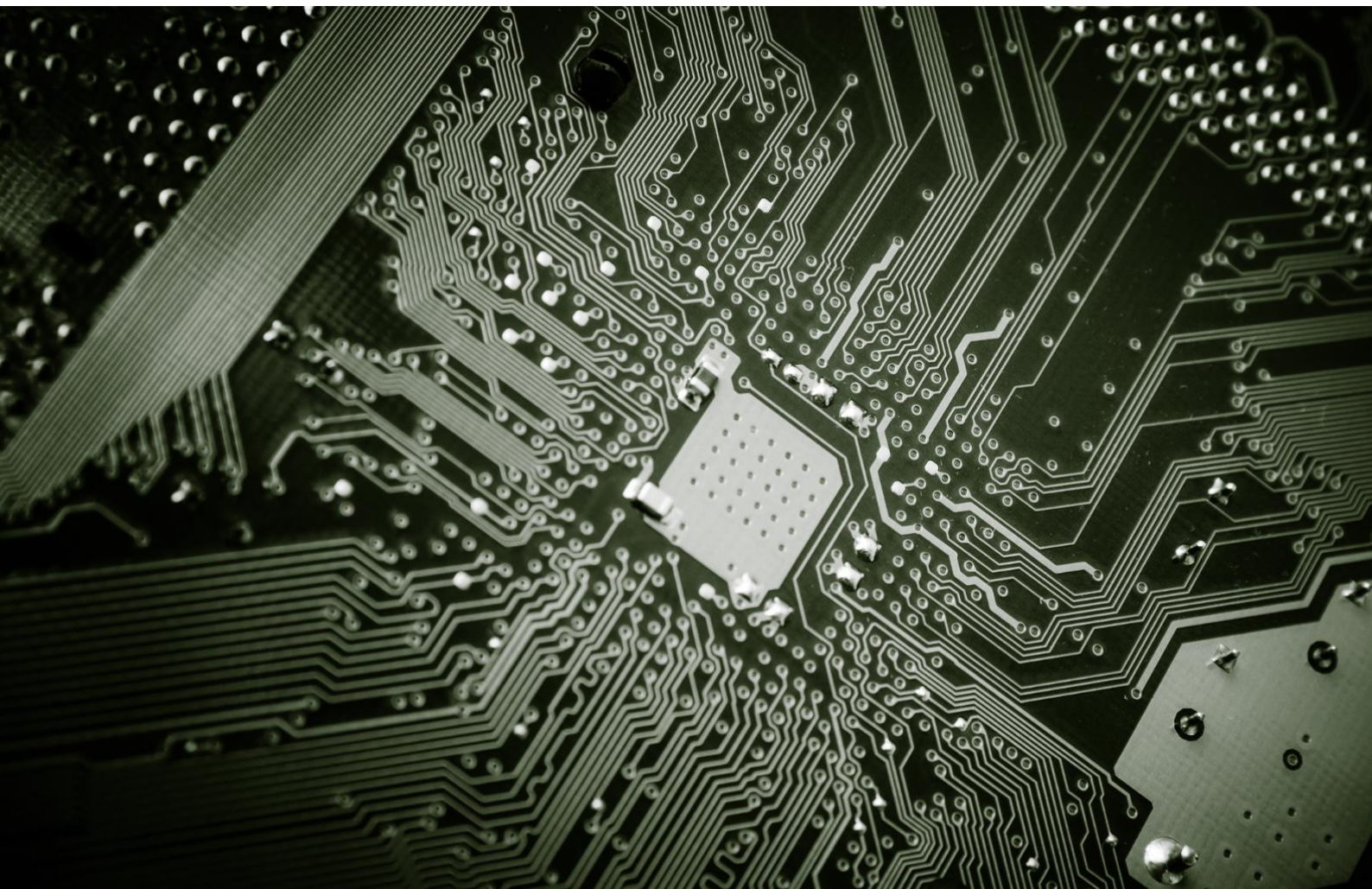




Capitalisation (M€)	75,7	Ticker	ALICA-FR
Objectif de cours	16,66 €	Nb de titres (en millions)	75,7
Cours au 05/10/2026	9,36 €	Volume moyen 12m (titres)	5 280
Potentiel	78,0%	Extrêmes 12m (€)	3,56€/9,50€

Achat

Le courant repasse !

ICAPE est un distributeur français de circuits imprimés et de pièces techniques sur mesure pour l'industrie électronique. Coté sur Euronext Growth depuis 2022, le groupe sert plus de 3 800 clients dans 23 pays et confie sa production à 88 fournisseurs qualifiés, avec un modèle qui demande peu de capitaux. Après 23 acquisitions en cinq ans, ICAPE a fermé en 2026 deux sites industriels déficitaires, ce qui ouvre la voie à un redressement de ses marges. Le groupe bénéficie désormais de plusieurs catalyseurs : la saturation des usines par la demande liée à l'IA, qui les pousse à délaissier les petites séries au profit des distributeurs, la forte accélération de l'activité (+18 % de croissance organique au S1 2026) et la consolidation d'un marché très fragmenté. Avec une guidance relevée à au moins +18 % de croissance du chiffre d'affaires en 2026 et une marge d'EBIT visée à 6 %, ICAPE entre dans une phase de croissance plus rentable. Nous initions la couverture avec une recommandation Achat et un objectif de cours de 16,7€, soit un potentiel de hausse de +78%.



Sommaire

SOMMAIRE	2
SNAPSHOT	4
THESE D'INVESTISSEMENT	5
SWOT.....	6
PRESENTATION & HISTOIRE	7
HISTOIRE	9
ACTIONNARIAT	11
ÉQUIPE DIRIGEANTE	12
ACTIVITE	13
PRINTED CIRCUIT BOARD (PCB).....	13
CIPEM (CHINA INDUSTRIAL PARTS FOR ELECTRONICS MANUFACTURING).....	14
CHAÎNE DE VALEUR ET OUTIL INDUSTRIEL	15
MARCHE	18
MARCHE TOTAL ADRESSABLE (TAM).....	18
CONCENTRATION GEOGRAPHIQUE DE LA PRODUCTION	19
CROISSANCE DU MARCHE	20
PERTURBATION PERENNE DE LA CHAÎNE D'APPROVISIONNEMENT	20
SEGMENTATION PAR MARCHE FINAUX	21
M&A	22
PAYSAGE CONCURRENTIEL	23
ANALYSE FINANCIERE	25
BELLE DYNAMIQUE SUR LES MARGES	26
UNE DIVERGENCE DE RENTABILITE OBSERVEE ENTRE LES SEGMENTS	28
UNE RENTABILITE DILUEE PAR LE COUT DES ACQUISITIONS	30
DEMONSTRATION D'UNE GESTION DU BILAN RIGOREUSE	31
CROISSANCE EXTERNE FINANCEE PAR LA DETTE	33



ESTIMATIONS EUROLAND..... 34

LE CYCLE DEVRAIT PORTER LA TOP LINE AU MOINS JUSQU'AU T2 2027	34
EXPANSION DES MARGES EBITA GRACE AUX SYNERGIES M&A	35
ATTENTE D'UN FCF EN NETTE AMELIORATION.....	37

VALORISATION..... 39

1/ METHODES DE VALORISATION RETENUES.....	39
2/ APPROCHE DE VALORISATION	39
A / VALORISATION PAR DCF	39
B/ VALORISATION PAR MULTIPLES	41
3/ VALORISATION MOYENNE.....	43



Snapshot

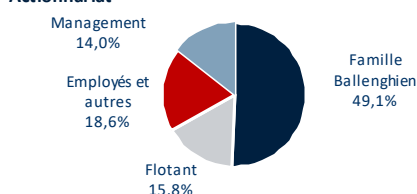
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	200,3	239,9	264,3	250,3
var %	11,7%	19,8%	10,2%	-5,3%
EBE	14,9	21,9	25,7	23,8
% CA	7,5%	9,1%	9,7%	9,5%
EBITA	10,9	17,5	21,3	19,4
% CA	5,4%	7,3%	8,0%	7,8%
EBIT	8,8	15,3	18,6	16,2
% CA	4,4%	6,4%	7,0%	6,5%
RN	-0,4	10,1	12,4	10,4
% CA	-0,2%	4,2%	4,7%	4,2%
Bnpa (€)	-0,05	1,25	1,53	1,29
ROCE hors Goodwill (%)	27,4%	49,0%	65,6%	62,5%
ROE (%)	-1,4%	30,7%	29,7%	21,3%
Gearing (%)	116%	70,3%	50,8%	44,1%
Dette nette	28,8	21,6	19,4	19,6

Multiples de valorisation

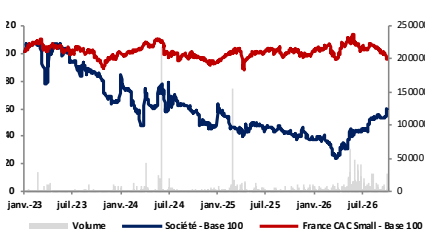
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,4
VE/EBE (x)	5,7	4,3	3,6	3,8
VE/ROC (x)	7,9	5,4	4,3	4,6
P/E (x)		7,5	6,1	7,3

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	57,8%	10,5%	31,9%	37,3%



Coté sur Euronext Growth depuis 2022, Icape Holding distribue des circuits imprimés et des pièces techniques sur cahier des charges. La société réalise un CA de 200,3 M€ en 2025. Le groupe ne fabrique quasiment pas : il orchestre un réseau de 88 usines partenaires asiatiques pour 3 800 clients industriels principalement occidentaux avec une pénétration croissante en Asie (28% du CA en 2025, +37,6%). Son métier consiste à qualifier les usines, agréger des commandes trop petites pour les intéresser, et porter la qualité, la logistique et le risque de la relation. Le groupe affiche un panier moyen de 2,5 k€, ne compte aucun client au-dessus de 2,5 % du chiffre d'affaires, et s'appuie sur une base particulièrement récurrente, avec 70 % des comptes servis depuis plus de cinq ans.

Le cycle actuel transforme cette intermédiation en accès rare. Les serveurs IA absorbent les capacités de premier rang, les usines deviennent sélectives et n'acceptent plus que des lots suffisamment volumineux. Le client fragmenté sort de l'équation, sauf s'il passe par un agrégateur. Ainsi, le carnet de commandes d'ICAPE progresse de près de +70 % au T2 2026, tiré par les volumes et par la répercussion des prix. Nous y lisons une réallocation durable des capacités plutôt qu'un pic de cycle.

La consolidation constitue le second moteur. Icape et son principal concurrent réunis pèsent moins de 5 % d'un marché servi par plusieurs centaines de distributeurs régionaux, et le faible recouvrement de portefeuille client renforce encore la clarté du paysage concurrentiel. Chaque acquisition accroît mécaniquement le poids du groupe dans les arbitrages d'allocation des usines. Le troisième levier est interne : vingt-trois acquisitions en cinq ans ont bâti une plateforme dont la rentabilité reste à récolter, la dispersion des marges par zone mesurant le solde d'intégration encore à capter.

2026 est un exercice de transition. La direction a ramené sa cible de marge d'EBIT de 9,5 % à 6 % et renoncé à son objectif triennal de TCAM organique du CA de 10 %. Si la révision a pu altérer la confiance de certains investisseurs accordée aux ambitions du management, elle clarifie enfin les perspectives d'un portefeuille d'acquisitions qui n'a jamais profité d'un cycle favorable.

Nous attendons un chiffre d'affaires de 239,9 M€ en 2026e, en croissance de +19,8%, soit en ligne avec la guidance d'au moins +18% réalignée à la hausse à l'occasion de la publication du 1er octobre. Nous anticipons un EBITA 2026e de 17,5M€ à 7,3% du CA et un retour du résultat net en territoire positif dès 2026, ce qui était déjà le cas au 1er semestre (publication du 1er octobre). Le FCF généré devrait permettre de poursuivre le désendettement, le gearing revenant de 116% à fin 2025 à 60% un an plus tard. Le plan 2028, attendu fin novembre, constituera un nouveau cadre.

