

ETUDE D'ACTUALISATION

UN TIMING OPPORTUN POUR JOUER LA ROTATION DES ACTIFS

Dans le cadre de son plan stratégique, Altur s'est réorganisé en renforçant son autonomie de gestion et a démontré sa capacité à distribuer un dividende régulier (rdt de ≈5%) depuis 2015. Le management porte désormais son attention sur la rotation des actifs avec 3 nouvelles cessions attendues à court terme en plus des deux réalisées récemment. En parallèle, la politique d'investissements devrait être recentrée sur des tickets plus importants (2 à 5m€) et cibler des PME/ETI à l'actionnariat familial. La réduction de la décote à -35,7% conjuguée à l'appréciation attendue de l'ANR (+19% vs 2016) sur l'exercice permettent de viser un objectif de cours de 6,5€ (+25%).

Johann Carrier
+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Claire Barbaret
+33 1 44 88 77 93
cbarbaret@invest-securities.com

Un fonds plus autonome et davantage porté sur les actionnaires

Depuis l'annonce fin 2014 de son plan stratégique, Altur a réorganisé le fonctionnement du fonds afin notamment de disposer d'une plus grande indépendance de gestion. Le fonds a également intensifié le retour aux actionnaires en versant un dividende régulier depuis 2015 qui procure un rendement d'environ 5%.

L'opportunité de participer à la rotation du portefeuille d'investissements

Dans la continuité de son plan stratégique, le management commence à porter son attention sur la rotation des actifs. Les participations dans Alvene et Globe Diffusion viennent d'être cédées permettant d'extérioriser une plus-value de 2,7m€ comptabilisée sur le S2 2017. Le portefeuille de participations est relativement mûr (durée de vie moyenne > à 6 ans) laissant augurer d'autres désinvestissements avec 3 cessions envisagées dans les prochains mois et 6 autres participations éligibles à une sortie à moyen terme.

En parallèle, Altur devrait principalement réinvestir les produits de cessions sur des PME/ETI à l'actionnariat familial avec des tickets plus importants de l'ordre de 2 à 5m€ afin de peser davantage dans les décisions de gestion. Pour ce faire, Altur pourrait renforcer son équipe d'investisseurs début 2018.

Appréciation de l'ANR (+19%) et réduction de la décote pour viser 6,5€ (+25%)

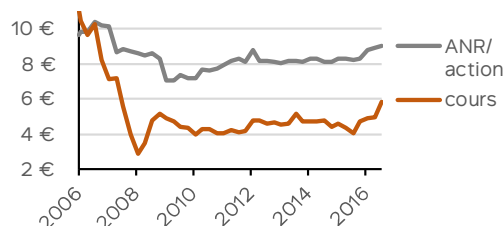
L'implémentation de la nouvelle stratégie milite pour une réduction de la décote historique qui ressort en moyenne à -43,3% sur les 7 dernières années. Une décote normative limitée à -30% (vs -22,9% pour Altamir au 30/06/2017) semble un objectif atteignable une fois qu'Altur aura complètement délivré sa stratégie. Dans l'immédiat, nous retenons une décote de -35,7% (niveau intermédiaire entre la décote historique et l'objectif de -30%) observée le 30/06/2017.

Sur la base d'une valorisation indépendante des 5 pôles du portefeuille par la méthode des comparables, notre ANR 2017 (backtesté sur 2016) s'établit à 42,1m€ (+19% vs ANR 2016).

La réduction de la décote à -35,7% conjuguée à l'appréciation attendue de l'ANR (+19%) sur l'exercice permettent de viser un objectif de cours de 6,5€.

.../...

en € / action	2015	2016	2017e
ANR	8,32	8,80	9,03
var. 1 an	+0,4%	+5,8%	+2,6%
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	5,1%	5,4%	4,6%



Informations clés	
Cours actuel (€)	5,20
Nb d'actions (m)	4,2
Capitalisation (m€)	22
Capi. flottante (m€)	11
ISIN	FR0010395681
Ticker	ALTUR-FR
Secteur DJ	Finance

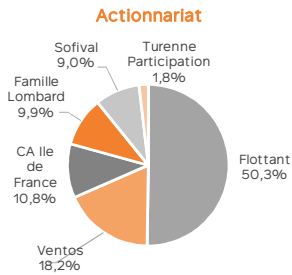
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+4,2%	-9,3%	+6,9%
Variation relative	-2,7%	-12,9%	-11,7%

Source : Factset, estimations Invest Securities

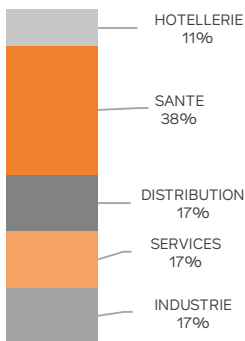
THESE D'INVESTISSEMENT

Altur a présenté fin 2014 un plan stratégique visant à : 1) réorganiser le fonctionnement du fonds en se dotant d'une plus grande indépendance de gestion, 2) intensifier le retour aux actionnaires avec le versement d'un dividende régulier depuis 2015, 3) Réinvestir les produits de cessions sur des PME/ETI à l'actionnariat familial avec des tickets plus importants de l'ordre de 2 à 5m€ afin de peser davantage dans les décisions de gestion. La poursuite de la mise en œuvre de cette stratégie pourrait conduire à une diminution de la décote historique (43,3%) du cours vs ANR.

DONNÉES FINANCIÈRES

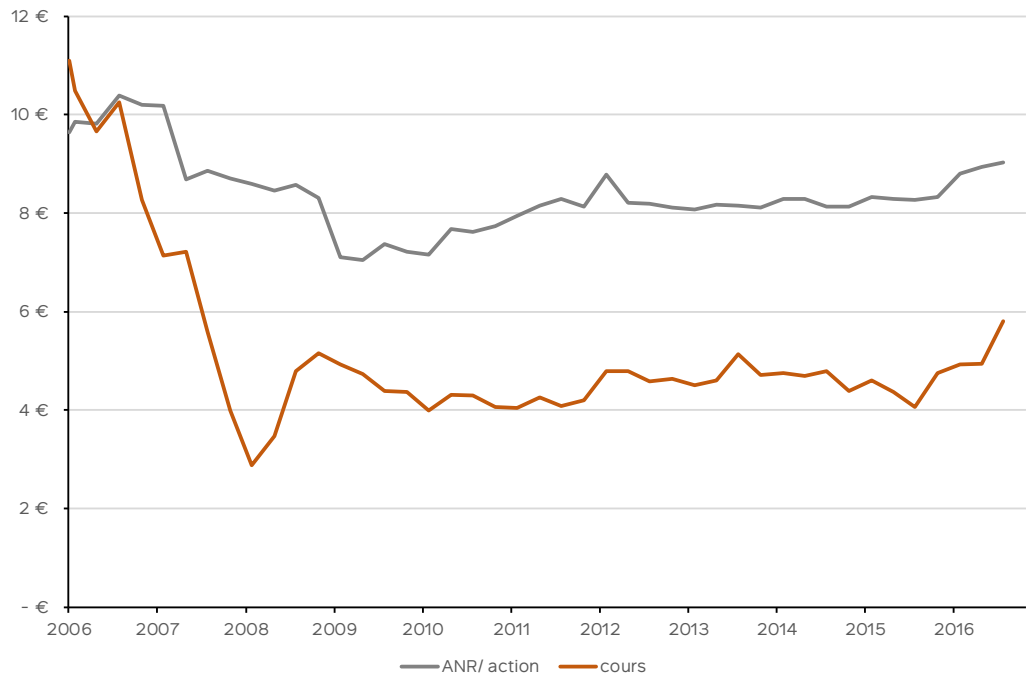


Répartition des Investissements



Données par action	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e
Cours en €	4,37	4,19	4,33	4,62	4,76	4,67	4,47	5,26
ANR par action	7,16	7,94	8,78	8,07	8,29	8,32	8,80	9,03
décote ANR	-39%	-47%	-51%	-43%	-43%	-44%	-49%	-42%
ANR en m€	33,54	37,19	36,59	33,60	34,55	34,49	36,61	37,62
Nbre d'actions	4,68	4,68	4,42	4,17	4,17	4,17	4,17	4,17
Capitalisation	20,47	19,62	19,16	19,26	19,82	19,47	18,61	21,92
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,24	0,24	0,24	0,24
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	5,1%	5,4%	4,6%

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés



Compte résultat (m€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
var.	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Charges d'exploitation	-1,36	-1,32	-1,08	-0,90	-0,99	-1,12	-0,95
dont honoraire gérance	nd	nd	-0,71	-0,62	-0,64	-0,64	-0,64
EBITA	-1,36	-1,32	-1,07	-0,90	-0,99	-1,12	-0,95
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Résultat financier	-0,40	-0,24	-3,01	-1,94	-0,60	2,52	1,91
Résultat exceptionnel	-0,02	4,22	4,09	-0,12	7,51	-0,94	-1,05
RN publié	-1,78	2,66	0,01	-2,97	5,92	0,46	-0,10
RN part commandités	-1,78	2,66	0,01	-2,97	5,92	0,39	-0,10
var.	ns	ns	-99,7%	n.s.	n.s.	-93,5%	n.s.

Bilan (m€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Immobilisations financières	22,30	21,56	19,28	18,72	24,46	28,51	27,36
Valeurs mobilières	7,34	10,90	9,49	6,25	3,84	0,00	0,00
Trésorerie	0,04	0,04	0,34	1,13	4,11	3,44	3,45
Autres créances	0,05	0,09	0,83	0,82	0,50	0,09	0,08
Capitaux Propres groupe	29,78	32,44	29,45	26,48	32,41	31,87	30,7
Dettes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,00	0,00	0,08	0,18	0,19	0,00	0,00
Autres dettes	0,15	0,15	0,41	0,25	0,00	0,14	0,18

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

Prochains événements

- 26/10/2017 : ANR du 30/09/2017
- 25/01/2018 : ANR du 31/12/2017
- 25/04/2018 : ANR du 31/03/2018 et résultats
- 19/07/2018 : ANR du 30/06/2018
- 26/09/2018 : Résultats semestriels

SOMMAIRE

1 – Réorganisé, Altur peut se concentrer sur son portefeuille	p.4
1.1 Une nouvelle organisation plus autonome dans sa gestion	p.5
1.2 Des actionnaires au centre des préoccupations	p.6
1.3 Un portefeuille mûr pour des opérations de désinvestissement	p.7
1.4 Une nouvelle stratégie d'investissement	p.8
2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents	p.10
2.1 Un portefeuille composé de 18 lignes investi dans 5 secteurs	p.11
2.2 Santé : orthopédie, maisons de retraite et 1 FPCI	p.12
2.3 Services externalisés : services à la personne, marketing, logistique	p.15
2.4 Distribution spécialisée : prêt à porter, discount, électronique	p.18
2.5 Industrie	p.20
2.6 Hôtellerie : Metz, Nice, Nancy	p.23
3 – Réduction de la décote et appréciation de l'ANR pour viser 6,5€	p.26
3.1 Une portée limitée de l'analyse des comptes d'Altur	p.27
3.2 Analyse de la décote du cours vs ANR	p.28
3.3 ANR estimé par Invest Securities vs ANR publié par Altur	p.29
3.4 Autres éléments d'appréciation d'Altur	p.30
Avertissement	p.34

