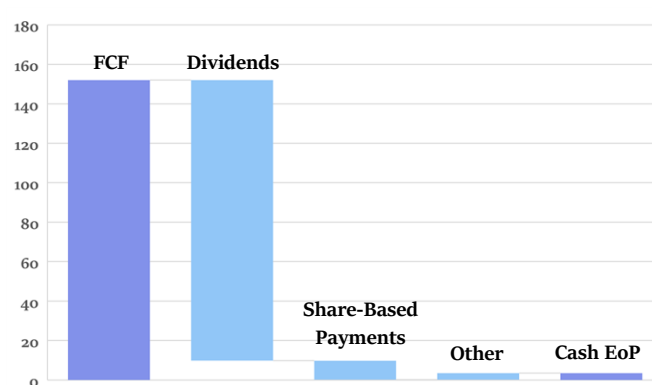
Les niveaux de Capex sont peu élevés (environ 1,5% du CA en moyenne), l'essentiel de l'investissement du groupe - constitué des salaires des collaborateurs - étant passé en charges au compte de résultat.

En l'absence d'endettement financier et de M&A (le groupe se développant 100% en organique), la quasi-totalité du FCF (94%) générée au cours des plans 2017-2019 et 2020-2022 est retournée sous forme de dividendes aux actionnaires.

Net Income Conversion Into FCF



Cash Allocation (Cumulative Data over 2017-2022)



Source: ABC Arbitrage

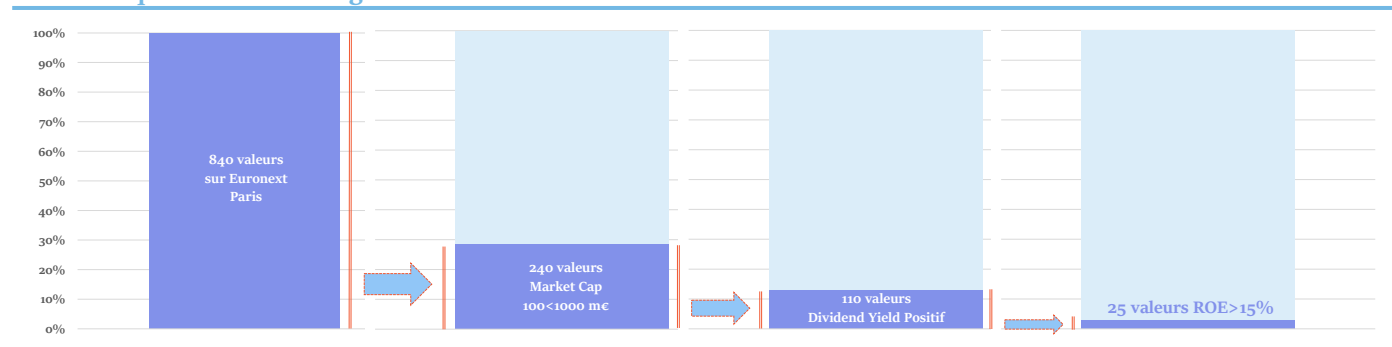
Des caractéristiques uniques

ABC Arbitrage présente des caractéristiques assez uniques. Notre screening sur l'ensemble des valeurs d'Euronext Paris indique que moins de 30% des valeurs ont une capitalisation entre 100 M€ et 1 000 M€ (univers Small Caps). Dans cet univers, notre screening montre que :

- Moins d'une moitié de cet échantillon de valeurs distribue des dividendes ;
- Et parmi cette moitié, seulement un quart présente un ROE supérieur à 15%.

Ainsi, moins de 3% des valeurs cotées sur Euronext Paris répondent à ces critères de performance, parmi lesquelles ABC Arbitrage. Et sur cet échantillon final, ABC Arbitrage est la seule valeur à présenter un payout ratio aussi élevé (>80%) et stable dans le temps.

How Unique Is ABC Arbitrage



Source: Factset

Valorisation

Actualisation des dividendes

Le groupe redistribue historiquement la majeure partie des résultats qu'il génère à ses actionnaires. Sur l'horizon du précédent plan (2020-2022), le payout ratio s'est ainsi élevé en moyenne à 82%. Sur des intervalles de temps plus longs encore, le payout ratio atteint même des niveaux supérieurs (98% sur la moyenne des 10 dernières années et 97% sur la moyenne des 20 dernières années) en raison de la distribution des excédents de fonds propres.