Nous valorisons les capitaux propres à 134,7 M€, sur la base d'une moyenne équipondérée du DCF et des comparables boursiers. Notre multiple induit 2026e fait ressortir une décote de 68% par rapport à NCAB son concurrent principal, un écart que nous jugeons excessif.

Nous initions la couverture à **Achat**, objectif de cours 16,7 € soit un potentiel de +78%.



Thèse d'investissement

1. Un choc d'allocation dont les effets dépassent largement l'IA

Un serveur IA mobilise 10 à 15 fois plus de matière PCB qu'un serveur conventionnel. Les principaux fabricants réallouent donc leurs capacités vers les commandes liées à l'IA, tandis qu'une part importante des nouvelles capacités de stratifiés attendues d'ici 2027 est déjà réservée à ces applications. La tension ne reste pas cantonnée au segment IA : elle se diffuse au reste du marché, selon un mécanisme proche de celui observé sur la mémoire (SK Hynix, Micron, Samsung). L'enjeu porte moins sur une qualité spécifique que sur l'accès à un créneau de production. Or le HMLV (High Mix Low Volume), cœur du marché adressable d'ICAPE, repose sur des commandes fragmentées, avec de nombreuses références et de faibles volumes unitaires. Dans une usine saturée, cette configuration devient moins attractive : le fabricant privilégie les séries suffisamment importantes pour amortir les changements de production. C'est ici que le rôle d'ICAPE prend toute sa valeur. En agrégeant une multitude de commandes, le groupe reconstitue des volumes suffisants pour sécuriser l'accès aux capacités. Plus la disponibilité se tend, plus cette fonction d'intermédiation devient stratégique. Les résultats du S1 2026 suggèrent que cette dynamique est déjà engagée, avec un chiffre d'affaires en hausse de +22,9 % et un carnet de commandes en progression de +133% au 25/09/2026 vs le 30/09/2025. Dans ce contexte, l'objectif annuel de croissance de +12 % a été revu à la hausse et s'établit aujourd'hui à « au moins +18% ».

2. M&A : un marché encore très largement fragmenté

Le HMLV, principal segment adressable pour un distributeur de PCB, représente environ un tiers du marché mondial, soit 23 à 27 Md\$. Sa structure concurrentielle reste atomisée. Les deux principaux acteurs occidentaux, NCAB et ICAPE, n'ont généré ensemble qu'environ 575 M\$ de chiffre d'affaires PCB en 2025, soit moins de 3 % du marché adressable. Une large part des flux demeure intermédiée par des agents locaux sous-capitalisés, au pouvoir de négociation limité face aux fabricants. ICAPE a intégré cette fragmentation tôt, en faisant de la consolidation un axe central de son modèle dès son introduction en bourse. La création de valeur repose sur un effet d'échelle cumulatif : chaque acquisition apporte des volumes et renforce la capacité du groupe à agréger les commandes. Cette masse critique améliore son poids dans les arbitrages d'allocation et ses conditions commerciales auprès des fournisseurs. Le M&A ne constitue donc pas seulement un vecteur de croissance ; il renforce l'avantage compétitif du modèle. ICAPE devrait pouvoir relancer son agenda de croissance externe dès 2027, soutenu par une génération de cash 2026e estimée à x 14,1M€ (5,2 M€ au S1 2026).

3. Une plateforme constituée, dont le levier opérationnel reste à matérialiser

Avec vingt-trois acquisitions réalisées en cinq ans, ICAPE s'est doté d'un maillage commercial qu'une stratégie organique aurait nécessité une décennie à construire. Le ralentissement du cycle en 2023-2024 a toutefois limité l'extraction des synergies. Les écarts de rentabilité observés en 2025 illustrent ce potentiel : l'Europe du Sud affiche une marge d'EBIT de 6,3 %, l'Asie 2,8 %, l'Europe du Nord reste déficitaire, tandis que CIPEM atteint 8,6 %. Cette dispersion reflète moins une différence structurelle entre métiers qu'un processus d'intégration inachevé. Le groupe a engagé la rationalisation de sa plateforme, avec l'arrêt d'IHM et de TRAX, la simplification juridique de ses zones et le déploiement d'un outil de cotation commun intégrant l'IA. La direction estime pouvoir absorber environ 300 M€ de chiffre d'affaires à effectif constant, soit près de 50 % de volume supplémentaire sans renforcement équivalent de la structure. Le levier est double : la croissance devrait davantage se traduire en marge,



tandis que les prochaines acquisitions pourront être intégrées sur une infrastructure dimensionnée. Le rendement du capital investi devrait être supérieur à celui observé lors de la phase d'expansion 2021-2024.

SWOT

S

Forces

- Agrège des flux de commandes individuellement inexploitable par les usines
- Réseau d'usines qualifiées sur 25 ans
- Aucune dépendance client individuelle significative
- N°2 indépendant sur un marché de courtage PCB en consolidation

W

Faiblesses

- Marge en retrait des leaders du secteur
- Exposition aux devises importante
- Liquidité boursière réduite
- Croissance cumulée négative sur 2023-2025

O

Opportunités

- Conjonctures favorables sur les prix et les volumes
- Consolidation d'un marché atomisé en Europe et en Amérique du Nord
- Effets relatifs des acquisitions ciblées
- Taux de pénétration croisée PCB vers CIPEM encore faible sur la base installée

T

Menaces

- Tensions géopolitiques sino-occidentales
- Risque d'exécution sur l'intégration des acquisitions
- Concurrence directe
- Effet de base défavorable en 2027-2028 après le front-loading



Présentation & Histoire

Icape Holding est un distributeur technologique mondial de circuits imprimés (Printed Circuit Boards ou PCB) et de pièces techniques sur cahier des charges, dont le siège social est situé à Fontenay-aux-Roses, en Île-de-France. Coté sur Euronext Growth Paris depuis le 11 juillet 2022 sous le code ALICA, le groupe se positionne comme le deuxième leader européen du sourcing asiatique de cartes électroniques, avec un modèle dit « asset-light » qui consiste à orchestrer un réseau d'environ 88 partenaires industriels stratégiques, principalement chinois, taïwanais et sud-asiatiques plutôt que de posséder des usines en propre. L'exercice 2025, clos au 31 décembre, s'est soldé par un chiffre d'affaires consolidé de 200,3 millions d'euros, en croissance de +12 % par rapport à 2024, dont +5,1 % de croissance à périmètre et change constant. Le groupe revendique plus de 3 000 clients actifs répartis dans une quarantaine de pays.

Le modèle économique d'Icape repose sur l'asymétrie d'information entre les acheteurs européens, américains, japonais ou australiens, généralement des bureaux d'études d'OEM (Original Equipment Manufacturers) ou des sous-traitants en assemblage électronique (EMS, Electronic Manufacturing Services), et les ateliers asiatiques de fabrication de circuits imprimés. Le groupe agit comme une centrale d'achat et de qualité, capable de comparer en temps réel les capacités, les délais et les prix de plusieurs dizaines de fabricants, puis d'assurer la traçabilité, le contrôle qualité, la logistique et le service après-vente pour ses clients finaux. Cette intermédiation crée de la valeur dans la mesure où les acheteurs de circuits imprimés en petites et moyennes séries (segment HMLV pour High-Mix Low-Volume) n'ont ni la taille ni l'expertise pour gérer eux-mêmes le sourcing asiatique, et où la grande majorité des fabricants chinois sont peu ou pas équipés pour commercialiser efficacement à l'international.

Positionnement d'ICAPE dans l'écosystème



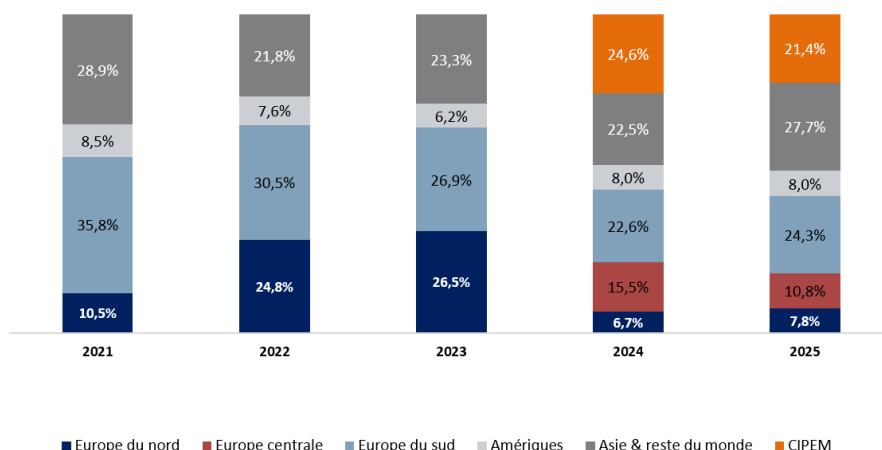
Source : Euroland

Le périmètre opérationnel se structure autour de deux activités principales. La distribution de circuits imprimés sous la marque Icape représente environ 79 % du chiffre d'affaires consolidé 2025. La distribution de pièces techniques sur cahier des charges, sous la marque CIPEM (claviers à membrane, faces avant, pièces mécaniques de précision, câblage, accessoires métalliques et plastiques), apporte les 21 % restants. À l'intérieur de l'activité PCB, le groupe segmente son reporting opérationnel en plusieurs zones géographiques (PCB Asie, PCB Europe du Sud, PCB Europe du Nord, PCB



Amériques) qui correspondent aux centres de profit dans lesquels sont consolidés les distributeurs régionaux acquis au fil des années. Le pôle PCB Asie joue un rôle particulier puisqu'il regroupe à la fois les activités commerciales locales et la plateforme d'achat groupe, ce qui en fait à la fois un canal de vente et un centre de coût stratégique.

Évolution du mix PCB/CIPEM par régions



Source : Société, Euroland

Avec 39 filiales actives et 2 bureaux en Chine à fin 2025, Icape couvre l'essentiel des marchés industrialisés à forte densité électronique. La présence européenne est la plus dense, héritage de l'historique français du groupe et de la première vague d'acquisitions menée en Italie, en Allemagne, au Royaume-Uni, en Pologne, en Espagne et dans les pays nordiques. Les États-Unis ont été pénétrés à partir de 2023 par l'acquisition simultanée de trois distributeurs spécialisés, et l'Asie hors Chine a été consolidée en 2024 avec la prise de contrôle de NTW au Japon et de François Frères. La direction vise une consolidation supplémentaire en Amérique du Nord et un développement continu sur les marchés émergents à fort potentiel (Inde, Asie du Sud-Est, Amérique latine).

Les marchés finaux servis par Icape sont diversifiés. Aucun secteur ne pèse plus de 20 % du chiffre d'affaires, ce qui constitue un atout structurel rare dans un secteur industriel cyclique. Les principales verticales sont l'automobile (y compris l'électronique embarquée et les véhicules électriques), l'industrie générale (automatisation, robotique, instrumentation), les télécommunications, la défense et l'aérospatial, l'énergie, le médical et l'électronique grand public. Cette diversification se double d'une fragmentation très forte de la base client, sans concentration significative sur les dix premiers comptes, ce qui réduit considérablement le risque de perte sèche en cas de défaillance d'un acheteur.

Le carnet de commandes, indicateur avancé de l'activité, atteint 69,3 millions de dollars à fin 2025 (+28,5 % sur un an), et 134,9 millions de dollars au 25 septembre 2026, soit +133% vs le 30 septembre 2025, confirmant la forte dynamique commerciale sous-jacente. Au premier semestre 2026, le chiffre d'affaires progresse encore de 22,9 % à 61,8 millions d'euros (+25% à périmètre et taux de change constant) et le carnet de commandes franchit la barre des 82,1M€ (+69,3 %), confirmant la robustesse du momentum opérationnel.



Histoire

L'histoire d'Icape commence en 1999 lorsque Thierry Ballenghien, après treize années d'expérience dans le secteur des circuits imprimés, fonde la société à Fontenay-aux-Roses. Le nom Icape est à l'origine un acronyme : International Consulting Activities For Printed Circuit Board Electronics. Cet intitulé exprime clairement la vocation initiale du groupe, à savoir conseiller les industriels européens sur le sourcing de circuits imprimés produits en Asie, dans un contexte où la délocalisation massive de la production de PCB vers la Chine s'accélère et où les acheteurs occidentaux peinent à identifier et à qualifier des fournisseurs fiables.