1 - RÉORGANISÉ, ALTUR PEUT SE CONCENTRER SUR SON PORTEFEUILLE

1.1 – Une nouvelle organisation plus autonome dans sa gestion	p.5
1.1.1 Une cotation sur le compartiment C d'Euronext depuis juin 2016	p.5
1.1.2 Une plus grande indépendance dans sa gestion	p.5
1.2 – Des actionnaires au centre des préoccupations	p.6
1.2.1 Une fiscalité attractive	p.6
1.2.2 Une distribution de dividendes régulière depuis 3 ans	p.6
1.2.3 6m€ rendus aux actionnaires depuis la création du fonds	p.6
1.3 – Un portefeuille mûr pour des opérations de désinvestissement	p.7
1.3.1 Des participations d'une durée de vie moyenne de plus de 6 ans	p.7
1.3.2 Entre 3 et 9 candidats au désinvestissement	p.8
1.4 – Une nouvelle stratégie d'investissement	p.8
1.4.1 Une équipe de gestion qui sera renforcée début 2018	p.8
1.4.2 Une stratégie d'acquisitions plus ciblée	p.9
1.4.3 Cinq sociétés du portefeuille en ligne avec la nouvelle stratégie	p.9

1 – Réorganisé, Altur peut se concentrer sur son portefeuille

Depuis l'annonce fin 2014 de son plan stratégique, Altur a : 1) réorganisé le fonctionnement du fonds afin notamment de disposer d'une plus grande indépendance dans sa gestion, 2) intensifié le retour aux actionnaires en versant un dividende régulier depuis 2015 d'un rendement de l'ordre de 5%. La rotation du portefeuille d'actifs est le chantier actuellement en cours avec de nombreuses participations mûres (durée de vie moyenne > à 6 ans) pour une cession et la volonté de concentrer les nouveaux investissements sur des tickets plus importants (2 à 5m€) en ciblant des PME/ETI à l'actionnariat familial.

1.1 Une nouvelle organisation plus autonome dans sa gestion

1.1.1 Une cotation sur le sur le compartiment C d'Euronext depuis juin 2016

Altur a été transféré sur le compartiment C d'Euronext le 12 juin 2016.

❖ Un moyen de s'extraire des contraintes imposées par la directive AIFM.

La directive AIFM, transposée en droit français à l'été 2013, impose de nouvelles règles prudentielles et de bonne conduite aux sociétés de gestion. Elles impliquent notamment des changements d'organisation et l'obligation de recourir à un dépositaire pour chaque fonds d'investissement.

En tant que « fonds evergreen » (sans horizon de durée des investissements), Altur est considéré comme une société holding et non pas comme une société de gestion dont l'horizon d'investissement varie de cinq à dix ans. Le transfert d'Altur sur le compartiment C d'Euronext lui permet de faire reconnaître par l'AMF son statut de holding et de bénéficier d'exemption de la réglementation européenne AIFM.

❖ Les autres avantages du compartiment C d'Euronext

La plupart des sociétés de capital investissement, comme Altamir et plus récemment Nextstage (IPO décembre 2016), sont cotées sur ce marché réglementé. Altur profite ainsi d'une meilleure exposition en adressant une base d'investisseurs plus large en France et à l'international. Enfin, le titre Altur bénéficie d'une liquidité accrue.

1.1.2 Une nouvelle organisation plus autonome dans sa gestion

La nouvelle stratégie mise en place par Altur est plus proactive dans sa gestion. Elle se traduit par plus de latitude dans la stratégie d'investissements mais aussi par une plus grande autonomie dans la gestion des participations au quotidien.

❖ Une plus grande autonomie dans les décisions d'investissement

Altur s'est doté d'un Comité d'Investissement et de désinvestissement (CI) qui donne un avis consultatif sur les décisions d'investissement et de désinvestissement (cessions totales ou partielles, fusions, introductions en bourse, réinvestissements). Les membres de ce comité d'investissement sont majoritairement indépendants.

❖ Une plus grande autonomie de gestion des participations

A la création du fonds en 2006, un contrat de conseil a été signé entre Turenne Capital et Altur Gestion (gérant commandité d'Altur Investissement) par lequel Turenne Capital assiste et conseille Altur Gestion. Outre les conseils relatifs aux opérations d'investissement et de désinvestissement évoqués précédemment, ce contrat comprend :

- L'accès à un deal-flow important et aux compétences sectorielles en matière de santé et d'hôtellerie,
- Des conseils concernant la gestion de trésorerie,
- Une assistance dans le calcul des valeurs des participations de la société,
- La fourniture, le cas échéant, de conseils ou de services aux sociétés en portefeuille
- La fourniture des services administratifs de base.

En tant que société holding cotée sur le compartiment C, Altur est exempté de la réglementation AIFM

1 – Réorganisé, Altur peut se concentrer sur son portefeuille

Ce contrat de conseil a été amendé en avril 2015 permettant à Altur d'avoir plus de latitude dans sa gestion. Altur dispose notamment d'éléments d'informations et de reporting (pactes d'actionnaires, opérations de refinancement, tableaux de valorisation...) plus précis et plus réguliers.

1.2 Des actionnaires au centre des préoccupations

1.2.1 Une fiscalité attractive

En tant que Société de Capital Risque (SCR), Altur et ses actionnaires bénéficient d'une fiscalité particulière.

Les personnes physiques (Code général des impôts, CGI art. 163 quinquies C et 150-0 A, III-1 bis) peuvent être exonérées d'impôt sur le revenu au titre des dividendes et des plus-values de cession d'actions (ceux-ci restent en revanche soumis aux prélèvements sociaux) à condition de remplir les 3 conditions suivantes :

- Engagement de conservation des actions de la SCR pendant au moins 5 ans,
- Réinvestissement des dividendes soit sous forme d'achat d'actions de la SCR, soit sur un compte bloqué pendant 5 ans,
- Interdiction de détenir directement ou indirectement plus de 25 % des droits dans les bénéfices d'une société dont les titres figurent à l'actif de la SCR.

Pour les personnes morales (CGI art. 39 terdecies, 5) le régime des plus-values à long terme s'applique dans la plupart des cas.

1.2.2 Une distribution de dividendes régulière depuis 3 ans

Dans le cadre de ses nouvelles orientations stratégiques, le management d'Altur entend verser à ses actionnaires un dividende de façon régulière. Depuis l'exercice 2014 (payé en 2015), Altur distribue un dividende annuel de 0,24€ (montant total de 1m€/an), procurant un rendement voisin de 5%.

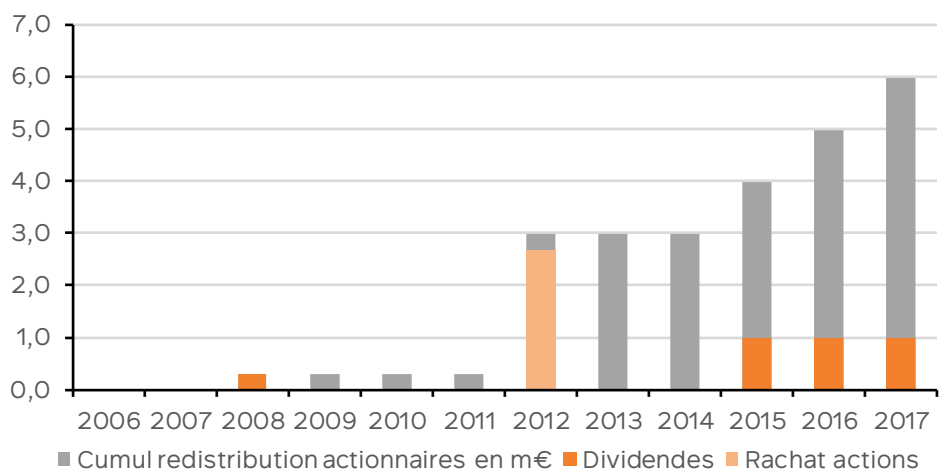
1.2.3 6m€ rendus aux actionnaires depuis la création du fonds

Depuis 2006, date de création du fonds, Altur a redistribué 6m€ à ses actionnaires sur un montant total brut investi de 33,5m€. L'essentiel de cette redistribution (95%) s'est opéré sur les 6 dernières années à travers : 1) un rachat d'actions en 2012 de 2,7m€, 2) du versement de dividendes d'un montant cumulé de 3,3m€.

Un rendement annuel de ~5% depuis 2015

6m€ rendus aux actionnaires sur les 6 dernières années

Redistribution aux actionnaires Altur depuis la création



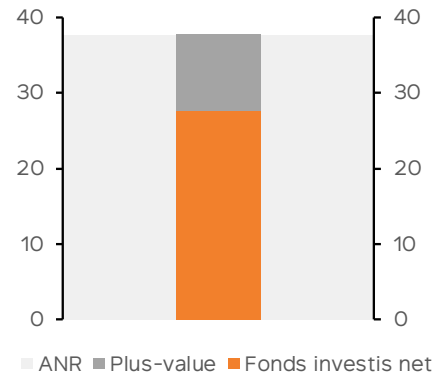
Source : Altur Investissement

1 – Réorganisé, Altur peut se concentrer sur son portefeuille

27,5m€ investis par les actionnaires vs ANR de 37,6m€

De 2006 à 2009, les actionnaires ont capitalisé le fonds à hauteur de 33,5m€. En déduisant les redistributions aux actionnaires (6m€), le montant net investi s'élève à 27,5m€ (73% de l'ANR). Sur la base d'un ANR de 37,6m€ (30/06/2017), le montant théorique des plus-values atteint 10,1m€ (27% de l'ANR).

montant investi net vs ANR



Source : Altur Investissement

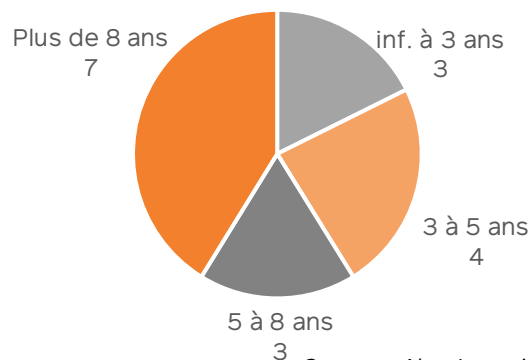
1.3 Un portefeuille mûr pour des opérations de désinvestissement

Créé en 2006, le fonds Altur détient encore en portefeuille une majorité de participations (9/17) prise au cours des premières années de vie du fonds. Altur va entamer une phase de désinvestissement lui permettant de réinvestir dans le cadre de sa nouvelle politique d'investissement.

1.3.1 Des participations d'une durée de vie moyenne de plus de 6 ans

Sur les 16 participations détenues par Altur (hors FPCI Santé), 7 investissements ont été faits il y a plus de 8 ans et 3 entre 5 et 8 ans. Même si en tant que fonds « evergreen », Altur n'a pas d'horizon d'investissement déterminé, la maturité du portefeuille conjuguée à la mise en œuvre d'une nouvelle politique d'investissement laisse entrevoir une accélération des désinvestissements.

