

Rapport de valorisation Groupe Bricks

290 M€

Valeur centrale du scénario

Synthèse des comparables et de l'actualisation des flux

Personnel et confidentiel

Ludovic Beaulieu,
représentant de Beaulieu & Co



Avertissement et limites de responsabilité

Objet et périmètre de l'analyse

Le présent rapport expose une estimation de la valeur de Groupe Bricks au 29 septembre 2026, dans le périmètre et selon les méthodes qui y sont décrits. Il ne constitue ni un audit, ni un examen limité des comptes, ni une certification des informations financières ou une attestation d'équité.

Informations utilisées et prévisions

L'analyse repose sur les informations communiquées par la société, les sources publiques citées et les hypothèses de modélisation présentées dans le rapport. Ces informations ne font pas l'objet d'une vérification exhaustive. Les objectifs communiqués par la direction et les hypothèses du scénario demeurent soumis aux aléas économiques, commerciaux et réglementaires. Leur réalisation n'est pas garantie ; les résultats effectifs peuvent s'en écarter sensiblement.

Portée de la valorisation

Les conclusions dépendent des hypothèses retenues et des conditions économiques à la date d'évaluation. Elles ne constituent aucune garantie de prix de transaction, de liquidité, de solvabilité ou de performance future. Sauf obligation légale ou engagement exprès contraire, Beaulieu & Co n'assume aucune obligation d'actualisation du rapport à raison d'événements postérieurs à cette date.

Utilisation et diffusion

Le rapport est confidentiel et destiné à Groupe Bricks ainsi qu'aux destinataires dont la communication a été autorisée par Beaulieu & Co. Toute diffusion doit porter sur la version intégrale, sans altération de son contenu ou de ses réserves. Il ne constitue pas une recommandation d'investissement. Chaque destinataire procède à ses propres diligences et demeure responsable de ses décisions.

Limites de responsabilité

Dans les limites permises par la loi, Beaulieu & Co n'assume aucune responsabilité au titre des décisions prises par les destinataires, de la non-réalisation des prévisions ou d'une utilisation du rapport hors de son objet, en l'absence de manquement qui lui soit imputable. La communication du rapport à un tiers ne crée, à elle seule, aucune mission de conseil à son égard. Ces stipulations ne limitent pas les responsabilités qui ne peuvent légalement être exclues, notamment en cas de dol ou de faute lourde, et ne privent pas de substance les obligations essentielles du cabinet.

Cinq références européennes de la finance digitale

Le panel réunit des acteurs de la banque numérique, des paiements et de l'investissement. Leur point commun est la distribution digitale de services financiers et la monétisation d'une relation client récurrente. Les licences, les bilans et la composition des revenus demeurent différents.

Société	Référence de fonds propres	Revenus ou marge	Résultat net	Utilisation dans l'évaluation
Monzo	4,5 Md£ Secondaire réalisé déc. 2024	1 712,3 M£ Avr. 2025–mars 2026	86,3 M£ Avr. 2025–mars 2026	Ancrage du multiple de résultat ; prix antérieur aux comptes retenus.
Qonto	4,4 Md€ Financement janv. 2022	454,5 M€ Marge brute 2025	89,5 M€ Consolidé 2025	Référence quantitative complémentaire ; valorisation de 2022 rapprochée des comptes 2025.
Revolut	75 Md\$ Secondaire réalisé nov. 2025	6,0 Md\$ Année 2025, arrondi	1,7 Md\$ Année 2025, arrondi	Ancrage du multiple ; dernier prix clôturé confirmé dans les sources primaires retenues.
N26	Plus de 9 Md\$ Financement oct. 2021	501,6 M€ Management 2025	1,6 M€ Année 2025	Contexte uniquement ; ancienneté du prix et résultat proche de l'équilibre.
Trade Republic	12,5 Md€ Secondaire annoncé déc. 2025	272,5 M€ nets Oct. 2023–sept. 2024	34,8 M€ calculés Oct. 2023–sept. 2024	Ratio historique d'environ 359×, non représentatif d'un résultat contemporain normalisé.

Les références sont des valorisations de fonds propres en monnaie d'origine, et non des valeurs d'entreprise. Revolut et Monzo fournissent deux ancrages de résultat, complétés par les comptes consolidés de Qonto ; sa valorisation de 2022 reste ancienne. N26 et Trade Republic éclairent le positionnement du groupe sans entrer dans la sélection du multiple central.

Les prix de transaction et les périodes de résultat ne sont pas synchrones. Les indications de transactions plus récentes non clôturées ne sont pas assimilées à des prix réalisés. Les revenus publiés diffèrent selon le modèle économique et ne constituent pas un agrégat homogène.