2000 : À la conquête de l'Asie

Dès le second semestre 1999, Icape ouvre son premier bureau en Chine et figure parmi les pionniers européens du sourcing asiatique structuré sur le PCB. Le groupe constitue en 2000 un premier réseau de douze usines partenaires, porté depuis à 88 fabricants stratégiques. L'entrée de la Chine à l'OMC en décembre 2001 accélère le basculement des capacités mondiales vers la Chine continentale, dont la part dans la production de PCB passe de moins de 10 % en 2000 à plus de la moitié aujourd'hui. Ce n'est pas la nature de la demande qui change, mais la géographie de l'offre, et avec elle le nombre d'usines à qualifier et à suivre. La décennie sert à construire la réponse : assurance qualité (audits, contrôles avant expédition), outils internes de gestion des commandes et des spécifications techniques, force commerciale en Europe, puis création de CIPEM, qui étend l'offre au packaging électronique global.

2010 : Début de la croissance externe

En septembre 2010, la création de la société holding Icape Holding marque un tournant juridique et stratégique. Cette nouvelle structure permet d'organiser la croissance externe, d'accueillir des partenaires financiers et de préparer l'éventualité d'une cotation en bourse. Le fonds FIMIIEEC, géré par InnovaFonds, entre au capital aux côtés du fondateur pour soutenir le développement, illustrant la confiance des investisseurs spécialisés dans la filière électronique française.

2022 : Bourse !

La période 2015-2022 est celle de la professionnalisation managériale et de l'internationalisation systématique. Sous la présidence de T. Ballenghien, Cyril Calvignac, présent dans le groupe depuis 2003 comme ingénieur commercial puis directeur, accède à la direction générale en 2015 et mène avec son équipe (Shora Rokni notamment, toujours dans le Groupe aujourd'hui et en charge de la stratégie et du M&A), la transformation opérationnelle qui prépare l'introduction en bourse. Le groupe étoffe son maillage européen par l'acquisition de distributeurs spécialisés en Allemagne, en Italie et en Europe du Nord, et commence à formaliser son modèle de « plateforme d'acquisition » destiné à devenir un consolidateur naturel d'un marché européen extrêmement fragmenté.

Le 11 juillet 2022, Icape Holding réalise son introduction en bourse sur Euronext Growth Paris au prix de 16,95 euros par action, levant 17 M€. L'opération, souscrite à 85 %, illustre l'appétit modéré mais réel des investisseurs cotés pour ce type de modèle, dans un contexte macro-économique international de plus en plus tendu, en lien avec la



guerre en Ukraine. Le management affiche alors des objectifs ambitieux pour la période 2022-2026 : doubler la taille du groupe pour atteindre 500 millions d'euros de chiffre d'affaires consolidé en 2026, et porter la marge opérationnelle courante (ROC) à environ 9,5 %. La stratégie de croissance externe est explicitement formalisée : cibler des distributeurs de taille modérée (chiffre d'affaires inférieur à 20 millions d'euros), affichant une marge brute supérieure à 25 % et rentables au niveau du résultat opérationnel. Les fonds levés sont intégralement alloués au financement de la croissance externe.

2022-2024 acquisitions en série

La période 2022-2024 voit s'enchaîner les acquisitions à un rythme soutenu. Aux États-Unis, le groupe pénètre le marché américain en octobre 2023 par l'achat simultané de trois distributeurs, créant immédiatement une taille critique outre-Atlantique. En 2024, Icape conclut six opérations significatives : le distributeur italien PCS Srl, la société Studio E2, le groupe japonais NTW (devenu une opération majeure permettant à Icape de devenir un acteur de premier plan au Japon), François Frères (intermédiaire historique du groupe), et le distributeur britannique ALR Services. Ces opérations apportent à elles seules 14,8 M€ de chiffre d'affaires en année pleine, soit 8,2 % du total 2024. En février 2025, l'acquisition de Kingfisher PCB au Royaume-Uni vient compléter le dispositif britannique, et le 1er juillet 2025 le groupe fusionne les activités ALR et Kingfisher pour créer Icape UK Ltd., première business unit transversale combinant deux entités complémentaires.

Maintenant

L'année 2026 est cependant marquée par un infléchissement stratégique majeur. Dans un contexte macro-économique tendu par le conflit en Iran, la direction renonce le 12 février 2026 à son objectif triennal de TCAM organique du chiffre d'affaires de 10 % et révisé à la baisse son objectif de marge opérationnelle courante à horizon 2026, en le ramenant d'environ 9,5 % à environ 6 %. L'objectif de 500 millions d'euros de chiffre d'affaires à moyen terme avait, quant à lui, été abandonné assez rapidement après l'IPO. Le management se concentre désormais sur une croissance organique cible de 6 % à 8 % pour 2026, complétée par les acquisitions opportunistes du type de celle des activités de trading de la société TEKUBE en Italie du Nord le 22 avril 2026.

Outre la crise internationale, cette révision traduit la prise en compte de plusieurs facteurs : la dégradation du cycle PCB sur 2023-2024, l'inflation des matières premières en fin d'exercice 2025 qui a pesé sur la marge brute, les coûts d'intégration des acquisitions plus élevés qu'initialement budgétés, et la nécessité d'investir dans un nouvel outil informatique de gestion commerciale qui pèsera temporairement sur la rentabilité.

Le management avance que la cible de 6 % intègre les effets attendus des plans de réduction de coûts, des synergies d'acquisitions et de la revue stratégique en cours, suggérant que le bas de cycle est désormais identifié et que le redressement opérationnel peut s'amorcer en 2026-2027.



Frise chronologique simplifiée



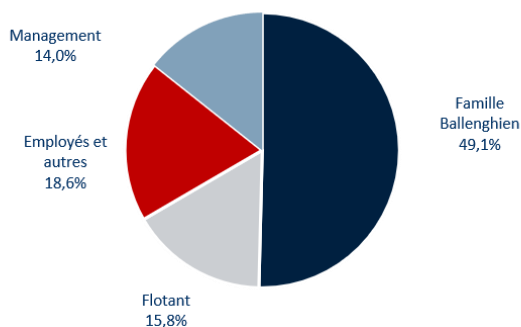
Source : Société, Euroland

Actionnariat



Président : Thierry Ballenghien. Fondateur du groupe en 1999. Depuis la cession hors marché d'un bloc de 1,85% au fonds Farringdon European Opportunities le 9 juin 2026, il détient 49,1% du capital contre 50,96% auparavant, passant sous le seuil de 50%, mais conserve le contrôle avec 55,88% des droits de vote. Cette dilution progressive (une première cession de 56 975 titres était intervenue en août 2025) reste marginale et ne remet pas en cause le contrôle capitalistique, qui constitue à la fois un plancher de valorisation et un plafond de multiple. Il est par ailleurs à l'origine de la Fondation d'entreprise ICAPE Planète Bleue, qui contribue à l'identité ESG du groupe.

Un actionnariat familial



Source : Société



Équipe dirigeante



Directeur Général : Yann Duigou. Nommé en juin 2023 en succession de Cyril Calvignac, il apporte plus de trente ans d'expérience dans l'électronique et les circuits imprimés, après un parcours au sein du groupe CIRE et six ans chez ICAPE (e-commerce puis direction marketing). Sa feuille de route 2026 repose sur trois leviers explicites : une croissance organique de +6% à +8%, relevée à « au moins +18% » le 1er octobre 2026, environ 97M€ de CA additionnel issu de la croissance externe d'ici fin 2026 (120 M€ précédemment), et une marge d'EBIT autour de 6%. De nouveaux objectifs 2027 et au-delà doivent être communiqués le 24 novembre 2026.



Directeur Financier : Arnaud Le Coguic. Directeur Général Adjoint en charge des Finances depuis juin 2023, a structuré la communication financière du groupe et fiabilisé le reporting par segment. Son mandat s'inscrit dans une phase de consolidation du pilotage financier post-IPO, avec un enjeu de préservation de la flexibilité bilancielle pour soutenir la stratégie de croissance externe. Il est à ce titre en charge des financements du Groupe.



Directrice stratégie et M&A : Shora Rokni. Directrice financière du groupe de 2013 à 2023, puis Directrice Générale Déléguée et administratrice depuis le 6 juillet 2021, elle a vu son périmètre étendu en 2023 à la stratégie d'acquisitions et d'intégration. Elle forme avec Antoine Lozza l'équipe M&A, qui cible des sociétés rentables, de moins de 20 M€ de chiffre d'affaires et avec une marge brute supérieure à 25 %. Le groupe vise 120 M€ de chiffre d'affaires acquis sur 2022-2026, dont 92 M€ réalisés à fin juin 2026.

Activité

L'offre d'Icape Holding s'articule autour de deux gammes principales, le circuit imprimé et CIPEM.

Printed Circuit Board (PCB)

💡 Qu'est-ce qu'un PCB ?

Un PCB (Printed Circuit Board, ou circuit imprimé) est le support physique qui accueille et interconnecte les composants électroniques d'un appareil (résistances, condensateurs, puces). C'est la carte, le plus souvent verte, que l'on aperçoit à l'intérieur d'un ordinateur ou d'un smartphone. Au-delà de l'électronique grand public, cette technologie irrigue la quasi-totalité des secteurs industriels, ce qui constitue précisément le marché sur lequel ICAPE opère.

Son fonctionnement repose sur un principe simple : des pistes conductrices gravées dans le matériau se substituent aux fils électriques traditionnels, ce qui permet une circulation du signal à la fois précise et compatible avec les exigences de miniaturisation des appareils modernes.

Il convient de souligner que le PCB n'est pas un semi-conducteur : il ne traite pas l'information, il la transporte. Il constitue l'infrastructure électrique passive qui relie entre eux les composants actifs d'un système. Sa taille et sa complexité varient considérablement selon l'application visée, chaque circuit étant conçu sur mesure pour le produit qu'il équipe. Malgré ce rôle structurellement indispensable, le PCB ne représente qu'une fraction limitée de la valeur totale de l'appareil fini, généralement comprise entre 1% et 3%. En dépit de sa faible proportion dans la valeur d'un appareil, le défaut d'un PCB peut entraîner le défaut d'une série de produits. L'importance de sa qualité est donc critique.

Anatomie d'une carte électronique



Périmètre ICAPE Holding : les éléments 1 et 2. Les éléments 3 à 6 relèvent des distributeurs de composants.

Source : Euroland

Le cœur de métier du groupe est la distribution de circuits imprimés sur cahier des charges, qui représente 79% du chiffre d'affaires consolidé en 2025. L'offre couvre l'intégralité des technologies de PCB utilisées dans l'industrie électronique moderne.

- **Les circuits simple face** et double face standard constituent l'entrée de gamme, destinée aux applications grand public et industrielles simples.
- **Les circuits multicouches rigides**, du quatre couches jusqu'au plus de vingt couches pour les applications les plus exigeantes, représentent la majeure partie des volumes valorisés.
- **Les technologies HDI** (High Density Interconnect), avec micro-vias et empilements complexes, adressent les besoins de miniaturisation des télécoms et de l'électronique embarquée.
- **Les circuits souples (flexibles)** et rigides-flexibles sont destinés aux applications où la contrainte mécanique impose des solutions hybrides, notamment dans le médical, l'aéronautique et certains capteurs automobiles.
- **Le groupe propose également des circuits à substrats spéciaux** (céramique, IMS pour Insulated Metal Substrate, Rogers pour les applications hautes fréquences), des PCB à âme métallique pour la dissipation thermique et des PCB de très grandes dimensions pour des applications industrielles spécifiques.

La distribution s'accompagne d'un ensemble de services techniques intégrés qui constitue le véritable facteur différenciant d'Icape par rapport à un sourcing direct chez un fabricant chinois.