Cette stratégie de retour de cash à l'actionnaire reste au cœur de l'equity story du titre. Dans le cadre de son nouveau plan stratégique, le groupe vise à maintenir un payout ratio de l'ordre de 80% et un dividende cumulé sur 3 ans de 1,30€ (identique à celui versé sur 2020-2022). Notre valorisation par DDM repose sur une prévision de dividende cumulé de 1,30€ sur 2023-2025 puis une croissance du dividende par action de +3% par an sur la période 2026-2032. Nous retenons un coût du capital de 8,7% et un taux de croissance à l'infini de +3%.

DDM

DDM										
End Date	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032
Discount rate	0,94	0,87	0,80	0,74	0,68	0,62	0,57	0,53	0,49	0,45
Dividends	0,43	0,44	0,46	0,46	0,46	0,48	0,49	0,51	0,52	0,54
Discounted dividends	0,40	0,39	0,37	0,34	0,31	0,30	0,28	0,27	0,25	0,24
Sum of discounted dividends	3,1									
Discounted terminal value	4,4									
Share price	7,5									

Estimations TP ICAP

Fair Value Sensitivity to CoE, G Rate and Payout Ratio

		G Rate							Payout Ratio				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			70%	75%	83%	90%	100%
Cost of Equity	7,7%	7,7	8,3	9,1	10,0	11,1	Cost of Equity	7,7%	7,9	8,3	9,1	9,7	10,6
	8,2%	7,1	7,6	8,2	8,9	9,8		8,2%	7,2	7,6	8,2	8,8	9,6
	8,7%	6,6	7,0	7,5	8,1	8,8		8,7%	6,6	6,9	7,5	8,0	8,7
	9,2%	6,2	6,5	6,9	7,4	8,0		9,2%	6,1	6,4	6,9	7,4	8,0
	9,7%	5,8	6,1	6,4	6,8	7,3		9,7%	5,6	5,9	6,4	6,8	7,4

Estimations TP ICAP

Annexes

Annexe 1 : Historique du groupe

1995/1996 : Création d'ABC Arbitrage. A son origine, ABC arbitrage vend son expertise sous forme de conseils à des institutionnels lui permettant ainsi de disposer d'un flux de revenus récurrents. Le groupe génère des profits dès sa création.

1997/2000 : Validation du modèle économique. En 1997, ABC arbitrage démarre l'activité de gestion de ses fonds propres sur les différents marchés financiers européens et américains. Cette activité génère la majorité de ses revenus dès 1999.

2001/2003 : Années de consolidation. ABC arbitrage optimise son organisation et se dote en mars 2001 d'une structure de gouvernement d'entreprise pour assurer la bonne conduite de l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires. Le 13 février 2003, ABC arbitrage réussit son transfert sur le marché réglementé d'Euronext Paris, compartiment B.

2004/2005 : Lancement de l'activité de gestion pour compte de tiers. A la demande d'investisseurs institutionnels souhaitant bénéficier de son expertise et de ses performances, ABC arbitrage lance une activité de gestion pour compte de tiers. La société de gestion ABC arbitrage Asset Management est créée et reçoit l'agrément de l'AMF.

2006/2007 : Horizon 2010. ABC arbitrage met en place un programme ambitieux d'intéressement au capital de la société intitulé «Horizon 2010» favorisant la convergence d'intérêts entre actionnaires et salariés. ABC arbitrage Asset Management crée en juin 2007 son premier fonds d'investissement alternatif de droit irlandais, ABCA Opportunities Fund Plc, réservé à des investisseurs qualifiés.

2008/2009 : Résultats records en pleine crise financière. ABC arbitrage enregistre des performances historiques et dépasse les ambitions de son plan «Horizon 2010» avec un an d'avance en réalisant un résultat net cumulé de plus de 106 millions d'euros sur la période 2006/2009.