[Monzo rapport 2025](#) · [Monzo comptes 2026](#) · [Revolut résultats 2025](#) · [Qonto comptes consolidés](#) · [N26 résultats 2025](#) · [Trade Republic comptes](#) · [Qonto référence 2022](#) · [N26 prix 2021](#) · [Trade Republic prix 2025](#)

Un multiple de résultat normalisé de 45 fois

La comparaison porte sur le résultat après impôt. Une fiscalité uniforme de 25 % est appliquée pour limiter l'effet des particularités fiscales ; les ajustements retenus sont analytiques et ne remplacent pas les résultats publiés.

Base et calcul	Revolut en M\$	Monzo en M£	Qonto en M€
Valeur des fonds propres	75 000	4 500	4 400
Résultat net publié	1 700 arrondi	86,330	89,518
Multiple du résultat publié	44,1×	52,1×	49,2×
Résultat avant impôt retenu	2 300 arrondi	113,633 après ajustement	141,298
Résultat normalisé après 25 % d'impôt	1 725	85,225	105,974
Multiple du résultat normalisé	43,5×	52,8×	41,5×

Monzo : 87,288 M£ avant impôt + 26,345 M£ exceptionnels ; les rémunérations en titres de 59,007 M£ restent en charges. Revolut : montants USD arrondis. Qonto : résultat avant impôt consolidé non ajusté, fiscalité de 25 % analytique.

Les trois repères normalisés vont de 41,5× à 52,8×, avec une moyenne descriptive de 45,9×. Le multiple retenu de 45× constitue un jugement de valorisation, et non une médiane de cinq sociétés. Ce niveau suppose une croissance soutenue. La taille plus réduite de Groupe Bricks et la concentration de ses activités demeurent des facteurs de risque propres au groupe.

7,5 M€

Résultat net normalisé du scénario

45×

Multiple retenu par jugement

337,5 M€

Valeur des fonds propres

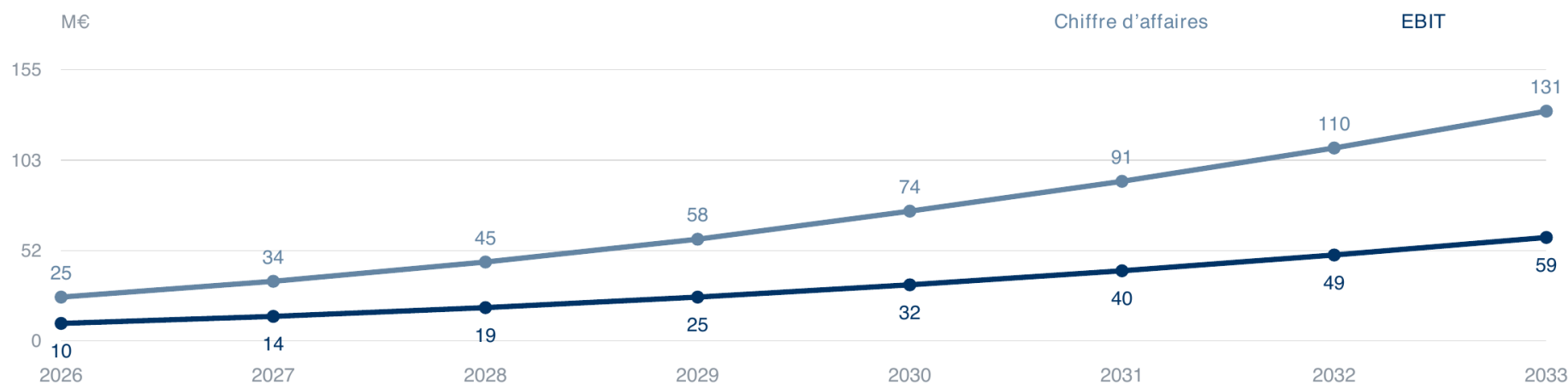
Le résultat net normalisé du scénario est égal à l'EBIT 2026 de 10 M€ × (1 – 25 %), avec résultat financier, éléments exceptionnels et minoritaires nuls par convention. Une plage de 40× à 50× donnerait 300 à 375 M€ ; il ne s'agit pas d'un résultat net consolidé constaté.

Revolut transaction et résultats · Monzo comptes et ajustements · Qonto comptes consolidés 2025

Un scénario de croissance progressive jusqu'en 2033

Le scénario d'évaluation retient une progression du chiffre d'affaires de 25,0 M€ en 2026 à 131,0 M€ en 2033. La croissance annuelle ralentit de 36,0 % en 2027 à 19,1 % en 2033, tandis que les charges augmentent moins vite que les revenus.