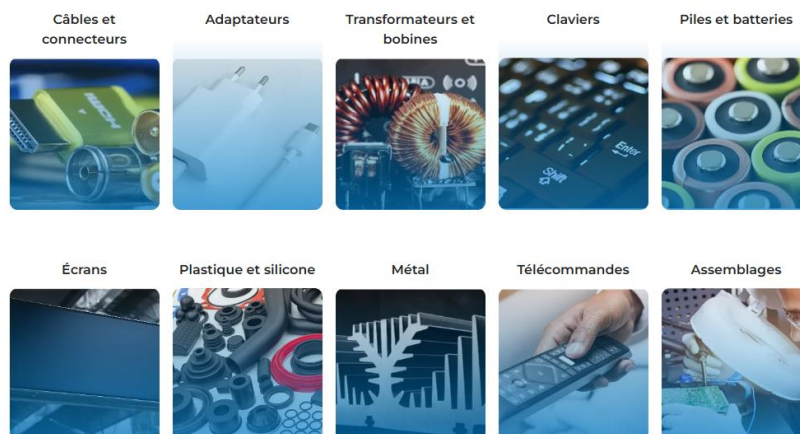
- Le bureau d'études interne propose une revue de conception (DFM, Design For Manufacturing) qui permet d'identifier en amont les non-conformités, les coûts de fabrication évitables et les optimisations de panel.
- Le service qualité assure les audits d'usine, les contrôles de réception et le suivi des non-conformités tout au long du cycle de production.
- La logistique gère les flux internationaux, le dédouanement et le stockage tampon en Europe ou aux États-Unis pour les clients.
- Le service après-vente assure la traçabilité des lots et la gestion des litiges techniques, élément essentiel pour les clients de l'aéronautique, du médical ou de la défense.

CIPEM (China Industrial Parts For Electronics Manufacturing)

CIPEM (21 % du chiffre d'affaires consolidé en 2025) étend l'offre PCB en apportant une logique de packaging électronique global. Le groupe distribue, sur cahier des charges client, des éléments divers et variés.



CIPEM exemples



Source : Société, Euroland

Cette activité est indépendante et peut s'adresser aux mêmes clients que le PCB, notamment industriels, ce qui permet un cross-selling efficace et une hausse du panier moyen par client. La combinaison de l'offre PCB et de l'offre CIPEM est particulièrement pertinente pour les clients industriels qui cherchent à simplifier leur chaîne d'approvisionnement et à réduire le nombre de fournisseurs critiques. Cette approche *one stop shop* constitue un avantage commercial tangible face à des acteurs focalisés sur le PCB, mais elle implique aussi un défi opérationnel d'intégration que la direction reconnaît. La fin programmée de l'activité IHM (claviers à membrane sur mesure, Seynod) illustre la difficulté à internaliser une activité industrielle dans un modèle structurellement distributeur.

Chaîne de valeur et outil industriel

La promesse de service d'Icape repose sur quatre piliers : la qualité, le délai, le prix et le service technique.

- **La qualité** s'appuie sur le portefeuille de 88 usines partenaires sélectionnées et auditées, dont les certifications couvrent l'ensemble des standards internationaux (ISO 9001, IATF 16949 pour l'automobile, AS 9100 pour l'aéronautique, ISO 13485 pour le médical).
- **Le délai** bénéficie de la diversification du portefeuille de fabricants, qui permet de réagir aux pics de charge et aux contraintes spécifiques (urgences, séries pilotes).
- **Le prix** résulte de la massification des volumes au niveau du groupe et de l'arbitrage permanent entre fabricants sur la base d'une mise en concurrence systématique.
- **Le service technique** constitue le facteur de fidélisation, la majorité des grands clients restant fidèles à Icape sur des dizaines d'années dès lors que la relation est établie.

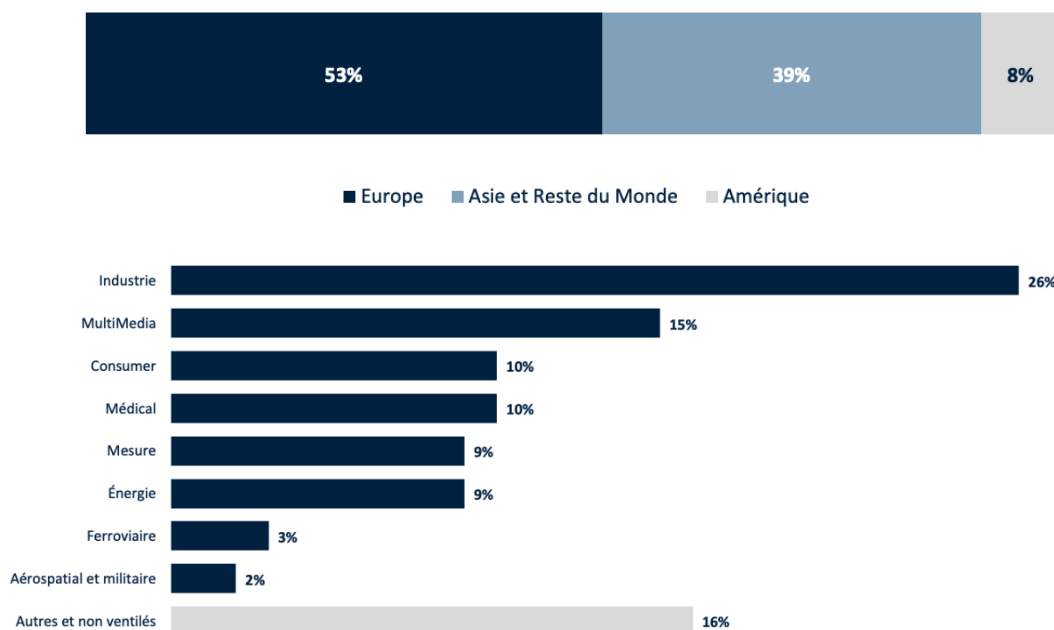
La tarification se fait quasi exclusivement sur devis, projet par projet, avec une revue annuelle des conditions commerciales pour les comptes structurés. Les marges brutes varient sensiblement selon la complexité technique du PCB (les circuits HDI multicouches dégagent des marges supérieures à 30 %, contre 15 % à 20 % pour les circuits standards simple ou double face) et selon la maturité de la relation client. La marge brute consolidée du groupe, qui se situe à 29,3 % fin 2025 (26,9% au S1 2026), traduit cette dispersion et masque des écarts substantiels entre filiales acquises (souvent au-dessus de 30 %) et activités historiques (autour de 19 % à 22 %).

Diversification clients et faible concentration

Aucun client ne représente individuellement plus de 5 % du chiffre d'affaires consolidé, et les dix premiers clients pèsent ensemble moins de 25 % de l'activité.

Cette fragmentation, qui reflète la structure même du marché HMLV servi, élimine quasi totalement le risque de perte d'un compte majeur. Elle a pour contrepartie une intensité commerciale plus élevée (nécessité de fidéliser un grand nombre de comptes individuels) mais aussi un pouvoir de négociation accru côté achats (le groupe n'a pas de client unique capable de lui imposer des conditions tarifaires défavorables).

Marchés finaux et répartitions géographique des clients



Source : Euroland

Stratégie de mise sur le marché

Le modèle de distribution est fondamentalement direct, avec des forces commerciales locales positionnées dans chacune des géographies servies. Chaque filiale acquise apporte généralement son propre portefeuille de comptes et ses relations commerciales établies, ce qui permet une montée en puissance rapide post-acquisition.



Les cycles de vente sont longs (six à dix-huit mois entre la première qualification et la première commande série sur les comptes industriels) mais les relations sont durables, avec des taux de fidélisation très élevés sur les comptes installés. La plateforme e-commerce développée à partir de 2017, et désormais en cours de refonte avec le nouvel outil informatique annoncé pour 2026, vise à capter le segment des projets de prototypage et de séries courtes, traditionnellement servies par des spécialistes comme Eurocircuits ou Beta LAYOUT.

Les partenariats avec les acteurs de la filière constituent un levier secondaire mais croissant. Icape collabore avec des fabricants d'équipements de tests, des éditeurs de logiciels de conception (EDA) et des laboratoires de certification pour renforcer son positionnement de partenaire technologique des bureaux d'études. La marque Icape jouit, sur le marché européen et japonais, d'une notoriété forte parmi les acheteurs de PCB, ce qui constitue un actif immatériel précieux mais difficile à valoriser dans les comptes.



Marché

Marché total adressable (TAM)

Le marché adressable d'Icape correspond à la distribution du segment HMLV (High-Mix Low-Volume) du marché mondial des circuits imprimés, estimé entre 25 et 30 milliards de dollars, soit un tiers d'un marché PCB global de 75 à 85 milliards \$ (85,8 Md\$ à fin 2025 selon le dernier rapport Prismark). Ce périmètre exclut les très grandes séries comme les smartphones ou l'informatique grand public, traitées en direct entre grands OEM et fabricants asiatiques, ainsi que les prototypes unitaires, généralement captés par le e-commerce spécialisé. Le cœur du HMLV se situe entre quelques centaines et quelques dizaines de milliers d'unités, une zone où la valeur ajoutée d'un distributeur qualifié est maximale.

Du côté de l'offre, les grands fabricants asiatiques (Unimicron, Nan Ya, Shennan Circuits), positionnés sur les substrats HDI et IC pour Apple, Nvidia ou l'automobile premium, opèrent exclusivement sur les très grandes séries et n'ont pas recours à des intermédiaires. Le réseau d'Icape repose au contraire sur des usines chinoises de taille moyenne, généralement dépourvues de force commerciale à l'export, pour lesquelles le groupe assure une fonction commerciale externalisée.

Le segment HMLV se caractérise par :

- Une valeur produit plus élevée
- Une exigence de qualité plus forte
- Une complexité technique plus élevée
- Une pression prix plus faible
- Une difficulté accrue à acheter en direct pour le client

Ces caractéristiques définissent un marché où l'expertise technique, la qualification des usines et la gestion de la supply chain sont déterminantes.

Le SAM (Serviceable Addressable Market) d'Icape correspond aux géographies où le groupe est présent commercialement (Europe, Amérique du Nord, Japon, Asie-Pacifique hors Chine continentale et Inde). Ce périmètre représente environ 15 à 17 milliards de dollars selon nos estimations, soit environ deux tiers du TAM mondial HMLV.

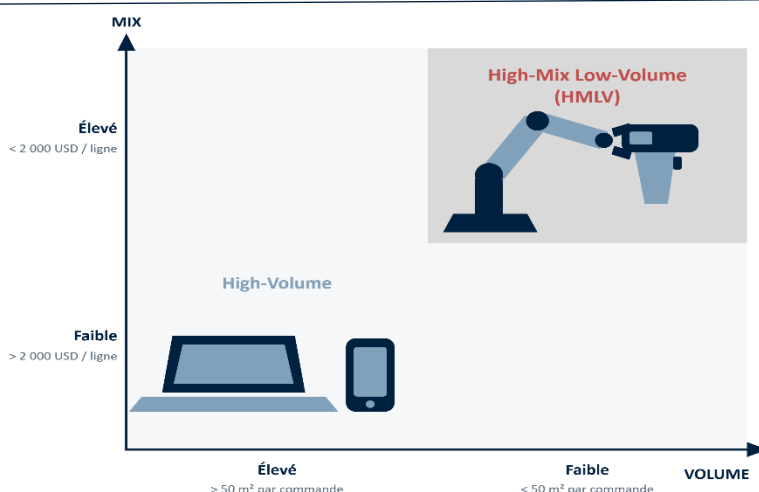


Ventilation des marchés adressables



Source : Euroland

Marchés finaux selon volume et mix



Source : Euroland

Concentration géographique de la production

La production mondiale de PCB est massivement concentrée en Asie. La Chine continentale, Taïwan, la Corée du Sud, le Japon et plus marginalement la Thaïlande et le Vietnam représentent ensemble plus de 88 % de la production mondiale, la Chine continentale à elle seule pesant environ 55 % à 60 % des volumes. L'Europe et l'Amérique du Nord ne représentent plus que des parts marginales de la production mondiale (respectivement environ 3 % et 5 %), avec une base industrielle progressivement érodée par les délocalisations successives depuis les années 1990-2000. Cette asymétrie entre la géographie de la production (massivement asiatique) et celle de la consommation (largement occidentale pour les segments industriels à forte valeur ajoutée) est précisément le terrain de jeu du modèle d'Icape.