2010/2013 : Nouveau siège. Le groupe emménage dans de nouveaux locaux au 18 rue du 4 Septembre (Paris 2ème), lui permettant de disposer d'un espace de travail et d'outils techniques adaptés à ses nouvelles ambitions qui se concrétiseront notamment par le lancement de nouveaux fonds d'investissement.

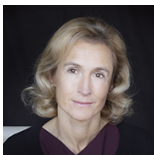
2014/2016 : Poursuite des développements organiques. Face à la mutation profonde des marchés, le groupe a posé en 2013 les fondations d'un nouveau plan de développement, « Ambition 2016 » se déclinant autour de 4 axes : recrutement, développement géographique et internationalisation, innovation et gestion pour compte de tiers. Ce plan s'illustre notamment par l'ouverture de Quartys à Dublin, l'ouverture d'ABC arbitrage Asset Management Asia à Singapour, et l'obtention pour ABC arbitrage Asset Management de l'agrément AIFM.

2017/2019 : Step Up 2019. Ce nouveau plan est orienté sur la poursuite des développements des stratégies à basse volatilité et des investissements IT et R&D sur les stratégies historiques du groupe afin de toujours mieux faire face à l'environnement de marché qui s'est installé depuis 2012. Ces investissements doivent permettre de développer les capacités de gestion du groupe et d'améliorer la stabilité des résultats dans une majorité de contextes de marchés.

2020/2022 : ABC 2022. En mars 2020, le groupe présente un nouveau plan stratégique « ABC 2022 », centré sur un développement fort de l'activité de gestion pour compte de tiers et une hausse des investissements R&D. Face à la crise sanitaire, le groupe continue de construire les piliers permettant de s'adapter aux mesures qui seront prises par les banques centrales et les gouvernements pour soutenir le monde économique.

Source: Société

Annexe 2 : Gouvernance

Conseil d'administration	Description
	Dominique Ceolin – Président du Conseil d'administration Actuaire diplômé de l'Institut des Actuaire Français et titulaire d'un DEA de Mathématiques et Informatique, Dominique Ceolin rejoint ABN AMRO Securities France en 1994 et participe au développement de l'activité "Arbitrage Domestique". En 1995, il est l'un des cofondateurs d'ABC arbitrage et prend la responsabilité des départements R&D et "Risques de marché". Dominique Ceolin est Président du Conseil d'administration et Président-directeur général d'ABC arbitrage. Il est membre l'Institut des Actuaire Français.
	Xavier Chauderlot – Représentant permanent de la société Aubépar Industrie SE La société Aubépar Industries SE, actionnaire historique, représentée par Xavier Chauderlot, co-fondateur du groupe, figure parmi les plus importants actionnaires d'ABC arbitrage avec 12% de participation au capital. Il allie connaissance du métier et recul par rapport à l'activité opérationnelle quotidienne.
	Sabine Roux de Bézieux – Administratrice indépendante Sabine Roux de Bézieux est diplômée de l'ESSEC et titulaire du DECF et d'une licence de philosophie. Après deux années en banque d'affaires, elle passe 13 ans dans le groupe Andersen à Londres et à Paris. De 2002 à 2012, elle dirige sa propre activité de conseil, Advanceo, avant de rejoindre le Conseil d'administration de plusieurs sociétés cotées et de prendre la direction générale de Notus Technologies. Elle est engagée depuis plus de 15 ans dans le monde des fondations, avec la fondation Araok qu'elle a co-crée en 2005, puis en lançant l'association Un Esprit de Famille, qui rassemble les fondations familiales en France. Elle est par ailleurs active dans le milieu associatif, comme trésorière d'United Way L'Alliance et présidente de la Fondation de la Mer.
	Sophie Guieysse – Administratrice indépendante Ingénieur de formation, diplômée de l'école polytechnique et de l'école nationale des ponts et chaussées. Elle est titulaire d'un MBA du collège des ingénieurs. Après une première partie de carrière dédiée au développement urbain et des infrastructures publiques au sein du ministère de l'Équipement et de cabinets ministériels, Sophie Guieysse a exercé les fonctions de directrice des ressources humaines dans plusieurs grands groupes de sociétés françaises et internationales telles que LVMH, CANAL+ et Richemont. Sophie Guieysse possède également de nombreuses expériences de membre de conseils d'administration. Au cours des dix dernières années, elle a été membre des conseils d'administration de GO Sport, du Groupe Rallye, de TVN (Pologne), de Maisons du Monde et de la Compagnie Financière Richemont (Suisse). Elle est également membre des comités de rémunération de Deezer ainsi que des Comités d'organisation des Jeux Olympiques Paris 2024 et de la Coupe du Monde de Rugby 2023.
	Isabelle Maury – Administratrice indépendante Diplômée d'un Mastère Techniques Financières de l'ESSEC, d'un DESS Banque et Finance et d'un Magistère Modélisation appliquée à l'économie et à la gestion de l'Université Paris X. Après un début de carrière en audit chez Deloitte, elle a exercé plusieurs fonctions opérationnelles en banque d'investissement au sein de trois grands groupes bancaires (Crédit Lyonnais, Société Générale, Groupe BPCE – Natixis). Devenue directrice des risques du groupe Banque Populaire en 2007 puis du groupe BPCE en 2009, elle a rejoint son comité exécutif et pris en charge le pilotage des risques du groupe et sa gouvernance, dirigé des programmes réglementaires, assuré les relations avec les autorités de supervision et supervisé la compliance de Natixis. Fondatrice d'IM7 Consulting en 2017, elle accompagne les Dirigeants au travers de missions de conseil pour professionnaliser la gouvernance, sécuriser les relations avec les autorités de supervision, accompagner les dirigeants dans les situations de crise et renforcer l'efficacité des fonctions risques, audit et compliance. Depuis 2017, elle est également intervenante en formation auprès de l'Institut Français des Administrateurs et de Sciences Po.