Durée de vie des participations



Source : Altur Investissement

Près de 60% des participations ont plus de 5 ans d'ancienneté

1.3.2 Entre 3 et 9 candidats au désinvestissement

En juillet dernier, Altur a cédé sa participation dans Ventil and Co (Alvene) et vient d'annoncer fin septembre sa sortie du capital de Globe Diffusion. Ces opérations ont permis de d'extérioriser une plus-value de 2,7m€. Le management d'Altur a indiqué à ces occasions vouloir poursuivre son programme de cessions. En fonction des opportunités de marché, Altur pourrait céder un minimum de 3 participations et disposerait de 6 autres candidats éligibles à une sortie.

1 – Réorganisé, Altur peut se concentrer sur son portefeuille

❖ Les 3 sorties les plus probables

Au regard de l'ancienneté de ces participations et des plus-values générées (à l'exception de Countum), nous anticipons une cession des participations des sociétés suivantes :

- Ménix
- Clinidev
- Countum

❖ 6 autres candidats éligibles

A moyen terme, 6 autres participations ont vocation à être cédées :

- Pellenc
- Sermeta
- Dromadaire
- Log S
- Carven
- Hôtel St Jacques

Portefeuille de participations Altur

Participations	Invest.	%	date invest.	durée invest. (an)	+/- value est.	Sorties est.	remarques
SANTE	11,1 m€	38%		8,2			
2.2.1 Ménix	4,2 m€	10%	févr.-08	9,7			Investissement ancien
2.2.2 Acropole (Aston Médical & SEV	3,3 m€	25%	oct.-07	10,0			Investissement ancien
2.2.3 Clinidev	1,2 m€	12%	oct.-12	5,0			
2.2.4 FPCI Capital Santé I	2,4 m€		juil.-12	0,0			Sortie envisageable en 2021
SERVICES EXTERNALISEES	4,9 m€	17%		4,5			
2.3.1 Complétude	0,7 m€	10%	juin-17	0,3			Nouvelle participation
2.3.2 Dromadaire	1,3 m€	18%	oct.-07	10,0			Investissement ancien
2.3.3 Kinougarde	1,6 m€	10%	mai-17	0,4			Nouvelle participation
2.3.4 Log S	1,3 m€	2%	sept.-10	7,1			Participation limitée
DISTRIBUTION SPECIALISEE	4,9 m€	17%		7,0			
2.4.1 Carven	1,1 m€	3%	juil.-08	9,3			Investissement ancien
2.4.2 Foirfouille	2,8 m€	10%	oct.-14	3,0			Investissement récent
2.4.3 Solem	1,0 m€	24%	déc.-08	8,8			Réinvestissement en avril 2016
INDUSTRIE	4,9 m€	17%		6,6			
2.5.1 Cevino Glass	0,5 m€	4%	mars-12	5,6			Réinvestissement en juillet 2015
2.5.2 Countum	1,6 m€	14%	févr.-09	8,7			Investissement ancien
2.5.3 Pellenc Selective Technologie	0,3 m€	0,07%	janv.-09	8,8			Participation faible
2.5.4 Sermeta	2,5 m€	0,20%	juin-14	3,3			Participation faible
HOTELLERIE	3,2 m€	11%		3,6			
2.6.1 Hôtel des Remparts	1,3 m€	25%	déc.-13	3,8			
2.6.2 Hôtel de Nice Centre Notre Dar	1,0 m€	9%	juil.-15	2,3			
2.6.3 Hôtellerie Saint Jacques	0,9 m€	23%	déc.-12	4,8			Investissement monétisable
TOTAL PARTICIPATIONS	28,9 m€			6,0			

Source : Altur Investissement, Invest Securities

Le portefeuille est suffisamment mûr pour s'attendre à une forte rotation des actifs

1.4 Une nouvelle stratégie d'investissement

De manière concomitante aux désinvestissements, Altur devrait entrer dans une nouvelle phase d'acquisition. La société pourra ainsi mettre en œuvre sa nouvelle politique d'acquisition.

1.4.1 Une équipe de gestion qui sera renforcée début 2018

La mise en œuvre de la nouvelle stratégie d'investissement s'opérera avec le renforcement de plusieurs personnes. Ces dernières devraient intégrer la structure début 2018 et auront notamment pour vocation de sourcer des investissements.

1 – Réorganisé, Altur peut se concentrer sur son portefeuille

1.4.2 Une stratégie d'acquisitions plus ciblée

Le ticket investi va sensiblement augmenter en étant compris dans une fourchette de 2m€ à 5m€. Les cibles sont principalement des PME/ETI plutôt familiales disposant d'une marque ou notoriété forte. Le fonds souhaite accompagner les actionnaires sur des problématiques de : transmission, association des cadres, évolution de l'actionariat...

Même si la société est ouverte à des co-investissements, Altur entend jouer un rôle actif dans ses participations en étant représenté la plupart du temps au Conseil de Administration.

A terme, Altur vise un portefeuille composé d'une dizaine de participations contre 19 actuellement.

Principaux critères d'investissement

Politique d'investissement	
Ticket	2 à 5m€
Cibles	PME/ETI actionariat familial
Positionnement cibles	Marque ou notoriété forte Bonne visibilité sur l'activité
Type d'opération	Transmission, association des cadres, évolution de l'actionariat...
autres	Siéger au Conseil

Source : Altur Investissement

1.4.3 Cinq sociétés du portefeuille en ligne avec la nouvelle stratégie

Les participations historiques dans Foir'Fouille (inv. de 2,8m€), Ménix (inv. de 4,2m€) et, dans une moindre mesure dans Sermeta (inv. de 2,5m€), s'inscrivent davantage dans la nouvelle stratégie d'investissement.

Plus récemment, cette nouvelle politique d'investissement a été mise en œuvre à travers la prise de 10% du capital des sociétés Complétude (soutien scolaire) et Kinougarde (sortie crèche et périscolaire) pour un montant total de 2,3m€. Ces deux sociétés détenues par un actionariat familial jouissent d'une forte notoriété sur leur marché respectif en occupant des positions de leader.

Les 2 investissements du S1 2017 illustrent parfaitement la nouvelle stratégie

2 - UN PORTEFEUILLE DE 18 LIGNES INVESTI DANS 5 SECTEURS DIFFÉRENTS

2.1 – Un portefeuille composé de 18 lignes investi dans 5 secteurs	p.11
2.1.1 Cinq secteurs privilégiés	p.11
2.1.2 Dix-sept participations en direct et 1 FPCI	p.11
2.2 – Santé : orthopédie, maisons de retraite et 1 FPCI	p.12
2.2.1 Ménix	p.12
2.2.2 Acropole (Aston Médical & SEM)	p.12
2.2.3 Clinidev	p.13
2.2.4 FPCI Capital Santé I	p.13
2.2.5 Valorisation du pôle santé	p.14
2.3 – Services externalisés : services à la personne, marketing, logistique	p.15
2.3.1 Complétude	p.15
2.3.2 Dromadaire	p.15
2.3.3 Kinougarde	p.16
2.3.4 Log's	p.16
2.3.5 Valorisation du pôle Services externalisés	p.17
2.4 – Distribution spécialisée : prêt à porter, discount, électronique	p.18
2.4.1 Carven	p.18
2.4.2 Foirfouille	p.18
2.4.3 Solem	p.19
2.4.4 Valorisation du pôle Distribution spécialisée	p.19
2.5 – Industrie	p.20
2.5.1 Cervino Glass	p.20
2.2.2 Coumtun	p.20
2.2.2 Pellenc	p.21
2.2.2 Sermeta	p.21
2.5.5 Valorisation du pôle Industrie	p.22
2.6 –Hôtellerie : Metz, Nice, Nancy	p.23
2.6.1 Hôtel des Remparts de Metz	p.23
2.6.2 Hôtel Centre Notre Dame de Nice	p.23
2.6.3 Hôtellerie Saint Jacques de Nancy	p.24
2.6.4 Valorisation du pôle Hôtellerie	p.24

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

La politique d'investissement d'Altur est centrée sur cinq secteurs : la santé, les services externalisés, la distribution spécialisée, l'industrie et l'hôtellerie. La société détient un portefeuille composé de 18 participations, en y incluant les investissements dans un FPCI (Capital Santé 1). Les principales caractéristiques des investissements d'Altur sont présentées de façon synthétique ci-après.

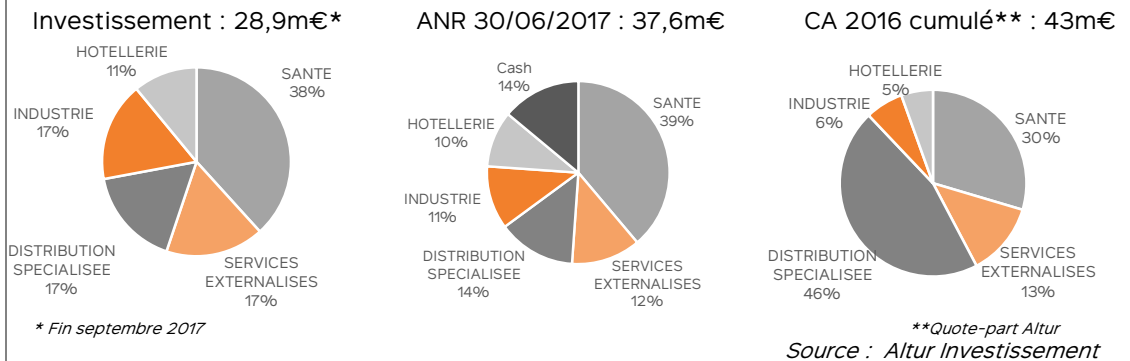
2.1 Un portefeuille composé de 18 lignes investi dans 5 secteurs

2.1.1 Cinq secteurs privilégiés

La politique d'investissement du fonds est centrée sur les 5 secteurs suivants :

- Santé (38% des investissements)
- Services externalisés (17%)
- Distribution spécialisée (17%)
- Industrie (17%)
- Hôtellerie (11%)

- Les secteurs d'Altur :
- Santé
 - Services externalisés
 - Distribution spécialisée
 - Industrie
 - Hôtellerie



2.1.2 Dix-sept participations en directes et 1 FPCI

Le portefeuille d'Altur est composé de 18 lignes intégrant 17 participations dans des entreprises et une dans un FPCI (Capital Santé 1).