Croissance du marché

La croissance d'Icape dépend mécaniquement de la taille et de la dynamique de son marché sous-jacent. Deux éléments doivent être considérés.

Le premier est l'analyse historique. Le PCB est un marché mature, avec des segments très techniques mais globalement fortement commoditisés. Environ 3 000-5000 fabricants opèrent dans le monde, ce qui traduit des barrières à l'entrée faibles sur les couches basses du marché. Le marché mondial est en reprise après le creux de 2023 lié à la digestion des stocks post-Covid et au recul de l'électronique grand public. Malgré cette cyclicité, la pérennité du PCB n'est pas remise en cause. Un fabricant d'équipements sophistiqués n'a aucun intérêt à internaliser une supply chain pour un composant standardisé qui représente au mieux 5 % du coût final. Le PCB reste indispensable, stable et non substituable.

La croissance annuelle historique se situe autour de 3 à 4 % par an. Les moteurs restent identifiés : renouvellement des infrastructures télécoms avec la montée en puissance de la 5G et de la 6G, progression de l'électronique embarquée dans l'automobile, et modernisation de plusieurs segments industriels.

Perturbation pérenne de la chaîne d'approvisionnement

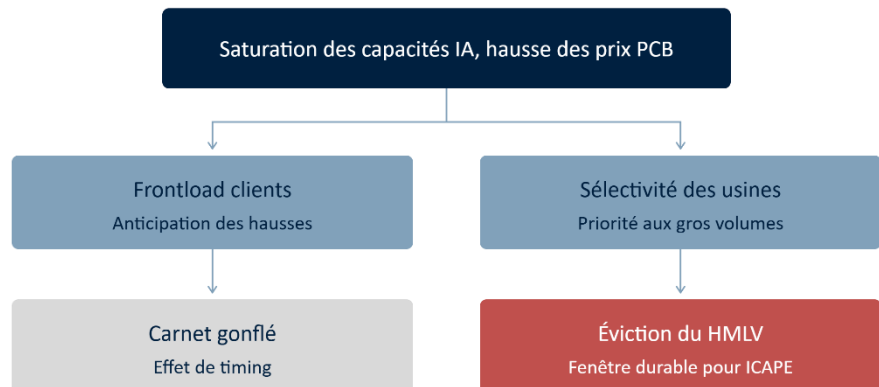
La conjoncture actuelle sur la chaîne d'approvisionnement PCB est marquée par une saturation progressive des capacités des usines orientées vers les marchés de l'intelligence artificielle. Cette tension se traduit par un allongement modéré des délais, mais surtout par une hausse des prix sur les produits PCB. Ces hausses sont ensuite répercutées auprès des clients par les distributeurs.

Deux effets importants se manifestent sur les volumes. Le premier est le frontload c'est-à-dire l'anticipation des clients, qui craignent de nouvelles augmentations de prix et passent des commandes plus importantes en amont. Le second est lié au comportement des fabricants : confrontés à une demande très élevée, ils deviennent plus sélectifs et privilégient les gros volumes. Cette sélectivité ouvre une fenêtre d'opportunité pour Icape, qui peut capter des clients dont les fournisseurs historiques ne souhaitent plus traiter les commandes HMLV.

Cette configuration modifie la position d'Icape dans la chaîne de valeur. Le groupe ne se limite plus à un rôle de distributeur classique. Il devient un intermédiaire presque indispensable pour les clients HMLV, en leur garantissant un accès aux capacités industrielles dans un contexte où les usines privilégient les volumes élevés. La tension sur les capacités renforce ainsi la pertinence du modèle d'Icape et accroît son utilité dans la supply chain électronique.



Tension sur l'offre PCB



Source : Société, Euroland

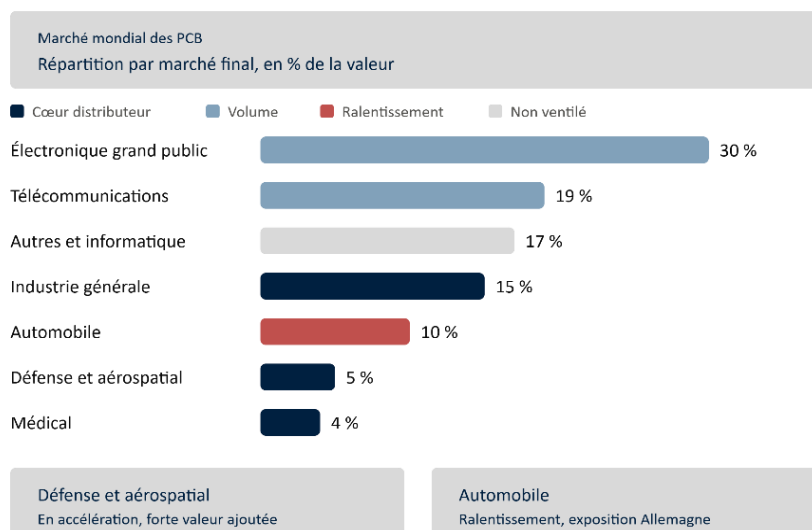
Segmentation par marché finaux

Les marchés finaux du PCB se répartissent selon une structure relativement stable même si certains marchés se sont assez fortement développés récemment (la défense) et d'autres ont plutôt tendance à ralentir (auto).

- L'électronique grand public reste le segment dominant en volume (plus de 30 % du marché), tiré par les smartphones, les ordinateurs portables et les objets connectés.
- Les télécommunications représentent environ 18 % à 20 % du marché, avec une croissance soutenue liée à la 5G et aux infrastructures de datacenter.
- L'industrie générale pèse environ 15 % et constitue un segment particulièrement attractif pour les distributeurs spécialisés du fait de sa fragmentation client.
- L'automobile, autour de 10% du marché est un segment qui est porteur mais qui a montré des difficultés récemment.
- La défense et l'aérospatial (environ 5 %) et le médical (environ 4 %) sont des segments à faible volume mais à très haute valeur ajoutée, où la qualité et la traçabilité priment sur le prix.



Répartition de valeur en fonction des marchés finaux



Source : Société, Euroland

M&A

Le marché de la distribution de PCB reste l'un des segments les plus fragmentés de la chaîne de valeur électronique. Avec un chiffre d'affaires d'environ 200 M€ pour un SAM estimé à 15 Md\$, Icape ne représente que 1,3 % à 1,5 % de son marché adressable. NCAB, seul comparable coté de taille équivalente, se situe autour de 2,5 % à 3 % sur un périmètre similaire. Les deux premiers acteurs européens cumulent donc moins de 5 % du marché, le solde étant détenu par plusieurs centaines de distributeurs régionaux réalisant pour la plupart moins de 20 M€ de chiffre d'affaires. Cette structure explique la disponibilité continue de cibles et la stabilité des multiples d'acquisition observés, généralement compris entre 4x et 7x l'EBITDA.

Portefeuille de cibles potentielles de M&A en discussion avancée

Géographie	Cible	Chiffre d'affaires	Géographie	Cible	Chiffre d'affaires
Amériques	Cible #1	17 M€	Afrique	Cible #7	5 M€
Amériques	Cible #2	17 M€	Europe	Cible #8	4,7 M€
Amériques	Cible #3	16 M€	Europe	Cible #9	2 M€
Europe	Cible #4	15 M€	Europe	Cible #10	2 M€
Pacifique	Cible #5	10 M€	Amériques	Cible #11	1,1 M€
Europe	Cible #6	5 M€	Europe	Cible #12	1 M€

Source : Société



La fragmentation présente une seconde caractéristique, plus déterminante que la seule disponibilité des cibles : la relation client dans la distribution de PCB est locale, technique et historiquement captive. Le taux de recouvrement de portefeuille entre deux distributeurs régionaux est donc structurellement faible, souvent inférieur à 10 %. ICAPE l'a explicitement documenté lors de la reprise d'ALR Services au Royaume-Uni, dont les 300 clients EMS et OEM étaient présentés comme non communs avec le groupe. Chaque opération apporte ainsi un portefeuille additif plutôt que redondant, limite l'attrition post-intégration et transforme mécaniquement le chiffre d'affaires acquis en base exploitable par la centrale d'achat.

L'environnement M&A du secteur présente trois caractéristiques stables. Les transactions sont de petite taille et bilatérales : les cibles réalisent généralement entre 1 et 25 M€ de chiffre d'affaires, sont détenues par leurs fondateurs et se cèdent dans des logiques de succession plutôt que dans des processus concurrentiels, ce qui explique l'absence de fonds de private equity sur ce segment et la stabilité des prix. Deux consolidateurs cotés structurent l'essentiel du flux, avec un rythme comparable d'environ trois à quatre opérations par an en moyenne chacun depuis 2021.

Enfin, les valorisations sont fortement dispersées selon la qualité de l'actif : NCAB a payé environ 135 MSEK pour B&B en Allemagne, société réalisant 150 MSEK de chiffre d'affaires pour un EBITA supérieur à 20 MSEK, soit près de 7x l'EBITA, tandis que les distributeurs sous-dimensionnés ou à rentabilité dégradée se cèdent à des fractions de leur chiffre d'affaires. Le marché offre donc deux gisements distincts : un gisement étroit d'actifs rentables au prix fort, et un gisement large d'actifs bon marché nécessitant une restructuration.

Paysage concurrentiel

Le paysage concurrentiel d'Icape Holding se structure en plusieurs cercles, du concurrent direct au substitut indirect, dans un marché européen et nord-américain encore très fragmenté qui constitue précisément le terrain de jeu de la stratégie de consolidation du groupe.

NCAB Group (Suède), concurrent direct n°1

NCAB Group est le principal concurrent direct d'Icape à l'échelle européenne sur le trading à valeur ajoutée de PCB. Fondée en 1993 et cotée sur le Nasdaq Stockholm, la société suédoise opère selon un modèle conceptuellement très proche : sourcing asiatique de PCB, force commerciale locale dans chaque géographie, services techniques intégrés. NCAB a réalisé environ 381 millions de dollars de chiffre d'affaires en 2025, soit environ deux fois la taille d'Icape. La société est globalement plus profitable (marge EBITDA attendue proche de 15 %), bénéficie d'une plus forte notoriété chez les grands comptes industriels. Sa part de marché estimée sur le segment HMLV mondial est de l'ordre de 2 %, dont environ 8 % en Europe. NCAB est donc à la fois la référence de valorisation pour Icape (multiple cible) et le concurrent direct sur les appels d'offres internationaux. A noter qu'à la différence d'ICAPE, la société ne possède ni usine ni activité semblable à celle de CIPEM.

Fineline (Allemagne)



Fineline est un distributeur allemand de PCB, leader sur son marché domestique, avec une présence européenne plus modeste qu'Icape ou NCAB. Société privée non cotée, Fineline conserve une réputation forte de qualité technique mais sa stratégie de croissance externe est plus prudente, bien qu'elle soit assez active depuis assez récemment ce qui en fait à terme une cible potentielle pour les consolidateurs cotés du marché.

PalPilot est l'équivalent américain d'Icape et de NCAB : un distributeur asset-light, organisé autour d'un sourcing en Chine et d'une force commerciale locale aux États-Unis. L'entreprise est restée privée, de taille intermédiaire, avec un chiffre d'affaires d'environ 100 millions de dollars. Elle constitue aujourd'hui la principale concurrence d'Icape sur le marché américain, notamment depuis les acquisitions réalisées en 2023. PalPilot mène peu d'opérations de croissance externe, ce qui limite son expansion et laisse le marché nord-américain dans une configuration encore très fragmentée.

Eurocircuits (Belgique)

Eurocircuits se positionne sur un segment voisin mais distinct : celui des prototypes et petites séries livrés en délais très courts (parfois inférieurs à 24 heures), avec une base industrielle européenne (Hongrie, Belgique) plutôt qu'asiatique. La société est reconnue pour son outil de validation en ligne et son service e-commerce de premier plan. Eurocircuits est plus un concurrent sur le segment du prototypage que sur les séries industrielles, qui constituent l'essentiel du chiffre d'affaires d'Icape.