Source: Société

Direction	Description
	Dominique Ceolin – PDG (ABC Arbitrage SA) Actuaire diplômé de l'Institut des Actuaire Français et titulaire d'un DEA de Mathématiques et Informatique, Dominique Ceolin rejoint ABN AMRO Securities France en 1994 et participe au développement de l'activité "Arbitrage Domestique". En 1995, il est l'un des cofondateurs d'ABC arbitrage et prend la responsabilité des départements R&D et "Risques de marché". Dominique Ceolin est Président du Conseil d'administration et Président-directeur général d'ABC arbitrage.
	David Hoey – DGD (ABC Arbitrage SA) David Hoey originaire d'Irlande, est diplômé d'un master en Comptabilité-Finance option Informatique de l'École BBS. Après une première expérience de 4 ans au Crédit Agricole, il rejoint en 1996 les fondateurs d'ABC arbitrage, la société mère d'ABC arbitrage Asset Management. En tant que membre exécutif du Conseil d'administration, il a contribué au développement stratégique du groupe et à la croissance de son cœur de métier.
	Gaëtan Fournier – Secrétaire Général/DAF (ABC Arbitrage SA) Diplômé de NEOMA Business School et titulaire du DSCG, Gaëtan Fournier débute sa carrière en tant qu'auditeur financier au sein du cabinet Ernst & Young avec une spécialisation Middle Market. Après 5 années dans ce Big Four, il rejoint en 2012 le groupe ABC arbitrage et prend en 2016 la fonction de responsable du département "Finance & Contrôle interne" avant d'être nommé Secrétaire général du groupe en 2020.
	Alexandre Ospital – Directeur Général (ABCA AM) Alexandre Ospital est diplômé d'une école d'ingénieurs (ESTP) et a rejoint le groupe ABC arbitrage en 1999 après une année passée dans un cabinet de conseil. Il a été nommé responsable du département "Opérations financières" en 2005. Depuis août 2013, il est directeur adjoint chargé des opérations au sein de la société ABC arbitrage Asset Management. En février 2020, il est devenu directeur des opérations avant d'être nommé en janvier 2022 directeur général de la société ABC arbitrage Asset Management.
	Franck Bonneau – DGD et CTO (ABCA AM) Franck Bonneau est diplômé d'une école d'ingénieurs (ESIE) et a rejoint le groupe ABC arbitrage en 1999. Il a été nommé responsable du département "Système d'information & développement" en 2006 puis directeur adjoint de ce même département en 2013. En février 2020, il devient directeur technique avant d'être nommé en janvier 2022 directeur général délégué de la société ABC arbitrage Asset Management.
	Yves-Oleg Zajtelbach – DGD et Head of Trading (ABCA AM) Diplômé de l'Université Paris-Dauphine, avec une spécialisation en finance (DEA 104), Yves-Oleg Zajtelbach a rejoint le groupe ABC arbitrage en 1999. Il a été nommé "Head of Trading" en août 2013. En février 2020, il devient directeur de la recherche et du trading avant d'être nommé en janvier 2022 directeur général délégué de la société ABC arbitrage Asset Management.
	Marie-Laure Cillard – DG (Quartys) Marie-Laure Cillard est diplômée de l'École Nationale Supérieure des Mines de Nancy. Elle a rejoint ABC arbitrage en 1999, travaillant sur les stratégies d'arbitrage statistique. Elle est directrice générale de Quartys, basé à Dublin en Irlande, depuis 2014.
	Xavier Boutin – DG (ABCA AM Asia) Xavier Boutin est diplômé de l'École Nationale Supérieure des Mines de Nancy. Il a rejoint ABC arbitrage en 1999, travaillant sur les stratégies d'arbitrage statistique. Il est directeur général d'ABC arbitrage Asset Management Asia, basé à Singapour, depuis 2014.
	Sébastien Lépy – Head of Market Risks (ABCA AM) Ingénieur diplômé de l'École Nationale Supérieure des Mines de Nancy, Sébastien Lépy a rejoint ABC arbitrage en 2010. Après deux années passées en tant que directeur adjoint du département "Risques de marché", Sébastien a été nommé responsable en 2015.
	Marie Bourdelin – Head of Business Development (ABCA AM) Diplômée de NEOMA Business School et titulaire du DSCG, Marie Bourdelin a rejoint ABC arbitrage en 1999, et a été nommée responsable du département "Financial Analysis". En 2010, elle a également pris la fonction de "Investor Relations".