Portefeuille de participations Altur

Participations	Invest.	%	date invest.	durée invest. (an)	+/- value est.	Sorties est.	remarques
SANTE	11,1 m€	38%		8,2			
2.2.1 Ménix	4,2 m€	10%	févr.-08	9,7			Investissement ancien
2.2.2 Acropole (Aston Médical & SEM)	3,3 m€	25%	oct.-07	10,0			Investissement ancien
2.2.3 Clinidev	1,2 m€	12%	oct.-12	5,0			
2.2.4 FPCI Capital Santé I	2,4 m€		juil.-12	0,0			Sortie envisageable en 2021
SERVICES EXTERNALISES	4,9 m€	17%		4,5			
2.3.1 Complétude	0,7 m€	10%	juin-17	0,3			Nouvelle participation
2.3.2 Dromadaire	1,3 m€	18%	oct.-07	10,0			Investissement ancien
2.3.3 Kinougarde	1,6 m€	10%	mai-17	0,4			Nouvelle participation
2.3.4 Log S	1,3 m€	2%	sept.-10	7,1			Participation limitée
DISTRIBUTION SPECIALISEE	4,9 m€	17%		7,0			
2.4.1 Carven	1,1 m€	3%	juil.-08	9,3			Investissement ancien
2.4.2 Foirfouille	2,8 m€	10%	oct.-14	3,0			Investissement récent
2.4.3 Solem	1,0 m€	24%	déc.-08	8,8			Réinvestissement en avril 2016
INDUSTRIE	4,9 m€	17%		6,6			
2.5.1 Cevino Glass	0,5 m€	4%	mars-12	5,6			Réinvestissement en juillet 2015
2.5.2 Countum	1,6 m€	14%	févr.-09	8,7			Investissement ancien
2.5.3 Pellenc Selective Technologie	0,3 m€	0,07%	janv.-09	8,8			Participation faible
2.5.4 Sermeta	2,5 m€	0,20%	juin-14	3,3			Participation faible
HOTELLERIE	3,2 m€	11%		3,6			
2.6.1 Hôtel des Remparts	1,3 m€	25%	déc.-13	3,8			
2.6.2 Hôtel de Nice Centre Notre Dar	1,0 m€	9%	juil.-15	2,3			
2.6.3 Hôtellerie Saint Jacques	0,9 m€	23%	déc.-12	4,8			Investissement monétisable
TOTAL PARTICIPATIONS	28,9 m€			6,0			

Source : Altur Investissement, Invest Securities

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.2 Santé : orthopédie, maisons de retraite et 1 FPCI

2.2.1 Ménix

Activité

implants orthopédiques

Groupe spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de prothèses de hanche et de genou (70% du CA) et d'implants dentaires (30% du CA).

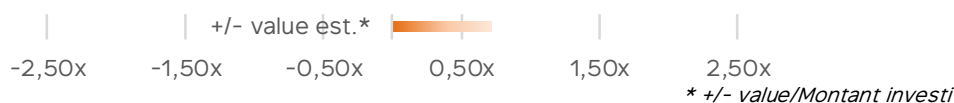
Investissement

Montant total investi
% de détention

4,2 m€
10%

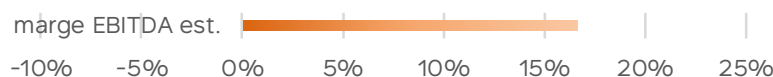
Investissement initial
Ré-investissement

févr.-08
avr.-14



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	60,1	20,2%	66,8	11,1%	75,6	13,2%



Perspectives

Les deux pôles de la société (prothèses et dentaire) enregistrent de bons résultats. La croissance du CA 2017 devrait avoisiner +13% portée notamment par le développement à l'international.

2.2.2 Acropole (Aston Médical & SEM)

Activité

implants orthopédiques

Société spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de prothèses de hanche, de genou et d'épaule et de leurs ancillaires (outils mis à disposition des chirurgiens pour l'implantation).

Investissement

Montant total investi
% de détention

3,3 m€
25%

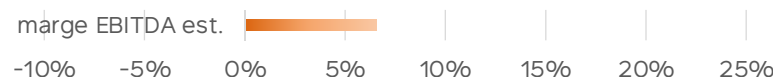
Investissement initial
Ré-investissement

oct.-07
déc.-16



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	11,2	1,8%	20,7	85,1%	21,0	1,4%



Perspectives

La société a franchi un cap en terme de taille suite au rapprochement avec SEM en novembre 2016 avec un CA 2016 consolidé de plus de 20m€ (vs 11,5m€ en 2015 pour Aston seul). SEM apporte son expertise dans la fabrication de prothèses de hanche cimentées vs non cimentées utilisées par Aston. Les synergies (R&D, Export, certification...) attendues de l'opération, après réorganisation industrielle du groupe, devraient permettre une progression des marges.

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.2.3 Clinidev

Activité

soins palliatifs à domicile

Société spécialisée dans la prise en charge des patients à leur domicile principalement dans les domaines de l'oncologie (65% du CA), de la gériatrie (20%) et de la rééducation (15%).

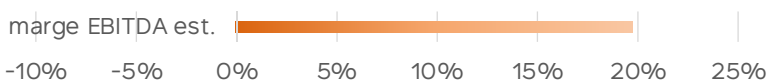
Investissement

Montant total investi 1,2 m€ Investissement initial oct.-12
% de détention 12% Ré-investissement -



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	5,3	29,3%	6,5	21,8%	7,1	10,0%



Perspectives

L'activité dispose de solides perspectives de développement du fait d'un coût inférieur de la prise en charge à domicile (280€/jour) par rapport à un établissement hospitalier (800€/jour). L'agrément de l'ARS (Agence Régionale de Santé) a été renouvelé en 2014 pour une période de 5 ans. L'augmentation du nombre de patients pris en charge devrait continuer à croître au cours des prochains exercices (70 patients/jour en 2016 vs 55 patients/jour en 2015) et alimenter une croissance à 2 chiffres du CA.

2.2.4 FPCI Capital Santé I

Activité

FCPR

FCPI de 62m€ géré par Turenne Capital et dédié aux investissements (tickets de 2 à 8m€) dans des PME (valorisation de 10 à 100M€) du secteur de la santé.

Investissement

Montant total investi 2,4 m€ Investissement initial juil.-12
Valeur liquidative 2,4 m€ Ré-investissement -



Perspectives

Sur le S1 2017, le FCPI a investi dans EasyShower (douches et baignoires à destination des seniors et handicapés), Efficentres (réseau de centres de soins dentaires), Protilab (laboratoire de prothèses dentaires) et Médiane (éditeur de logiciels pour les établissements de soins). Le portefeuille du fonds est composé de 12 participations (vs objectif de 15).

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.2.5 Valorisation du pôle santé

Pour apprécier la valeur des participations directes des sociétés du pôle Santé, nous utilisons un échantillon de valeurs Medtech spécialisées dans l'orthopédie (Ménix, Acropole) et un échantillon de prestataires de soins de santé (Clinidev).

La part investie dans le FPCI Capital Santé est valorisée sur la base de la dernière valeur liquidative connue.

Echantillon Medtech Orthopédie			Echantillon Prestataires de soins santé		
Secteur Santé	EV/EBITDA		Secteur Santé	EV/EBITDA	
Medtech	16	17e	prestataires soins santé	16	17e
Orthofix International NV	11,5x	11,8x	Bastide Le Confort Medical	5,6x	9,1x
Globus Medical, Inc. Class A	10,6x	11,0x	Korian SA	10,8x	10,5x
NuVasive, Inc.		10,7x	Le Noble Age SA	11,6x	13,6x
Moyenne	11,1x	11,2x	Moyenne	9,3x	11,1x
Médiane	11,1x	11,0x	Médiane	10,8x	10,5x

Source : Factset

Valorisation pôle Santé

Santé	EV/EBITDA	
Altur Investissement	16	17e
Multiples CAC Small & Mid	9,1x	9,9x
Multiples secteur Orthopédi	11,1x	11,2x
Multiples prestataires soins	10,8x	10,5x
Multiples retenus	11,0x	11,1x
Agrégats Santé Altur	1,6	1,8
VE implicite vs comparable	17,6	19,9
FPCI Capital Santé I	1,8	2,4
Dettes financière nette	-5,6	-5,3
Valeur Capitaux propres IS	13,8	17,0
Valorisation Altur	13,5	14,6
<i>diff.</i>	<i>2%</i>	<i>16%</i>

Source : Factset, Altur, Invest Securities

Sur la base d'un multiple 2017e d'EV/EBITDA de 11,1x, la VE implicite des participations dans Ménix, Acropole et Clinidev ressort à 19,9m€ (vs 17,6m€ en 2016). Au global, la valeur 2017e des capitaux propres du pôle Santé (+participation FPCI – dettes) s'établit à 17,0m€, offrant un potentiel d'appréciation de +16% par rapport à l'ANR communiqué par Altur.

Une appréciation de
la valeur du pôle
Santé estimée à +16%

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.3 Services externalisés : services à la personne, marketing, logistique

2.3.1 Complétude

Activité

Cours de soutien scolaire

N°2 français du soutien scolaire, présent en région parisienne et dans 33 grandes villes de France. Complétude propose des cours particuliers à domicile, des cours collectifs pendant les vacances et des cours en ligne.

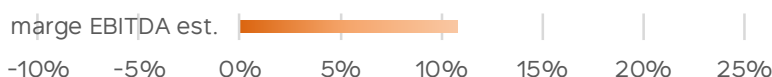
Investissement

Montant total investi 0,7 m€ Investissement initial juin-17
% de détention 10% Ré-investissement -



Chiffres clés

(31/07) en (m€)	2014/15	var. 1 an	2015/16	var. 1 an	2016/17e	var. 1 an
CA	nd	nd	8,7	nd	8,9	2,8%



Perspectives

Le principal défi de la société est d'arriver à prendre des parts de marché sur les pratiques de soutien scolaire non déclarées (marché noir). Le CA 2016/17e est attendu en légère croissance (+3%) à près de 9m€. La croissance du CA pourrait également être alimentée par des opérations de croissance externe.

2.3.2 Dromadaire

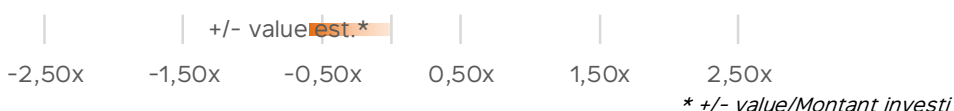
Activité

cartes de vœux électroniques

Dromadaire.com (8m de visiteurs/mois) propose des cartes de vœux virtuelles. La société a diversifié son offre avec : 1) des cartes postales papier personnalisables (Dromapost), 2) des offres cadeaux (bougies, chocolat...) en complément des cartes envoyées.

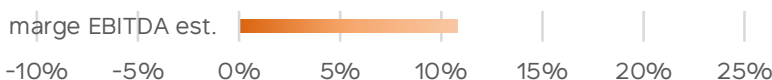
Investissement

Montant total investi 1,3 m€ Investissement initial oct.-07
% de détention 18% Ré-investissement -



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	2,1	18,1%	2,1	0,0%	2,2	1,1%



Perspectives

En plus de sa page Facebook (600k fans), la société étend sa couverture digitale avec la création de comptes Instagram, Twitter et Pinterest dans l'optique d'accroître la fréquentation du site. Le CA 2016 ressort stable malgré la croissance des revenus publicitaires tirés par les nouveaux modèles de publicité. Le management explore de nouveaux business models comme le développement et la monétisation de la base de données.

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.3.3 Kinougarde

Activité

Sortie de crèche

N°3 français de la garde d'enfants, présent en région parisienne et dans 21 grandes villes de France. Cette PME est notamment spécialisée dans les sorties de crèche et le périscolaire.

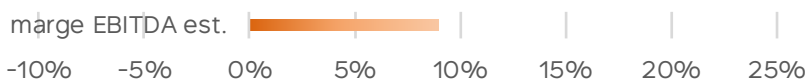
Investissement

Montant total investi 1,6 m€ Investissement initial mai-17
% de détention 10% Ré-investissement -



Chiffres clés

(31/07) en (m€)	2014/15	var. 1 an	2015/16	var. 1 an	2016/17e	var. 1 an
CA	13,1	nd	19,0	45,0%	25,5	34,2%



Perspectives

Evoluant sur un marché porteur et en forte croissance, le CA 2015/16 (clos au 31 juillet 2016) progresse de +45% à 20,9m€. Cette tendance devrait se poursuivre en 2016/17e avec un CA attendu de plus de 25m€. La société est également ouverte à des opérations de croissance externe. Enfin, la fiscalité, qui permet aux clients de bénéficier de 50% de crédit d'impôt, ne devrait pas être modifiée.