En millions d'euros	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Chiffre d'affaires	25,0	34,0	45,0	58,0	74,0	91,0	110,0	131,0
Croissance du CA	—	36,0 %	32,4 %	28,9 %	27,6 %	23,0 %	20,9 %	19,1 %
Charges décaissées	-14,2	-19,0	-24,6	-31,3	-39,8	-48,3	-57,7	-68,1
Amortissements	-0,8	-1,0	-1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-3,3	-3,9
EBIT	10,0	14,0	19,0	25,0	32,0	40,0	49,0	59,0
Marge EBIT	40,0 %	41,2 %	42,2 %	43,1 %	43,2 %	44,0 %	44,5 %	45,0 %



L'EBIT 2026 de 10 M€ correspond à l'objectif communiqué par le management. Le CA, les objectifs 2027–2033 et les marges sont des hypothèses du scénario analytique, et non un budget consolidé approuvé. Amortissements : 3 % du CA ; investissements : 4 % ; BFR : 4 semaines de CA ; impôt normatif : 25 %. Le BFR d'ouverture 2026 repose sur un CA de 20 M€ supposé, non constaté.

Le DCF fait ressortir une valeur de 241,1 M€

Les flux disponibles après impôt et réinvestissement sont actualisés au 29 septembre 2026. La valeur terminale prolonge l'activité au-delà de 2033 avec une croissance de 2,0 % et un investissement maintenu à 4,0 % du chiffre d'affaires.

En millions d'euros	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBIT	10,0	14,0	19,0	25,0	32,0	40,0	49,0	59,0
Impôt normatif	-2,50	-3,50	-4,75	-6,25	-8,00	-10,00	-12,25	-14,75
Amortissements	0,75	1,02	1,35	1,74	2,22	2,73	3,30	3,93
Investissements	-1,00	-1,36	-1,80	-2,32	-2,96	-3,64	-4,40	-5,24
Variation de BFR	-0,38	-0,69	-0,85	-1,00	-1,23	-1,31	-1,46	-1,62
Flux annuel disponible	6,87	9,47	12,95	17,17	22,03	27,78	34,19	41,32
Flux de la période	1,75	9,47	12,95	17,17	22,03	27,78	34,19	41,32
Coefficient actualisation	0,968	0,853	0,751	0,662	0,583	0,514	0,453	0,399
Valeur actuelle des flux	1,69	8,08	9,73	11,37	12,85	14,28	15,47	16,48

2026 : fraction de 93 jours sur 365 appliquée au flux annuel. Actualisation en fin de période, jours réels / 365 ; la variation du BFR est supposée linéaire sur cette fraction d'année.

89,9 M€

Flux explicites actualisés

151,2 M€

Valeur terminale actualisée

241,1 M€

Valeur économique de l'activité

Le flux normatif 2034 ressort à 43,6 M€. La valeur terminale, calculée au 31 décembre 2033 puis actualisée sur la durée du dernier flux explicite, représente 62,7 % de la valeur. Le passage aux fonds propres repose ici sur un ajustement financier net nul par convention.

La valeur dépend du risque retenu et de l'exécution

La croissance prévue et le niveau de rentabilité à maturité expliquent l'essentiel de la valeur. Les sensibilités ci-dessous font varier les hypothèses du DCF ; elles ne constituent pas une fourchette de prix constatés.

Le taux de 13,5 % est un jugement d'évaluation : TEC 10 de 4,742 % + bêta retenu de 1,20 × prime de marché de 4,36 % + primes de taille de 2 points et d'exécution de 1,5 point. Les majorations et le bêta sont des hypothèses ; le total de 13,474 % est arrondi à 13,5 %.

Sensibilité du DCF au taux et à la croissance terminale

Taux d'actualisation / croissance terminale	1,0 %	2,0 %	3,0 %
12,0 %	268,4	287,2	310,0
13,5 %	228,0	241,1	256,8
15,0 %	196,7	206,3	217,4
16,5 %	171,9	179,0	187,2
18,0 %	151,9	157,3	163,4

Valeurs en M€. Cas central : taux de 13,5 % et croissance terminale de 2,0 %.