Source: Société

Annexe 3 : Commissaires aux comptes et certification des comptes

Normes comptables	IFRS
Commissaires aux comptes titulaires	ERNST & YOUNG (depuis 1999) DELOITTE & ASSOCIES (depuis 2009)
Certification des comptes sans réserve	Oui
Points clés de l'audit	Risques fiscaux et éventuels passifs afférents Evaluation à la juste valeur des instruments financiers

Honoraires des CAC (M€)	Missions	2018	2019	2020	2021	2022
ERNST & YOUNG	Audit Légal	68,8	67,5	68,5	88,2	90,3
	Autres prestations	--	--	--	--	--
DELOITTE & ASSOCIES	Audit Légal	68,8	67,5	68,5	103,5	90,3
	Autres prestations	--	--	--	--	--
Total (K€)		137,6	134,9	136,9	191,8	180,6
en % du CA		0,34%	0,36%	0,20%	0,30%	0,29%

Source: Société



FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
CA total	69,1	64,3	61,4	65,8	69,2	72,5
Variation (%)	85,5	-6,9	-4,5	7,1	5,2	4,7
Marge brute	69,1	64,3	61,4	65,8	69,2	72,5
% du CA	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
EBITDA	37,1	37,1	30,8	32,4	33,7	34,8
% du CA	53,7	57,7	50,2	49,3	48,6	48,0
ROC	35,5	35,4	29,2	30,9	32,1	33,2
% de CA	51,3	55,0	47,5	46,9	46,4	45,8
Eléments non récurrents	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	35,5	35,4	29,2	30,9	32,1	33,2
Résultat financier	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Impôt sur les résultats	-0,3	-7,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Taux d'impôt (%)	1,2	21,4	0,0	1,0	1,0	1,0
Résultat Net part du groupe	35,1	28,0	29,2	30,6	31,8	32,9
BPA (publié)	0,60	0,48	0,49	0,51	0,53	0,55
Bilan financier	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corp. et incorp.	1,5	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0
Droit d'utilisation	0,9	5,4	4,8	4,2	3,5	2,9
Immobilisations financières	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
BFR	143,2	139,6	146,3	148,8	148,8	148,8
Autres actifs	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Total actifs	146,4	147,2	153,1	155,3	154,9	154,5
Capitaux propres	154,0	160,0	161,7	167,8	174,3	180,8
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette Nette	-7,6	-12,9	-8,5	-12,6	-19,4	-26,3
Autres passifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Passifs	146,4	147,2	153,1	155,3	154,9	154,5
Dette Nette hors IFRS16	-8,8	-18,3	-14,2	-18,5	-25,7	-32,8
Gearing	-0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Levier	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8
Tableau de flux	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
CAF après coût de l'endettement et impôt	37,0	30,4	31,1	32,2	33,4	34,5
ΔBFR	-12,7	3,6	-6,6	-2,5	0,0	0,0
Cash flow généré par l'activité	24,3	34,0	24,4	29,6	33,4	34,5
Capex net	-1,0	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
FCF	23,3	33,3	23,5	28,8	32,5	33,6
Acquisition/Cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres investissements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-19,2	-25,2	-23,7	-24,4	-25,4	-26,4
Remboursement des dettes locatives	-1,1	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operation au Capital	-2,0	2,3	-3,8	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	1,0	9,5	-4,0	4,3	7,1	7,2
ROA (%)	20,3%	15,1%	15,6%	15,9%	16,0%	15,9%
ROE (%)	22,8%	17,5%	18,0%	18,2%	18,3%	18,2%
ROCE (%)	19,4%	19,2%	15,2%	15,9%	16,6%	17,2%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