2.3.4 Log S

Activité

logistique

Log'S (ex Logistique Grimonprez) fait partie des 20 premiers prestataires logistique en France avec plus de 600 000m2 d'entrepôts sur 27 sites.

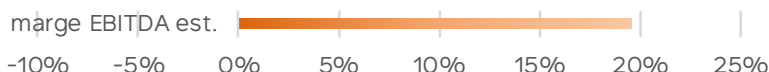
Investissement

Montant total investi 1,3 m€ Investissement initial sept.-10
% de détention 2% Ré-investissement -



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	68,0	7,6%	75,3	10,8%	79,5	5,5%



Perspectives

La société a ouvert un nouveau bureau à Moscou en début d'année 2017 afin de déployer son activité en Russie. La visibilité offerte par les contrats signés en 2015/16 permet de viser un CA de près de 80m€.

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.2.5 Valorisation du pôle Services externalisés

Nous retenons un échantillon de valeurs de l'indice CAC Small & Mid ayant une activité de service. Bien qu'hétérogène, les moyennes des multiples EV/CA et EV/EBITDA semblent, selon nous, bien caractériser le profil des sociétés en portefeuille.

Echantillon CAC Small & Mid Services

Secteur Services	EV/Sales		EV/EBITDA	
	16	17e	16	17e
Elis SA	2,3x	3,1x	7,7x	10,0x
Groupe Crit SA		0,4x		6,6x
AdUX SA			13,0x	10,4x
Synergie SA		0,5x	7,7x	7,6x
Wavestone SA	1,4x	1,7x		13,8x
STEF	0,5x	0,6x		7,3x
Moyenne	1,4x	1,2x	9,5x	9,3x
Médiane	1,4x	0,6x	7,7x	8,8x

Source : Factset

Un upside envisageable de +10% sur l'ANR actuel

Valorisation pôle Services externalisés

Services	CA	CA	EBITDA	EBITDA
Altur Investissement	16	17e	16	17e
Multiples CAC Small & Mid	1,6x	1,9x	9,1x	9,9x
Multiples secteur Services	1,4x	1,2x	9,5x	9,3x
Agrégats Services Altur	5,0	5,8	0,7	0,8
VE implicite vs comparable	7,2	7,1	6,3	7,2
Dette financière nette	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Valeur Capitaux propres IS	5,1	5,0	4,3	5,1
Valorisation Altur	4,5	4,6	4,5	4,6
diff.	12%	9%	-7%	11%

Source : Factset, Altur, Invest Securities

En retenant les multiples EV/CA et d'EV/EBITDA, la valorisation 2017 moyenne du pôle Services externalisés ressort à 5,1m€ (vs 4,6m€ pour Altur), offrant un potentiel d'appréciation de +10%.

Synthèse	2016	2017e
Valo Services		
Valorisation IS	4,7	5,1
Valorisation Altur	4,5	4,6
diff.	3%	10%

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.4 Distribution spécialisée : prêt à porter, discount, électronique

2.4.1 Carven

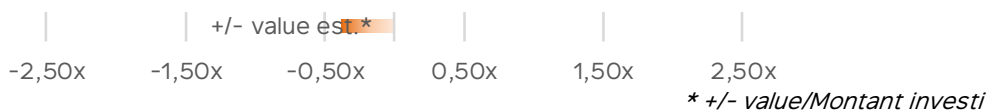
Activité

prêt à porter

SAS Carven est propriétaire de la marque de prêt-à-porter Carven positionnée sur le créneau du "luxe accessible". En 2016, la société a suspendu sa collection homme pour se concentrer sur la femme et les accessoires. La griffe est présente dans 55 pays et distribuée dans plus de 650 points de vente.

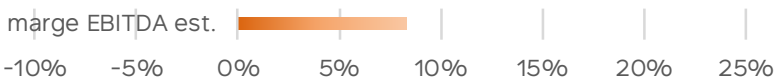
Investissement

Montant total investi 1,1 m€ Investissement initial juil.-08
% de détention 3% Ré-investissement -



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	32,0	-8,6%	34,3	7,2%	25,0	-27,1%



Perspectives

Nomination en mai 2016 d'un nouveau PDG, Sophie de Rougemont, et arrivée en début d'année d'un nouveau Directeur Artistique, Serge Ruffieux (ex Directeur Artistique de Dior). Carven devrait connaître un exercice 2017 de transition avant d'entamer son redressement, porté par la 1ère collection printemps/été 2018 du nouveau Directeur Artistique.

2.4.2 Foirfouille

Activité

distribution de produits discount

Un des leaders français de la distribution de produits à prix discount qui dispose de 224 magasins en France, en Belgique et au Luxembourg. La société couvre quatre gammes de produits : la décoration, la vie pratique, la maison et les loisirs.

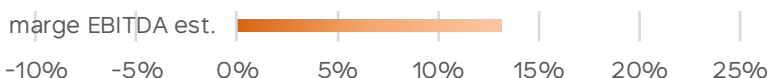
Investissement

Montant total investi 2,8 m€ Investissement initial oct.-14
% de détention 10% Ré-investissement -



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	157,0	-1,9%	164,9	5,0%	171,4	4,0%



Perspectives

Après avoir rénové son parc de magasins, le groupe devrait poursuivre l'ouverture de nouveaux magasins (+8 ouvertures nettes en 2016) et développer ses ventes en ligne.

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.4.3 Solem

Activité

solutions de programmations

Conception de solutions électroniques (hardware + software) à destination des marchés de : 1) l'irrigation et l'éclairage (programmeurs), 2) la télégestion (solutions de gestion des services itinérants...), et 3) la téléassistance (dispositifs fixes) pour le maintien à domicile des personnes âgées ou isolées.

Investissement

Montant total investi 1,0 m€
% de détention 24%

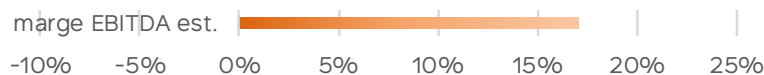
Investissement initial
Ré-investissement déc.-08
avr.-16



* +/- value/Montant investi

Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	11,1	8,8%	11,7	5,6%	12,3	4,9%



Perspectives

L'exercice en cours devrait être meilleur grâce à un nouveau produit Wifi (irrigation) et un gros contrat pluriannuel. Solem souhaite poursuivre sa croissance en développant de nouveaux applicatifs, en concevant de nouveaux produits connectés et en se diversifiant vers de nouveaux métiers tels que la gestion des réseaux de ressources (réseau d'eau) ou la gestion des piscines.

2.4.4 Valorisation du pôle Distribution spécialisée

La valorisation du pôle Distribution est approchée par un échantillon de valeurs du secteur de la distribution de l'indice CAC Small & Mid.

Echantillon CAC Small & Mid Distribution

Secteur Distribution	EV/Sales		EV/EBITDA	
	16	17e	16	17e
ANTALIS INTERNATIONAL S				4,8x
AURES Technologies	1,0x	1,6x	7,3x	
JACQUET Metal Service SA		0,5x		8,7x
Manutan International SA	0,6x	0,8x	6,5x	8,3x
Rexel SA		0,5x		
Fnac Darty SA		0,3x	6,9x	6,3x
Groupe LDLC SA		0,4x		
Maisons du Monde SA	1,2x	1,8x		
Moyenne	0,93x	0,85x	6,9x	7,0x
Médiane	0,98x	0,52x	6,9x	7,3x

Source : Factset

Valorisation pôle Distribution

Distribution	CA	CA	EBITDA	EBITDA
Altur Investissement	16	17e	16	17e
Multiples CAC Small & Mid	1,6x	1,9x	9,1x	9,9x
Multiples secteur Distributio	0,9x	0,9x	6,9x	7,0x
Agrégats Distribution Altur	20,3	20,8	2,7	2,6
VE implicite vs comparable	19,0	17,7	18,8	18,4
Dette financière nette	-13,1	-12,7	-13,1	-12,7
Valeur Capitaux propres IS	5,9	5,0	5,8	5,7
Valorisation Altur	5,8	5,2	5,8	5,2
diff.	1%	-3%	-1%	10%

A 5,4m€, notre estimation du pôle Distribution spécialisée est supérieure de +3% à celle d'Altur. Soulignons toutefois que la valorisation de ce pôle est liée à la relance de la marque Carven qui ne portera ses fruits que dans les 12 à 24 prochains mois.

Synthèse	2016	2017e
Valo Distri		
Valorisation IS	5,8	5,4
Valorisation Altur	5,8	5,2
diff.	0%	3%

Source : Factset, Altur, Invest Securities

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.5 Industrie

2.5.1 Cevino Glass

Activité

transformation et pose de verre plat

Société spécialisée dans le négoce et la transformation de verre plat et la pose de vitrage à destination des particuliers et des professionnels. Leader dans le nord de la France avec 10 sites d'exploitation.

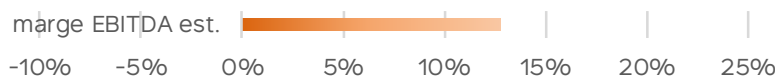
Investissement

Montant total investi 0,5 m€ Investissement initial mars-12
% de détention 4% Ré-investissement juil.-15



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	20,0	nd	22,8	13,8%	24,7	8,3%



Perspectives

La croissance 2017 pourrait être alimentée par des opérations de croissance externe avec l'acquisition de nouveaux fonds de commerce.

2.5.2 Countum

Activité

comptage de produits pétroliers

La société est spécialisée dans les systèmes de comptage destinés à la chaîne logistique des hydrocarbures. Les groupes de comptage sont utilisés dans les dépôts pétroliers, sur les camions citernes... pour les opérations de transfert, de mélange et d'additivation.

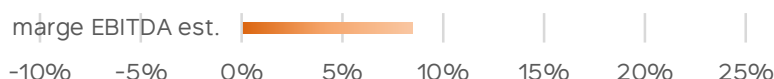
Investissement

Montant total investi 1,6 m€ Investissement initial févr.-09
% de détention 14% Ré-investissement -



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	18,8	-11,3%	10,4	-45%	10,9	5,2%



Perspectives

Countum est désormais composé uniquement de la société Satam après la cession de Meci au groupe Eiffage (Clemessy) en mai 2016. Les contrats à l'international avec de grands groupes industriels devraient tirer la croissance 2017/18 après un exercice 2016/17 stable.

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

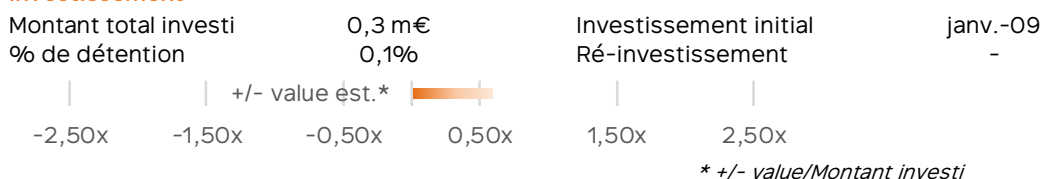
2.5.3 Pellenc Selective Technologie

Activité

machines de tri des déchets

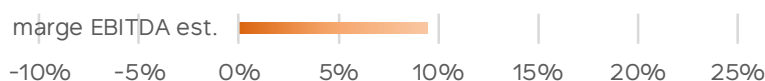
Conçoit, fabrique et vend des machines de tri sélectif des déchets ménagers et industriels. La société dispose d'un parc installé de plus de 1 000 machines dans le monde. 70% du CA est réalisé à l'export.