Sensibilité aux hypothèses opérationnelles

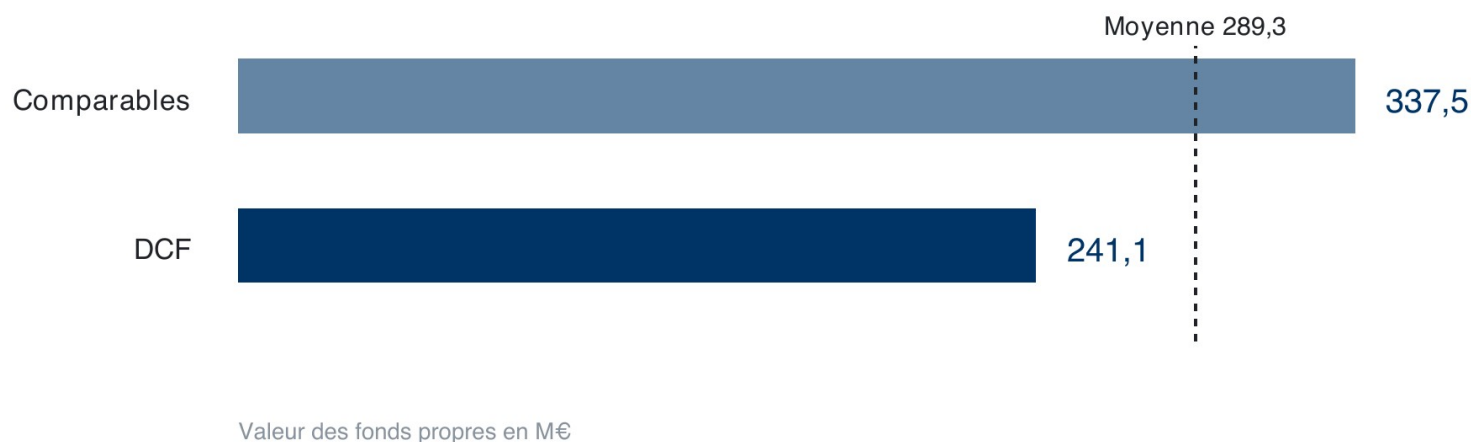
Hypothèse testée	DCF en M€	Moyenne des méthodes en M€
EBIT inférieur de 20 % sur tout le prévisionnel	190,3	230,1
CAPEX à 6 % du chiffre d'affaires	225,9	281,7
BFR à 12 % du chiffre d'affaires	238,1	287,8

Chaque test est effectué séparément. Dans le test d'EBIT inférieur de 20 %, le résultat normalisé utilisé pour les comparables diminue également de 20 %. Les autres tests conservent la branche comparables inchangée.

Banque de France TEC 10 au 29 septembre 2026 · Damodaran prime de marché

La moyenne des deux méthodes ressort à 289,3 M€

Les deux approches sont rapprochées sur une base commune de valeur des fonds propres, avec une pondération égale. Le multiple valorise le résultat normalisé de 2026 ; le DCF apprécie les flux futurs, leur réinvestissement et leur risque.



Méthode	Valeur des fonds propres	Pondération	Contribution
Comparables par le résultat net	337,5 M€	50 %	168,75 M€
Actualisation des flux	241,1 M€	50 %	120,56 M€
Moyenne pondérée	289,3 M€	100 %	289,31 M€

Pour Groupe Bricks, la valeur dépend de l'origination, de la récurrence des revenus de services et de l'absorption des coûts de plateforme. L'écart entre les méthodes s'élève à 96,4 M€, soit 33,3 % de leur moyenne. Cette dispersion reflète notamment la prime de croissance des comparables et le caractère plus exigeant du DCF sur la génération de trésorerie. La moyenne constitue un jugement de synthèse, et non une convergence exacte des méthodes.

Le montant présenté de 290 M€ correspond à l'arrondi de 289,3 M€ à la dizaine de millions d'euros. La construction du cas central pour apprécier ce niveau de valeur ne constitue pas une validation indépendante par le marché.

Conclusion de l'évaluation

290 M€

Valeur des fonds propres dans le cas central

29 septembre 2026

Date d'évaluation

Sous les hypothèses exposées, la moyenne des comparables et du DCF conduit à une valeur de 289,3 M€, arrondie à 290 M€. Ce résultat suppose la réalisation d'un scénario de croissance soutenue, une marge EBIT passant de 40,0 % à 45,0 % et une position financière nette neutralisée par convention.

Élément de l'évaluation	Traitement retenu
Périmètre opérationnel	Activités modélisées de Groupe Bricks, dont Bricks SAS et Bricks Origination. Les flux ne constituent pas des comptes consolidés arrêtés.
Projet bancaire	Azure Financial Limited et l'acquisition envisagée d'Izola Bank ne font pas l'objet d'une valorisation séparée additionnée au DCF. La réalisation de l'acquisition n'est pas présumée.
Passage aux fonds propres	Dette nette, actifs hors exploitation et minoritaires fixés à zéro par convention. L'absence de situation consolidée arrêtée ne permet pas de confirmer ce pont.
Résultat normalisé	EBIT 2026 de 10 M€ après impôt normatif de 25 % ; résultat financier, éléments exceptionnels et minoritaires neutralisés par convention.

Toute intégration complète du projet bancaire devra réconcilier le prix d'acquisition, les besoins de capital, les résultats bancaires, les coûts d'intégration et la participation économique de Groupe Bricks. Les fonds des clients et les dépôts ne constituent pas de la trésorerie libre attribuable aux actionnaires.

Le présent projet constitue une analyse d'évaluation établie à partir des informations disponibles et d'hypothèses explicites. Il ne constitue ni un audit, ni une certification des prévisions, ni une attestation de prix réalisable.