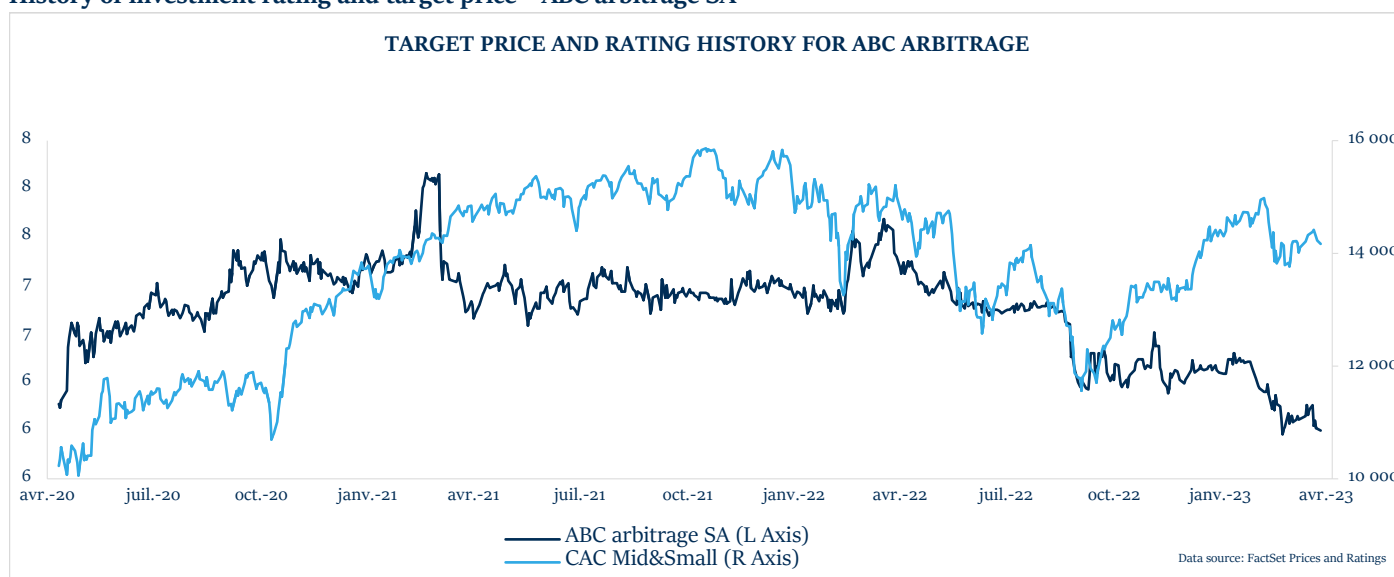
Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur: ABC arbitrage SA

History of investment rating and target price – ABC arbitrage SA



Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	84%	64%
Conserver	15%	41%
Vente	1%	0%
Sous revue	1%	0%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables et publiques, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des "barrières d'information", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.