Würth Elektronik (Allemagne)

Würth Elektronik, division électronique du groupe industriel Würth, combine production industrielle propre et distribution de composants électroniques. Avec plus d'un milliard d'euros de chiffre d'affaires, Würth Elektronik est nettement plus gros qu'Icape mais opère un modèle hybride avec sa propre capacité de production. Il représente une concurrence indirecte sur le segment européen, particulièrement sur les comptes automobiles et industriels allemands.

Beta LAYOUT (Allemagne)

Beta LAYOUT est spécialisé dans le prototypage rapide de PCB et de cartes assemblées, avec un positionnement très technologique et un service e-commerce mature. Comme Eurocircuits, il est davantage un concurrent sur le segment prototype que sur les séries industrielles.

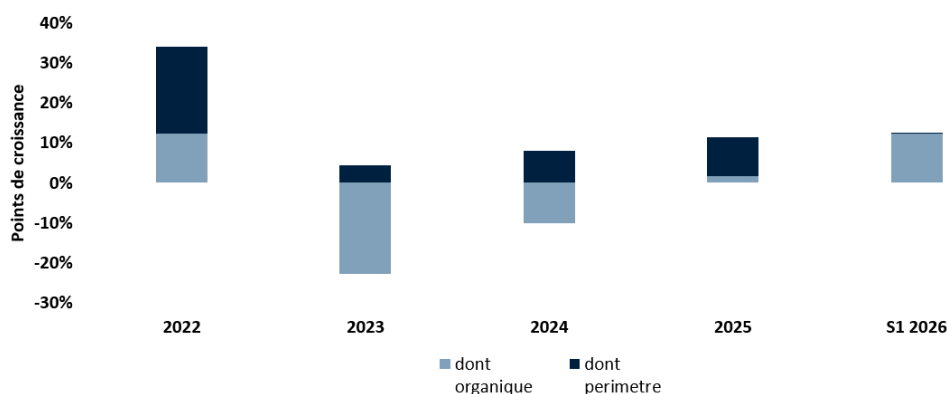


Analyse Financière

Le périmètre a porté la croissance, l'organique l'a freiné depuis l'IPO

Le chiffre d'affaires du groupe est passé de 163,9 M€ en 2021 à 200,3 M€ en 2025, soit une progression cumulée de +22 % sur quatre ans. Cette trajectoire n'est ni linéaire ni organique. Le pic de 219,6 M€ atteint en 2022 n'a pas encore été retrouvé (l'objectif restant pour 2026 d'atteindre au moins 236M€, soit +18% vs 2025), alors que le groupe a réalisé 23 acquisitions depuis 2021 et intégré plusieurs dizaines de millions d'euros de chiffre d'affaires externe sur la période. Retraité de cet apport, le périmètre historique s'est contracté. La courbe décrit donc un cycle traversé avec de la croissance externe.

Croissance organique limitée



Source : Société, Euroland

Le profil annuel confirme l'amplitude du phénomène. L'exercice 2022 (+34 %) combine pénurie de composants, hausse des prix de vente et premières acquisitions. Le repli de l'électronique, particulièrement violent sur l'automobile et l'électroménager qui ont pesé lourd dans le mix aval. Le rebond de 2025 (+12 %) doit lui-même être décomposé, une part significative provenant du périmètre acquis et de la réduction progressive de l'effet change qui avait jusque-là impacté défavorablement le chiffre d'affaires.

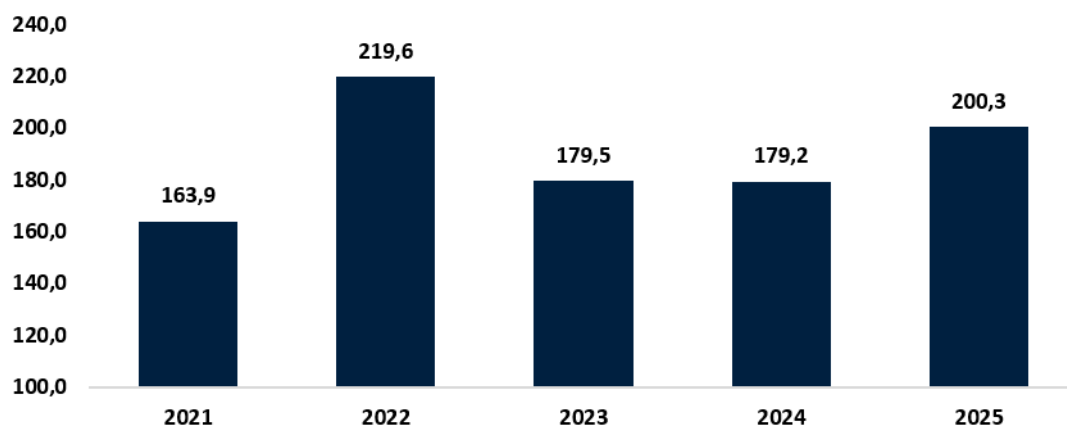
Cette amplitude a été la conséquence directe du positionnement. Le groupe vend du réapprovisionnement, ce qui l'expose à pleine amplitude à l'effet coup de fouet des stocks de ses clients : -23 % en organique en 2023 quand le marché mondial du PCB reculait de quelques points, +25 % en organique hors change au T2 2026 quand la chaîne se retend.

Enfin, la lecture de la série impose deux retraitements. Une exposition des ventes au dollar de l'ordre de 75 % creuse un écart de 3,3 points entre organique publié et organique hors change en 2025, porté à 5 à 7 points au S1 2026 (la définition de l'organique retenue au moment de la fixation des objectifs de l'IPO incluant de façon atypique l'effet du change). La base organique est elle-même mouvante, le chiffre d'affaires acquis basculant en organique après douze mois de détention et les chiffres annuels ayant été revus à plusieurs reprises en fonction de l'application de différentes



normes comptables (IFRS 5 en particulier) au fil des exercices. Prise brute, la série de croissance publiée n'est donc pas comparable d'un exercice à l'autre.

Évolution du chiffre d'affaires (M€)



Source : Société, Euroland

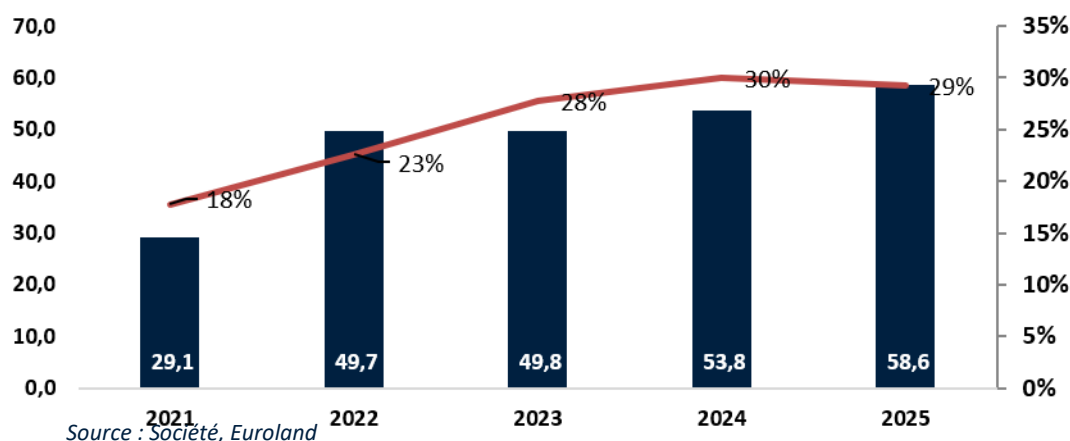
Belle dynamique sur les marges

La marge brute a progressé de onze points entre 2021 et 2025, mais cette trajectoire recouvre en réalité trois régimes distincts. La hausse de 2022 a accompagné une progression de la marge brute en valeur, de 29,1 à 49,7 M€, portée par le pic de prix PCB et par 35,6 M€ de chiffre d'affaires acquis. Celle de 2023 relève d'une tout autre logique : la marge brute est restée strictement stable à 49,8 M€ alors que le chiffre d'affaires reculait de 18%, si bien que les cinq points gagnés tiennent intégralement au dénominateur, via le retrait des grands comptes automobiles, les moins margés du portefeuille.

La progression de 2024 reflète avant tout l'effet en année pleine des sept acquisitions de 2023, davantage exposées aux pièces techniques et à des comptes plus fragmentés, ainsi que l'acquisition de François Frères en septembre 2024. Présenté comme le principal intermédiaire commercial du Groupe, celui-ci a fait passer la rémunération des agents de 0,6% à 0,2% du chiffre d'affaires. Le taux s'est retourné dès 2025, à 29,3% (26,9% au S1 2026), sous la pression des coûts matières, alors même que la croissance externe se poursuivait avec deux acquisitions supplémentaires au Royaume-Uni. Le paiement des achats de marchandises en dollar contribue par ailleurs à limiter l'impact du taux de change pour le Groupe.



Évolutions de la marge brute (% du CA et M€)



Entre 2021 et 2025, la base de charges d'exploitation d'ICAPE (autres charges externes, charges de personnel et impôts et taxes, hors coût des ventes) est passée de 22,6 M€ à 43,3 M€, soit une progression de +92% (TCAM 17,7%) pour une croissance du chiffre d'affaires limitée à +22% sur la même période (TCAM 5,1%). Le poids des OPEX dans le chiffre d'affaires s'établit ainsi à 21,6% en 2025 contre 13,8% en 2021, soit une dérive de 7,8 points. Cette évolution ne traduit que l'effet de composition de la stratégie d'acquisitions : le Groupe a intégré des distributeurs affichant une marge brute supérieure à la sienne mais porteurs de leurs propres structures commerciales et administratives. La croissance du chiffre d'affaires, portée par ces activités plus margées, a permis d'absorber cet élargissement de la base de coûts fixes : la marge d'EBITDA est passée de 3,9% en 2021 à 7,5% en 2025.

Tableau évolutif des OPEX 2021-2025 + S1 2026

En k€	2021	2022	2023	2024	2025	TCAM 21-25	S1 2025 (2)	S1 2026	Var. S1 26/25
Chiffre d'affaires	163 880	219 644	185 651	179 244	200 277	5,1%	100 700	113 300	13%
Marge brute commerciale	29 113	49 677	52 859	53 777	58 641	19,1%	30 200	30 500	1%
Autres charges externes (1)	(4 985)	(8 007)	(10 606)	(10 945)	(12 084)	24,8%	(7 100)	(6 100)	(13%)
Charges de personnel	(17 285)	(26 514)	(28 573)	(28 707)	(30 922)	15,7%	(15 300)	(16 600)	9%
Impôts et taxes	(330)	(241)	(407)	(231)	(303)	(2,1%)	incl.	incl.	
Total OPEX	(22 600)	(34 762)	(39 586)	(39 883)	(43 309)	17,7%	(22 400)	(22 700)	1%
Autres produits et charges d'exploitation	(54)	(352)	98	1 196	(381)		incl.	incl.	
EBITDA courant	6 459	14 563	13 371	15 090	14 951	23,3%	7 800	7 800	(1%)
En % du chiffre d'affaires	2021	2022	2023	2024	2025	Var. 21-25 (pts)	S1 2025 (2)	S1 2026	Var. S1 (pts)
Marge brute commerciale	17,8%	22,6%	28,5%	30,0%	29,3%	+11,5	30,0%	26,9%	-3,1
Autres charges externes / CA (1)	3,0%	3,6%	5,7%	6,1%	6,0%	+3,0	7,1%	5,4%	-1,7
Charges de personnel / CA	10,5%	12,1%	15,4%	16,0%	15,4%	+4,9	15,2%	14,7%	-0,5
Impôts et taxes / CA	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%	-0,1	incl.	incl.	
Total OPEX / CA	13,8%	15,8%	21,3%	22,3%	21,6%	+7,8	22,3%	20,1%	-2,2
EBITDA courant / CA	3,9%	6,6%	7,2%	8,4%	7,5%	+3,5	7,7%	6,8%	-0,9