Investissement



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	26,0	30,0%	27,5	5,8%	28,5	3,6%



Perspectives

A inauguré en mai 2017 une extension de 1 000m² (investissement de 1m€) afin d'accroître la surface dédiée aux tests de tri et à la commercialisation.

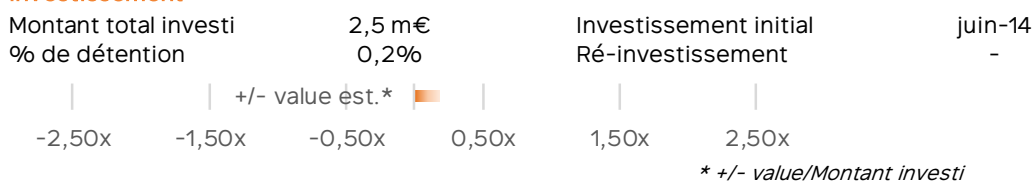
2.5.4 Sermeta

Activité

échangeurs thermiques gaz à condensation en inox

Leader mondial des échangeurs thermiques en inox pour chaudières à gaz à condensation. Sermeta dispose de 2 usines en Bretagne produisant annuellement près de 2m d'échangeurs thermiques. Le parc installé est de 12 millions d'échangeurs dans le monde et 95% de l'activité est réalisée à l'international.

Investissement



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	185,0	-0,4%	182,8	-1,2%	191,9	5,0%

Perspectives

La société commence à bénéficier de la mise en oeuvre de la réglementation ERP qui fait basculer la production des chaudières classiques actuelles atmosphériques en chaudière à condensation. Sermeta lance un nouveau condensateur, "NHEXT", qui améliore l'efficacité énergétique. Le marché US se développe bien et la société entrevoit des développements en Chine (contraintes environnementales) avec le lancement d'appels d'offres au niveau étatique. Le CA 2017 est attendu en croissance de +5%.

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.5.2 Valorisation du pôle Industrie

Nous utilisons une valorisation par comparables sur la base d'entreprises industrielles de l'indice CAC Small & Mid pour valoriser les entreprises du secteur à l'exception de Sermeta dont les multiples sont beaucoup plus élevés au regard de la très forte profitabilité générée par l'entreprise.

Echantillon CAC Small & Mid Industrie

Secteur Industrie	EV/Sales		EV/EBITDA	
	16	17e	16	17e
Chargeurs SA	0,7x	1,1x		10,5x
Mersen SA	0,9x	1,0x		
Oeneo SA	2,4x	2,4x	10,7x	10,4x
Orapi SA		0,5x	9,7x	9,1x
CATANA Group SA		0,9x		14,0x
Delta Plus Group SA	1,2x	1,6x	9,0x	
EXEL Industries SA	0,8x	1,0x	9,2x	11,0x
Groupe Gorge SA	1,3x	1,0x	27,6x	13,9x
Haulotte Group SA	1,1x	1,1x	12,9x	11,6x
Manitou BF SA		0,9x		10,5x
SergeFerrari Group SA	0,8x	0,8x	9,7x	8,3x
Moyenne	1,3x	1,3x	9,8x	11,0x
Médiane	1,0x	1,1x	9,7x	10,5x

Source : Factset

Valorisation pôle Industrie

Industrie	CA		EBITDA	
	16	17e	16	17e
Altur Investissement				
Multiples CAC Small & Mid	1,6x	1,9x	9,1x	9,9x
Multiples secteur Industrie	1,0x	1,1x	9,7x	10,5x
Multiples retenus	2,4x	2,6x	15,9x	16,1x
Agrégats Industrie Altur	2,5	2,6	0,2	0,3
VE implicite vs comparables	6,7	7,9	6,7	7,0
Dette financière nette	-2,7	-2,5	-2,7	-2,7
Valeur Capitaux propres IS	4,0	5,4	4,0	4,4
Valorisation Altur	4,1	4,2	4,1	4,0
diff.	0%	28%	-1%	8%

Source : Factset, Altur, Invest Securities

En retenant les multiples EV/CA et d'EV/EBITDA, la valorisation 2017 moyenne du pôle Industrie ressort à 4,9m€ (vs 4,2m€ pour Altur), offrant un potentiel d'appréciation de +16%.

Synthèse	2016	2017e
Valo Industrie		
Valorisation IS	4,0	4,9
Valorisation Altur	4,1	4,2
diff.	-1%	16%

Une appréciation de la valorisation estimée à deux chiffres pour le pôle Industrie

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.6 Hôtellerie : Metz, Nice, Nancy

2.6.1 Hôtel des Remparts

Activité

hôtel Mercure à Metz

Hotel d'affaires et de loisirs 4 étoiles de 112 chambres situé dans le centre ville de Metz. L'hotel dispose de 3 salles de conférence modulables avec une capacité d'accueil de 180 personnes et d'un restaurant de 55 couverts.

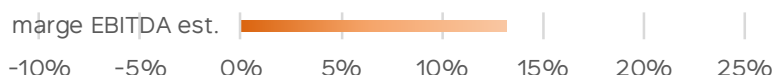
Investissement

Montant total investi 1,3 m€ Investissement initial déc.-13
% de détention 25% Ré-investissement -



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	3,1	20,0%	3,2	5,0%	3,5	8,8%



Perspectives

Les travaux de rénovation, terminés en mars 2016, ont été accompagnés d'un repositionnement tarifaire. L'exercice 2017 sera la première année sans travaux permettant une pleine exploitation avec un CA attendu en hausse de près de 9% et une amélioration de la rentabilité. Fin août 2017, l'établissement offre un taux d'occupation de 67%, en hausse de 8 points par rapport à 2016.

2.6.2 Hôtel de Nice Centre Notre Dame

Activité

hotel Mercure Nice

Hôtel d'affaires et de tourisme 4 étoiles de 198 chambres situé dans le centre ville de Nice. L'hotel dispose d'un bar panoramique, d'une piscine rooftop et d'un jardin extérieur de 2 000m2.

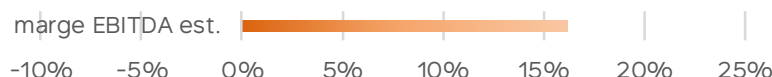
Investissement

Montant total investi 1,0 m€ Investissement initial juil.-15
% de détention 9% Ré-investissement -



Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	5,6	5,0%	4,8	-15,0%	5,4	14,1%



Perspectives

Après la rénovation des chambres, du bar et de la piscine, l'hotel a rénové fin 2016 l'accueil et la salle du petit déjeuner. L'attentat de Nice a fortement perturbé l'activité du S2 2016 avec de nombreuses annulations entraînant une baisse de -15% du CA 2016. Sur l'exercice 2017, l'hotel table sur une progression du CA voisine de +15% et devrait ainsi retrouver un niveau d'activité proche de celui enregistré en 2015 (5,4m€ att. vs 5,6m€ en 2015).

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

2.6.3 Hôtellerie Saint Jacques

Activité

hôtel Novotel à Nancy

Hôtel d'affaires et de loisirs 4 étoiles de 119 chambres situé à 5km du centre ville de Nancy. L'hotel dispose de 400m2 d'espaces modulables pour les réunions, d'une terrasse et d'une piscine extérieure.

Investissement

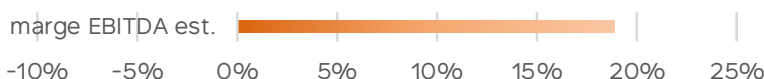
Montant total investi 0,9 m€ Investissement initial déc.-12
% de détention 23% Ré-investissement -



* +/- value/Montant investi

Chiffres clés

en (m€)	2015	var. 1 an	2016	var. 1 an	2017e	var. 1 an
CA	4,6	14,0%	4,9	6,0%	4,9	0,6%



Perspectives

La rénovation complète de l'établissement a été terminée en juillet 2014. Après une hausse de +6% du CA 2016, le management table sur une stabilité de l'activité en 2017 en raison de la concurrence liée à la réouverture de l'hôtel Mercure Gare. Fin août 2017, le taux d'occupation de l'établissement ressort à 66%, en hausse de 3 points par rapport à 2016.

2.2.5 Valorisation du pôle Hôtellerie

Pour estimer la valeur des participations dans l'hôtellerie, nous utilisons 2 approches distinctes permettant dans un cas de valoriser l'ensemble Murs + fonds et dans l'autre cas de valoriser séparément les murs et le fonds.

Valorisation Hôtellerie : méthode 1

Méthode 1	EBITDA	EBITDA
Murs et fonds	16	17e
EBITDA Hôtellerie Altur	0,4	0,5
Multiples VE/EBITDA	18,0	15,0
VE implicite	7,1	7,2
Rentabilité EBITDA/VE	5,6%	6,7%
Dette financière nette	-3,5	-3,0
Valeur Capitaux propres	3,6	4,2
Valo Altur	3,7	3,7
diff.	-4%	13%

Source : Altur, Invest Securities

Nous valorisons les fonds et les murs sur la base d'un multiple EV/EBITDA de 18x pour 2016 et 15x pour 2017e.

Valorisation Hôtellerie : méthode 2

Méthode 2	CA	CA	EBITDA	EBITDA
Murs	16	17e	16	17e
Agrégats Hôtellerie Altur	2,4	2,5	0,4	0,5
Loyers (10% du CA)	0,2	0,3		
Taux de cap	9,0%	9,0%		
Multiples	1,11	1,11	7,5	5,0
VE implicite Murs	2,7	2,8	2,9	2,4
Fonds	16	17e	16	17e
Agrégats Hôtellerie Altur	2,4	2,5		
Multiples VE/CA	2,0	2,0		
VE implicite Fonds	4,8	5,1		
VE implicite Murs + Fonds	7,4	7,9	7,7	7,5
Rentabilité EBITDA/VE	5,3%	6,1%	5,1%	6,4%
Dette financière nette	-3,5	-3,0	-3,5	-3,0
Valeur Capitaux propres	4,0	4,9	4,2	4,5
Valo Altur	3,7	3,7	3,7	3,7
diff.	6%	31%	14%	20%

Source : Altur, Invest Securities

La VE des murs est fondée sur la moyenne des résultats obtenus par les multiples d'EV/CA (1,1x) et d'EV/EBITDA (7,5x et 5,0x).

La VE du fonds est issue d'un multiple d'EV/CA de 2,0x.

2 – Un portefeuille de 18 lignes investi dans 5 secteurs différents

La moyenne de nos 2 approches permet de valoriser le pôle Hôtellerie à 4,5m€ en 2017e, laissant entrevoir un potentiel d'appréciation de l'ANR de +19%.