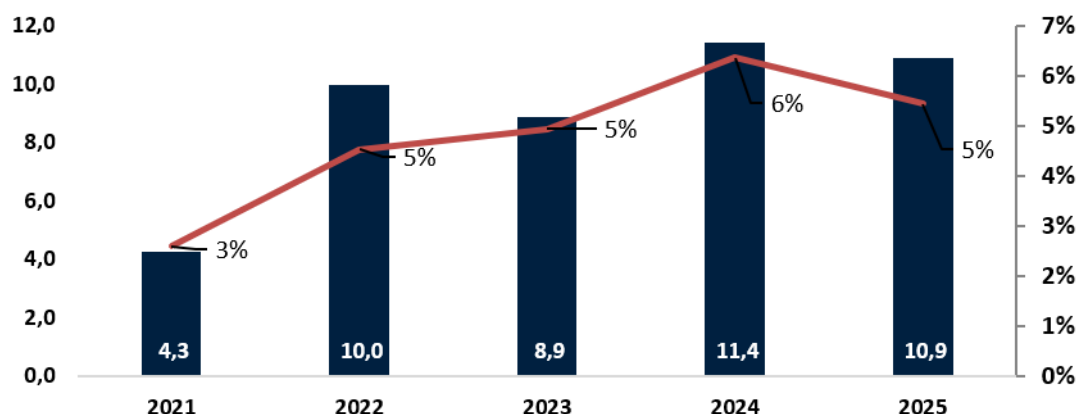
Source : Société, Euroland

En dessous de l'EBITDA, le Groupe présente un EBITA, agrégat intermédiaire qui reprend les seules dotations aux amortissements d'exploitation, soit 4,1 M€ en 2025 contre 3,7 M€ en 2024, stables à environ 2,0% du chiffre d'affaires. Leur composition confirme le caractère asset-light du modèle : 2,4 M€ relèvent des droits d'utilisation IFRS 16, 0,9 M€ des logiciels et licences, et seulement 0,4 M€ des immobilisations corporelles détenues



en propre. L'EBITA ressort ainsi à 10,9 M€ en 2025, soit 5,4% du chiffre d'affaires, contre 11,4 M€ et 6,4% en 2024. L'écart entre cet agrégat et le résultat opérationnel courant correspond exclusivement à l'amortissement des relations clientèle reconnues lors des allocations de prix d'acquisition, en progression continue de 1,1 M€ en 2023 à 1,5 M€ en 2024 puis 2,1 M€ en 2025.

Évolutions de l'EBITA (% du CA et M€)

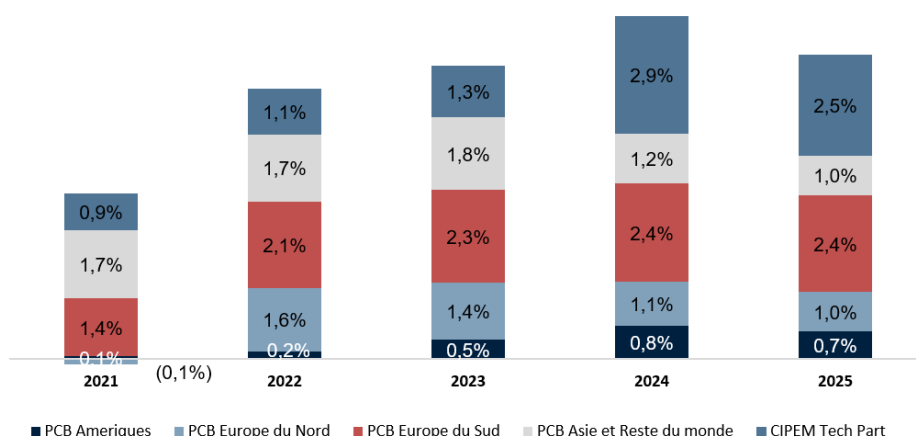


Source : Société, Euroland

Une divergence de rentabilité observée entre les segments

Le CIPEM est devenu un contributeur significatif à la marge du groupe dès 2024, porté notamment par la fermeture du site IHM, historiquement déficitaire. La rentabilité a également bénéficié de la montée en puissance réussie de plusieurs entités mises en service en 2022, dont les volumes et l'efficacité opérationnelle se sont progressivement normalisés.

Contribution de chaque segment à la marge EBITDA groupe



Source : Euroland, Société

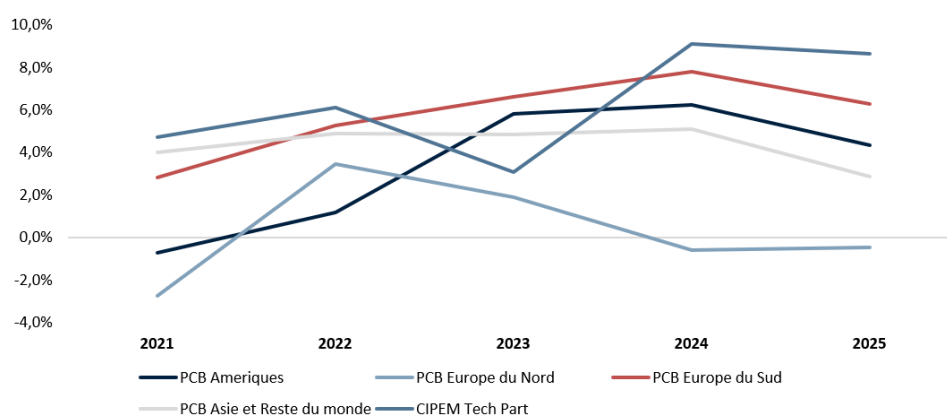
Au sein de l'activité PCB, l'écart de marge d'EBITDA atteint près de huit points entre l'Europe du Sud et l'Europe du Nord, alors même que les deux régions opèrent sur le même métier et s'appuient sur une centrale d'achat commune. L'Asie et les Amériques constituent des cas à part : la première héberge la plateforme d'achats du groupe et sa



rentabilité est influencée par les prix de transfert internes, tandis que les secondes affichent déjà une marge d'EBITDA de 8,5 % après seulement deux exercices d'intégration. À l'inverse, l'Europe du Nord et l'Europe Centrale, qui regroupent les acquisitions les plus anciennes du portefeuille et certaines activités ayant connu des crises récentes comme l'Automobile, présentent aujourd'hui les niveaux de rentabilité les plus faibles.

Les filiales acquises affichent une marge brute souvent supérieure à 30 % (30,5 % sur la cohorte 2021-2023), contre 19 % à 22 % pour les activités historiques, soit l'inverse de la hiérarchie observée en EBITDA. L'écart se loge en opex, non en marge commerciale, et traduit la juxtaposition d'entités conservant leurs structures propres. Le Groupe déploie une rationalisation juridique accélérée et un outil de gestion commun sur ses grandes zones.

Une marge d'EBIT qui reflète les différences entre structures opérationnelles



Source : Euroland, Société

Le nettoyage de portefeuille impacte le bas de P&L

La conversion EBITA vers résultat net n'est pas linéaire. Hors activités abandonnées, le résultat net courant est passé de 2,8 M€ en 2023 (31,7% de l'EBITA) à 5,2 M€ en 2024 (45,8%), puis à 2,4 M€ en 2025 (22,2%) et 3 M€ au S1 2026. Le ROC ne recule que de -10,6% sur 2024-2025 (9,9 à 8,8 M€) : l'activité courante résiste. L'écart se loge sous le ROC : autres charges opérationnelles portées à 2,9 M€ (1,6 M€ en 2024), bascule fiscale défavorable (charge de 233 k€ contre un produit de 487 k€ en 2024), et charge d'activités abandonnées plus que doublée à 4,0 M€ (1,6 M€ en 2024).

Le coût de l'endettement financier net progresse de 0,3 M€ en 2021 à 2,4 M€ en 2024, reflet du financement du programme d'acquisitions et du refinancement syndiqué de 2023, puis se stabilise en 2025 à 2,5 M€ (+55 k€ seulement) pour enregistrer une légère diminution au S1 2026. Le résultat financier total s'améliore légèrement sur la période récente (-3,24 M€ contre -3,52 M€ en 2024), porté par un repli des autres charges financières, de 1,1 à 0,7 M€. Le poste traduit donc surtout la montée en charge du plan M&A des années précédentes, avec un premier signe de stabilisation en 2025.



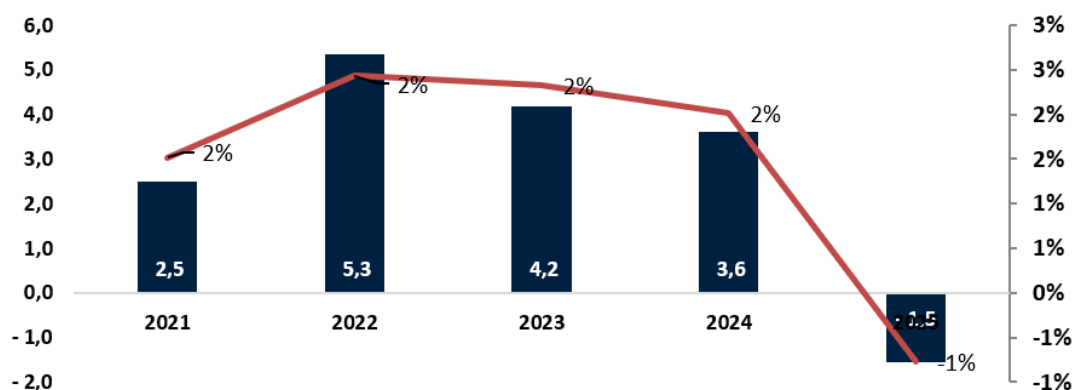
Conversion de l'EBITA au Résultat Net

En k€	2021	2022	2023	2024	2025	TCAM 21-25	S1 2025 (a)	S1 2026	Var. S1 26/25
EBITDA courant	6 459	14 563	13 371	15 090	14 951	23,3%	7 802	7 760	(0,5%)
Dotations aux amortissements d'exploitation	n.d.	n.d.	(4 418)	(3 684)	(4 055)		(1 840)	(2 012)	9,3%
EBITA	n.d.	n.d.	8 953	11 406	10 896		5 962	5 748	(3,6%)
Dotations aux amortissements des relations clientèle (PPA)	n.d.	n.d.	(1 075)	(1 523)	(2 061)		(1 010)	(1 060)	5,0%
EBIT (résultat opérationnel courant)	4 253	9 959	7 878	9 882	8 834	20,1%	4 951	4 688	(5,3%)
Autres produits et charges opérationnels (1)	195	73	(1 454)	(1 623)	(2 937)		(784)	(891)	13,6%
Résultat opérationnel	4 448	10 032	6 423	8 259	5 897		4 167	3 797	(8,9%)
Coût de l'endettement financier net	(291)	(970)	(1 773)	(2 439)	(2 494)		(1 315)	(1 055)	(19,8%)
Autres produits et charges financiers	(694)	(1 358)	(746)	(1 082)	(746)		(272)	(586)	115,4%
Résultat avant impôts	3 463	7 703	3 904	4 738	2 657		2 581	2 156	(16,5%)
Impôts sur les bénéfices	(635)	(439)	(1 068)	487	(233)		(549)	(154)	(71,9%)
Résultat net courant (b)	2 828	7 264	2 836	5 225	2 424		2 032	2 002	(1,5%)
Résultat des activités abandonnées	(341)	(1 974)	290	(1 616)	(3 961)		(1 232)	(494)	(59,9%)
Résultat net	2 487	5 291	3 126	3 609	(1 537)		799	1 508	88,7%
dont part du Groupe	2 451	5 476	3 378	3 721	(369)		1 089	1 648	51,3%
dont intérêts minoritaires	36	(185)	(252)	(112)	(1 168)		(290)	(141)	n.s.
BPA part du Groupe (c)	0,43	0,80	0,42	0,46	(0,05)		0,13	0,20	53,8%

Source : Euroland, Société

Le résultat net consolidé de -1,5 M€ en 2025 est absorbé aux trois quarts par la quote-part des minoritaires (-1,2 M€, contre -0,1 M€ en 2024), ramenant le résultat part du Groupe à -0,4 M€. Cette quote-part s'explique intégralement par Icape Trax, filiale détenue à 60% aux côtés du dirigeant et de l'ancien dirigeant du site du Cap : sa perte nette de 3,1 M€, dont 1,8 M€ de dépréciations actées après la décision de fermeture, est reprise à 40% par les minoritaires. Le résultat part du Groupe négatif traduit ce nettoyage de portefeuille, cohérent avec la thèse, et non une dégradation opérationnelle.