Synthèse	2016	2017e
Valo hôtellerie		
Méthode 1 (murs et fonds)	3,6	4,2
Méthode 2 (murs et fonds)	4,1	4,7
Valorisation moyenne IS	3,8	4,5
Valorisation Altur	3,7	3,7
<i>diff.</i>	<i>3%</i>	<i>19%</i>

Source : Altur, Invest Securities

3 – RÉDUCTION DE LA DÉCOTE ET APPRÉCIATION DE L'ANR POUR VISER 6,5€

3.1 – Une portée limitée de l'analyse des comptes d'Altur	p.27
3.1.1 Une analyse du compte de résultat peu pertinente	p.27
3.1.2 Un bilan témoignant des investissements réalisés	p.28
3.2 – Analyse de la décote du cours vs ANR	p.28
3.2.1 Décote Altur vs décote Altamir	p.28
3.2.2 Quel niveau de décote retenir ?	p.29
3.3 – ANR estimé par Invest Securities vs ANR publié par Altur	p.29
3.3.1 Un objectif de cours fixé à 6,5€	p.29
3.3.2 Un modèle backtesté sur 2016	p.30
3.4 – Autres éléments d'appréciation d'Altur	p.30
3.4.1 Un objectif de cours de 6,6€ par comparables CAC Small & Mid	p.30
3.4.2 Une actualisation des dividendes permet de viser 6,2€ par action	p.30

3 – Réduction de la décote et appréciation de l'ANR pour viser 6,5€

L'implémentation de la nouvelle stratégie milite pour une réduction de la décote historique qui ressort en moyenne à -43,3% sur les 7 dernières années. Une décote normative limitée à -30% (vs -22,9% pour Altamir au 30/06/2017) semble un objectif atteignable même si dans l'immédiat, nous renons une décote de -35,7% (niveau intermédiaire entre la décote historique et l'objectif de -30%) observée le 30/06/17. Sur la base d'une valorisation indépendante des 5 pôles du portefeuille par la méthode des comparables, notre ANR 2017 (backtesté sur 2016) s'établit à 42,1m€ (+19% vs ANR 2016).

La réduction de la décote à -35,7% conjuguée à l'appréciation attendue de l'ANR (+19%) sur l'exercice permettent de viser un objectif de cours de 6,5€, offrant un potentiel d'appréciation de +25%.

3.1 Une portée limitée de l'analyse des comptes d'Altur

3.1.1 Une analyse du compte de résultat peu pertinente

Compte tenu de la nature particulière de l'activité d'Altur (aucun CA), l'analyse du compte de résultat s'avère peu significative. Même si on privilégiera les informations contenues dans l'ANR, on peut tout de même faire les remarques suivantes sur le P&L :

Altur : compte de résultat simplifié

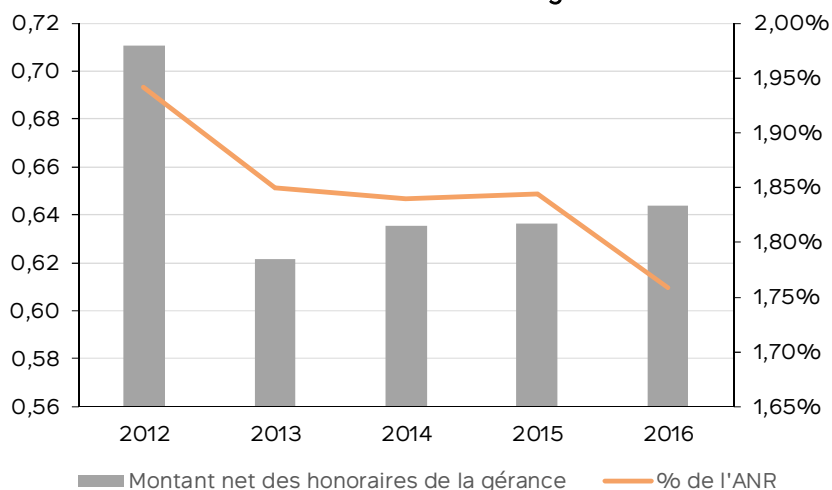
Compte résultat (m€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
var.	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>
Charges d'exploitation	-1,36	-1,32	-1,08	-0,90	-0,99	-1,12	-0,95
dont honoraire gérance	<i>nd</i>	<i>nd</i>	-0,71	-0,62	-0,64	-0,64	-0,64
EBITA	-1,36	-1,32	-1,07	-0,90	-0,99	-1,12	-0,95
var.	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>
Résultat financier	-0,40	-0,24	-3,01	-1,94	-0,60	2,52	1,91
Résultat exceptionnel	-0,02	4,22	4,09	-0,12	7,51	-0,94	-1,05
RN publié	-1,78	2,66	0,01	-2,97	5,92	0,46	-0,10
RN part commandités	-1,78	2,66	0,01	-2,97	5,92	0,39	-0,10
var.	<i>ns</i>	<i>ns</i>	-99,7%	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	-93,5%	<i>n.s.</i>

Source : Altur Investissement

❖ Des honoraires annuels de gérance correspondant à 1,7%/1,8% de l'ANR

Les honoraires de gérance, versés à la société commandité Altur Gestion, sont intégrés dans les charges de gestion. Ces honoraires représentent sur la période 2012 à 2016 un montant annuel net de 0,6 à 0,7m€. Rapporté à l'ANR, le coût de ces honoraires correspond à moins de 2,0% (1,76% en 2016).

Altur : honoraires nets de gérance



Source : Altur Investissement

Des honoraires annuels de gérance équivalents à 1,7/1,8% de l'ANR

3 – Réduction de la décote et appréciation de l'ANR pour viser 6,5€

❖ Les postes Résultat financier et Résultat exceptionnel

Le résultat financier intègre tous les mouvements sur les VMP, les créances, le change et les dotations/reprises de provisions sur participations.

Le résultat exceptionnel comprend principalement les mouvements en capital sur les participations (investissements et cessions).

3.1.2 Un bilan témoignant des investissements réalisés

Le poste des immobilisations financières intègre les participations réalisées qui atteignent 27,4m€ à fin 2016. A cette échéance, Altur dispose de 3,4m€ de liquidités.

Altur : bilan simplifié

Bilan (m€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Immobilisations financières	22,30	21,56	19,28	18,72	24,46	28,51	27,36
Valeurs mobilières	7,34	10,90	9,49	6,25	3,84	0,00	0,00
Trésorerie	0,04	0,04	0,34	1,13	4,11	3,44	3,45
Autres créances	0,05	0,09	0,83	0,82	0,50	0,09	0,08
Capitaux Propres groupe	29,78	32,44	29,45	26,48	32,41	31,87	30,7
Dettes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,00	0,00	0,08	0,18	0,19	0,00	0,00
Autres dettes	0,15	0,15	0,41	0,25	0,00	0,14	0,18

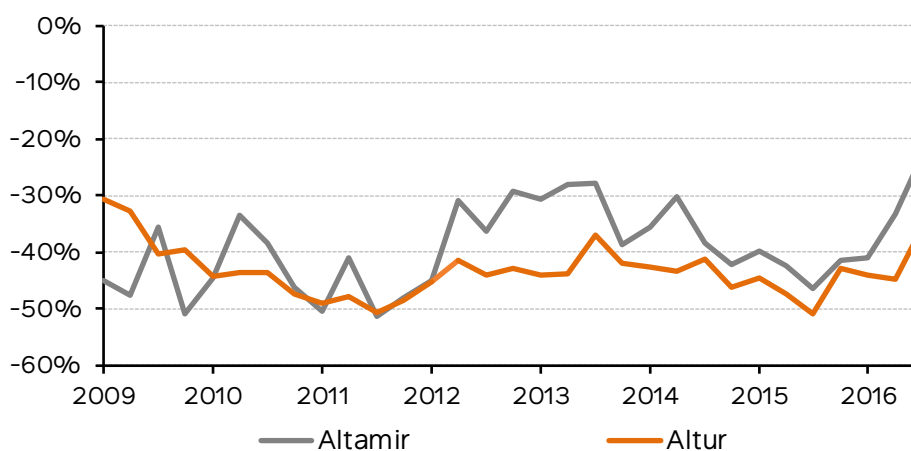
Source : Altur Investissement

3.2 Analyse de la décote du cours vs ANR

3.1.1 Décote Altur vs décote Altamir

Altur et Altamir, la seule société comparable cotée à Paris disposant d'un historique significatif (Nextstage a été introduit en déc. 2016), enregistrent des décotes de respectivement -35,7% et -22,9% sur les derniers ANR communiqués au 30 juin. Les décotes actuelles sont inférieures à leur moyenne historique (Altur -43,3% et Altamir -42,0%) mais pour Altur, celle-ci est encore bien supérieure à sa décote la plus basse (-30,7%). En revanche, Altamir se traite avec un niveau de décote historiquement réduit validant implicitement la politique de redistribution aux actionnaires mis en place depuis plusieurs années.

Altur & Altamir : évolution de la décote vs ANR de 2009 à 2017



Décote	Altamir			Altur				
	Date	ANR	Cours	Décote	Date	ANR	Cours	Décote
dernier	30/06/2017	21,2 €	16,3 €	-22,9%	30/06/2017	9,0 €	5,8 €	-35,7%
moyenne 7ans		14,8 €	9,1 €	-42,0%		8,1 €	4,6 €	-43,3%
décote mini	30/06/2017	21,2 €	16,3 €	-22,9%	31/12/2009	7,1 €	4,9 €	-30,7%
décote max	30/06/2012	12,3 €	6,0 €	-51,4%	30/06/2016	8,3 €	4,1 €	-50,8%

Source : Factset

Altamir se traite avec une décote historiquement basse limitée à -22,9% (vs -42% en moyenne sur 7 ans)

Altur : une décote moyenne de -43,3% sur les 7 dernières années

3 – Réduction de la décote et appréciation de l'ANR pour viser 6,5€

3.2.2 Quel niveau de décote retenir ?

Le cours de bourse d'une holding est généralement inférieur à son actif net réévalué.

❖ Les raisons d'une décote :

- l'illiquidité des actions détenues, ce qui est particulièrement vrai en Private Equity où les durées de détention des titres sont longues,
- les coûts nécessaires au fonctionnement de la structure (y compris les management fees et les carried interests),
- la difficulté à mettre en place des synergies entre les actifs détenus,
- la position minoritaire dans les actifs détenus qui permet d'avoir plus ou moins d'influence sur les décisions de gestion de la participation.

❖ Peut on espérer une réduction de la décote d'Altur ?

Sans évolution majeure au sein de la société, la décote historique d'Altur n'a pas de raison d'évoluer. Toutefois, aujourd'hui, plusieurs éléments militent en faveur d'une réduction de cette décote :

- une rotation plus élevée du portefeuille qui favorisera une extériorisation des plus-values,
- une réelle autonomie dans sa gestion,
- une volonté de distribuer des dividendes de manière régulière.

A titre d'exemple, la décote d'Altamir a commencé à se réduire à partir de fin de 2012, quand la société a clairement exprimé sa volonté d'améliorer le rendement de ses actionnaires par l'augmentation de son ANR mais aussi par une politique de distribution de 20% des résultats nets.

Au final, une décote normative limitée à -30% semble un objectif atteignable une fois qu'Altur aura complètement délivré sa stratégie et notamment extériorisé des plus values sur son portefeuille de participations. Dans l'immédiat, nous renons une décote de -35,7%, (niveau intermédiaire entre la décote moyenne historique de -43,3% et l'objectif de -30%) observé le 30 juin 2017 lors de la dernière publication de l'ANR.

3.3 ANR estimé par Invest Securities vs ANR publié par Altur

3.3.1 Un objectif de cours fixé à 6,5€

Notre ANR, valorisant l'ensemble des 5 pôles à travers des échantillons de comparables, s'établit pour 2017 à 42,1m€ (vs 37,6m€ publié fin juin, +12% et 35,3m€ fin 2016, +19%). En retenant une décote de -35,7% (décote observée au 30/06/2017), notre objectif de cours ressort à 6,5€.

ANR publié par Altur vs ANR estimé par Invest Securities

Secteurs	ANR ALTUR 31/12/2016	ANR IS 2016	diff.	ANR ALTUR 30/06/2017	ANR IS 2017	diff.
INDUSTRIE	4,1	4,0	-1%	4,2	4,9	16%
SERVICES EXTERNALISEE	4,5	4,7	3%	4,6	5,1	10%
DISTRIBUTION SPECIALISEE	5,8	5,8	0%	5,2	5,4	3%
SANTE	13,5	13,8	2%	14,6	17,0	16%
HOTELLERIE	3,7	3,8	4%	3,7	4,5	19%
TOTAL PARTICIPATIONS	31,7	32,2	2%	32,4	36,8	14%
Cessions Alvene + Globe	-	-	-	-	4,9	
Trésorerie	-	3,6		-	1,9	
Dettes	-	-	-	-	-1,5	
Actif net réévalué	35,3	35,8		37,6	42,1	
nbre d'actions	4,2			4,2		
ANR/action	8,5	8,6		9,0	10,1	
Objectif avec décote historique (43,3%)	4,8	4,9		5,1	5,7	
Objectif avec décote de -35,7%	5,4	5,5		5,8	6,5	
Objectif avec une décote à -30%	5,9	6,0		6,3	7,1	

Source : Altur, Invest Securities, Factset

Notre objectif de cours se fonde sur une décote vs ANR de -35,7%, identique à celle enregistrée au 30/06/2017

Un objectif de cours fixé à 6,5€, intégrant une décote de -35,7% sur l'ANR

3 – Réduction de la décote et appréciation de l'ANR pour viser 6,5€

3.3.2 Un modèle backtesté sur 2016

Dans la pratique, la valeur des sociétés du portefeuille est estimée trimestriellement par Altur lors de réunions de valorisation avec les commissaires aux comptes de la société. La valeur des participations est dans la plupart des cas déterminée à partir de multiples de résultats (multiple d'EBITDA essentiellement). Ces multiples peuvent être les multiples de comparables sur le marché (obtenu grâce à des informations avec les banques d'affaires, notre connaissance d'opérations récentes...) ou les multiples utilisés lors de notre acquisition

En utilisant des comparables boursiers, notre modèle de valorisation est similaire à celui d'Altur. Notre estimation de l'ANR 2016 (comptes des participations 2016 et ratios de comparables 2016) ressort globalement en ligne avec celle publiée par Altur (35,3m€ publié par Altur vs 35,8m€ est).

3.4 Autres éléments d'appréciation d'Altur

3.4.1 Un objectif de cours de 6,6€ par comparables CAC Small & Mid

Bien que moins exhaustif que notre approche de valorisation indépendante des 5 pôles, nous estimons l'ensemble des participations d'Altur (17) valorisé à travers un échantillon de 233 sociétés (hors financières) composantes de l'indice CAC Small & Mid. La valeur des capitaux propres obtenue sur la base des moyennes des multiples EV/CA et EV/EBITDA ressort supérieure de +6% à celle communiquée par Altur pour 2016 et supérieure de +25% à l'ANR de fin juin 2017. Au-delà, des chiffres obtenus, il est intéressant de noter l'appréciation de près de 20% de l'ANR de 2016 à 2017. Enfin, en retenant une décote de -35,7%, l'objectif de cours ressort à 6,6€.

Valorisation Altur sur base CAC Small & Mid

Comparable	CA	CA	EBITDA	EBITDA
CAC S & M (hors financières)	16	17e	16	17e
Multiples moyens CAC S&M	1,4x	1,5x	9,4x	10,0x
Agrégats Altur	43,0	45,7	5,8	6,1
VE implicite vs CAC Small & Mid	61,7	68,8	54,7	61,1
FPCI Capital Santé I	2,4	2,4	2,4	2,4
VE totale	64,1	71,2	57,1	63,5
Dette financière nette	-26,8	-25,5	-26,8	-25,5
Disponibilités Altur	3,6	5,4	3,6	5,4
Valeur Capitaux propres	40,8	51,0	33,8	43,4
Valo Altur	35,3	37,7	35,3	37,7
var.	16%	35%	-4%	15%

Source : Altur, Invest Securities, Factset

Synthèse	2016	2017e
Valo Industrie CAC Small & Mid		
Valorisation IS	37,3	47,2
Valorisation Altur	35,3	37,7
diff.	6%	25%
Objectif avec décote de -35,7%	5,2	6,5

3.4.2 Une actualisation des dividendes permet de viser 6,2€ par action

A l'instar des sociétés traditionnelles, Altur ne dégage pas de cash flows récurrents de son exploitation car ceux-ci dépendent des cessions de participations qui ne sont pas prévisibles. Une autre façon d'approximer la valeur d'Altur est de prendre en compte les dividendes.

Dans la mesure où la stratégie de la société est de distribuer de façon récurrente un rendement de l'ordre de 5%, cela représente un montant annuel de l'ordre de 1,0m€.

Altur vs CAC Small & Mid laisse entrevoir une appréciation de l'ANR de +20%

3 – Réduction de la décote et appréciation de l'ANR pour viser 6,5€

Nous valorisons Altur sur la base d'une actualisation des dividendes à l'infini à travers la formule de Gordon Shapiro. Notre estimation du coût du capital se fonde sur un bêta de 0,85, caractéristique des holdings qui ont un bêta inférieur à celui du marché du fait de participations multiples au sein de leur portefeuille qui permettent de réduire la volatilité.

L'actualisation des dividendes permet de viser 6,2€

Valorisation Altur sur la base du modèle de Gordon Shapiro

Evaluation sur la base du modèle de Gordon Shapiro	
Taux sans risque	0,74%
Prime de Marché	5,44%
Bêta	0,85
Coût du capital	5,4%
Dividendes distribués (m€)	1,0
Taux de croissance à l'infini	1,5%
Valorisation	25,9
Valorisation/titre (€)	6,2

Source : Altur, Invest Securities, Factset

A travers cette approche, notre objectif de cours s'établit à 6,2€.

Notes

ANALYSE SWOT

FORCES

- ❑ Profite de l'expertise de Turenne Capital dans certains secteurs comme la santé ou l'hôtellerie
- ❑ Fonds « evergreen », sans horizon défini d'investissement du fait de son statut de SCR
- ❑ Rendement élevé de l'ordre de 5%

FAIBLESSES

- ❑ Taille réduite du fonds qui limite le potentiel d'investissement
- ❑ Statut en commandite, ne permet pas de changement de contrôle

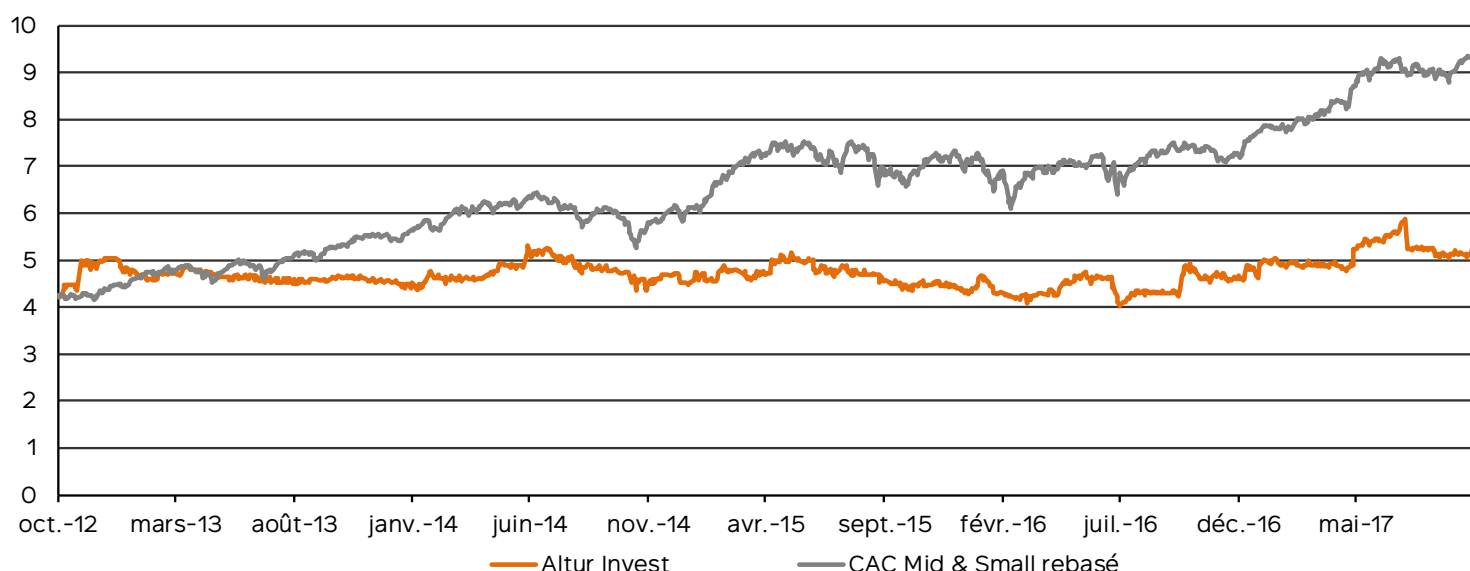
OPPORTUNITES

- ❑ Portefeuille mature durée de vie moyenne > à 6 ans
- ❑ Revalorisation de l'ANR concomitante à l'extériorisation des plus-values dans le cadre de la rotation des actifs

MENACES

- ❑ Investissements rendus difficiles du fait de multiples de valorisations élevées

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
Altur Invest	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Adjoint

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Technologie

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Laurent Wilk
Cleantech

+33 1 44 88 77 97
lwilk@invest-securities.com

Claire Barbaret
Média / Stock-Picking

+33 1 44 88 77 93
cbarbaret@invest-securities.com

Johann Carrier
Stock-Picking

+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Martial Descoutures
Pharma/ Biotechs

+33 1 44 88 88 09
mdescoutures@invest-securities.com

Bruno Duclos
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Peter Farren
Biens de Consommation

+33 1 73 73 90 36
pfarren@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosson
Immobilier

+33 1 44 88 77 88
bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière
Technologie

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Vladimir Minot
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
vminot@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsampe@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotechs

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

Sylvain Navarro
Responsable Vente Secondaire

+33 1 55 35 55 69
snavarro@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

François Habrias
Responsable Vente Internationale

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@invest-securities.com

Eric d'Aillières
Senior Advisor

+33 1 55 35 55 62
edaillieres@invest-securities.com

Claude Bouyer
Vente Institutionnelle

+33 1 44 88 88 02
cbouyer@invest-securities.com

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

+33 1 55 35 55 64
dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
blmm@invest-securities.com

Nicolas Michaux
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 73
nmichaux@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard
Vente Institutionnelle

+33 1 72 38 26 32
rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Amaury Dada
Chargé d'Affaires

+33 1 73 73 90 31
adada@invest-securities.com