Résultat Net (M€)



Source : Euroland

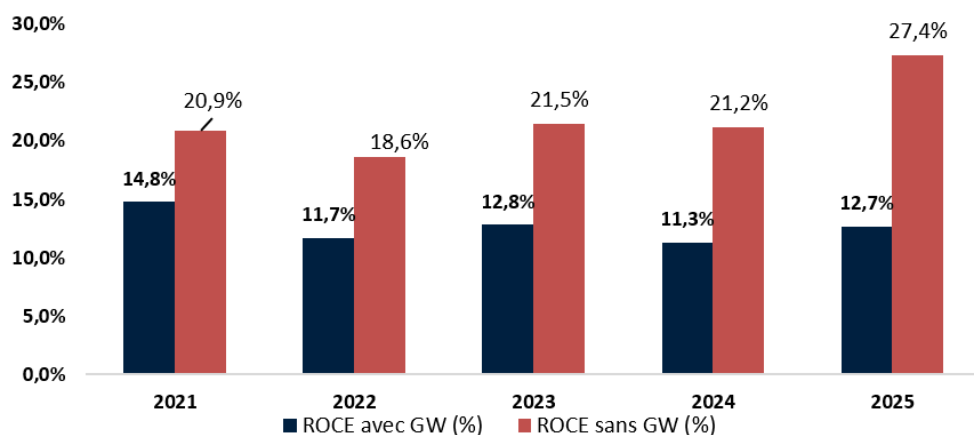
Une rentabilité diluée par le coût des acquisitions

Hors goodwill, le ROCE d'ICAPE (l'EBITA après impôt normatif, divisé par l'actif économique hors goodwill) s'est établi entre 19 % et 27 % sur 2021-2025, ce qui a confirmé la productivité du modèle de distribution : peu d'actifs immobilisés, un capital employé essentiellement constitué de besoin en fonds de roulement, et une amélioration de plus de six points depuis 2021. Goodwill inclus, la rentabilité s'est



établie autour de 12 %, à peu près au niveau de notre estimation de coût du capital. L'écart entre les deux mesures, passé de 6 à près de 15 points, a correspondu au prix payé pour les 23 acquisitions réalisées depuis 2021. La lecture a donc été double. Le gain de productivité opérationnelle a été réel mais les synergies n'ont pas encore été captées, le ROCE sur la période s'est inscrit autour de 9 % avant impôt pour un capital investi supplémentaire d'environ 50 M€.

ROCE avec et hors Goodwill



Source : Euroland

Démonstration d'une gestion du bilan rigoureuse

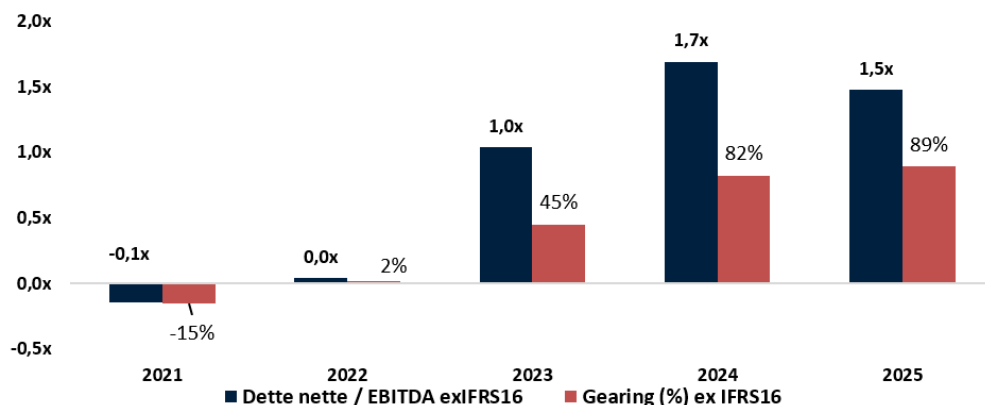
Le levier s'est reconstitué rapidement après l'IPO. Retraité des dettes locatives, le levier était nul sur la période 2021-2022, grâce à la trésorerie levée de l'augmentation de capital, le ratio de dette nette sur EBITDA remonte à 1,7x dès 2024, l'essentiel du produit de l'introduction ayant été consommé par le programme d'acquisitions. La détente de 2025, à 1,5x, provient d'une baisse de -12% de la dette financière nette, à 28,8 M€, partiellement obtenue par optimisation du besoin en fonds de roulement via le factoring, pour 13,9 M€ d'encours cédés au 30 juin 2025.

Le gearing (dette nette/ capitaux propres) ex ifrs 16 suit la même trajectoire et atteint 89%, un niveau assez élevé pour un distributeur. A titre de comparaison, à fin mars 2025, après plusieurs opérations de croissance externe, la dette nette de NCAB ressortait à 736 MSEK pour 1 360 MSEK de capitaux propres, soit un gearing de 54%.

La liquidité demeure adéquate, avec 17,6 M€ de trésorerie fin 2025.



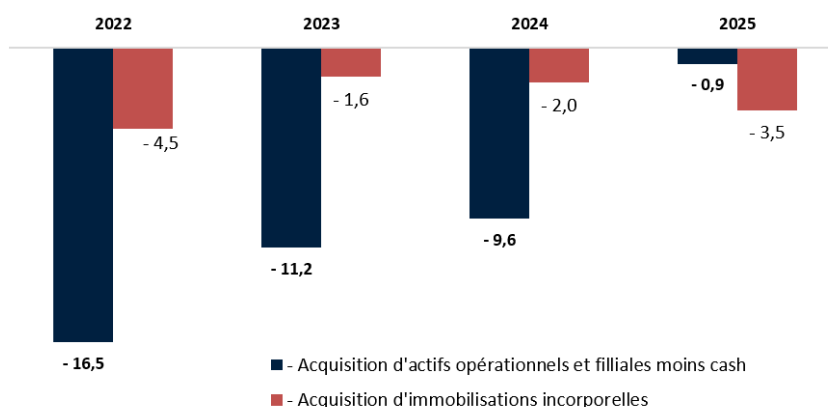
Endettement qui reste contenu



Source : Euroland

Les dépenses d'investissement d'ICAPE sont structurellement faibles et ne portent aucun outil de production. Les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ont représenté entre 0,9% et 2,1% du chiffre d'affaires sur 2021-2025, pour une moyenne de 1,4%. Elles recouvrent trois blocs : les systèmes d'information (ERP, plateformes de sourcing et de chiffrage, développements web), les agencements et équipements de bureau des filiales intégrées, et le parc de véhicules commerciaux. Les installations techniques inscrites au bilan (12,9 M€ bruts, amortis à 85%) proviennent des filiales industrielles historiques sorties du périmètre en 2025. La base d'actifs corporels nets ressort ainsi à 3,1 M€ au 31 décembre 2025, soit 1,6% du chiffre d'affaires. L'exercice 2025 marque une rupture de niveau, à 3,5 M€ contre 2,0 M€ en 2024, dont environ 2,1 M€ d'immobilisations incorporelles correspondant à des logiciels et coûts de développement informatique, en lien avec le déploiement dans tout le Groupe du nouvel outil de cotation intégrant l'IA.

Capex et acquisitions



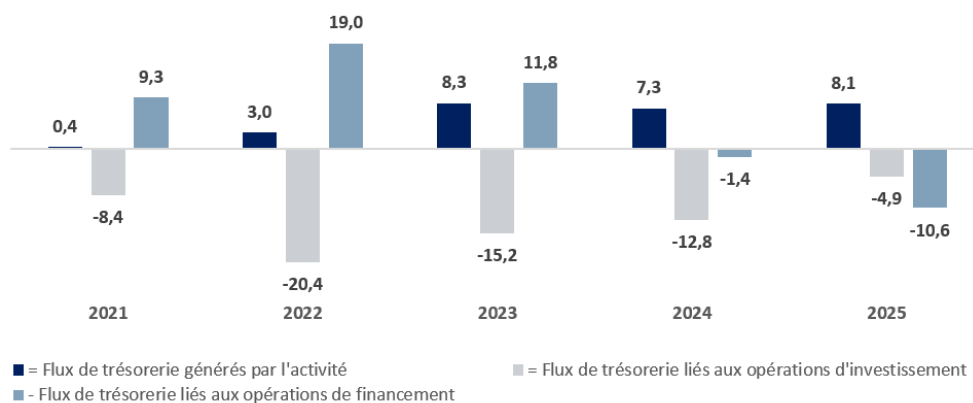
Source : Euroland



Croissance externe financée par la dette

Enfin, la croissance externe a essentiellement été financée par de la dette. Sur 2022-2025, le Groupe a décaissé 43,2 M€ au titre des acquisitions, compléments de prix et autres flux d'investissement, et 5,6 M€ en dividendes et rachats d'actions. En face, il a mobilisé 17,7 M€ de produit d'introduction en bourse, 24,3 M€ d'endettement nouveau net hors IFRS 16 et 8,3 M€ de ponction sur la trésorerie disponible, laquelle recule de 25,9 M€ à 17,6 M€. L'émission brute d'emprunts, environ 18 M€ par an en moyenne, surestime l'apport réel : l'exercice 2023 concentre 44,3 M€ d'émissions dont 26,4 M€ de refinancement du syndiqué. L'endettement net additionnel s'établit à 6,1 M€ par an en moyenne. L'inflexion de 2025 est nette : la croissance externe tombe à 1,7 M€ et le Groupe consacre 4,7 M€ au désendettement, ce qui confirme que le programme d'acquisitions et le service de la dette sont désormais mutuellement exclusifs.

Un cycle d'investissement financé par la dette



Source : Euroland



Estimations Euroland

Le cycle devrait porter la top line au moins jusqu'au T2 2027

À horizon 2026-2030, nous identifions deux principaux leviers de croissance.

- La croissance du marché sous-jacent. Celle-ci est rythmée d'une part, par la croissance du marché historique entre +2% à +4% et d'autre part par le cycle en cours dont la durée est imprévisible. Dans nos estimations, nous intégrons ce cycle jusqu'en 2028, date à laquelle nous anticipons un retour à une croissance plus conforme aux moyennes historiques du secteur.
- La croissance externe. Nous intégrons 15 M€ de chiffre d'affaires additionnel en rythme de croisière à partir de 2027, correspondant à 2 à 3 acquisitions ciblées de 4 à 6 M€ de revenus chacune, sur la base d'un multiple moyen d'acquisition de 0,7x le chiffre d'affaires. En 2026, nous intégrons un chiffre d'affaires contributif de 4M€.

Sur l'horizon 2026-2029, nous modélisons le chiffre d'affaires par la progression du carnet de commande ainsi que par un taux de couverture théorique (rapport du carnet de commande par rapport à la facturation effective). À ce stade, il est difficile d'évaluer la part des commandes qui relève d'un phénomène de front-loading de la demande par rapport à celle résultant de volumes véritablement incrémentaux, générés par des clients passant désormais par des distributeurs pour accéder à l'offre. C'est pourquoi nous privilégions cette approche plutôt que sur l'analyse des effets prix et volumes, dont la dynamique reste incertaine. À date, la croissance observée semble provenir à parts égales des hausses de prix et des volumes.

Le taux de couverture est historiquement supérieur à 1x et reflète un niveau de prises de commandes généralement supérieur aux revenus reconnus. Il atteint actuellement un niveau particulièrement élevé de 1,33x (délais et tension sur la supply chain comme mentionné précédemment).

Nous estimons que ce taux de couverture devrait rester proche de ses niveaux actuels jusqu'au T2 2027 avant d'entamer une normalisation progressive à mesure que le cycle se retourne. Dans ce scénario, nous anticipons un recul du chiffre d'affaires en 2028, qui constituerait selon nous le contrecoup d'une période d'activité exceptionnellement soutenue en 2026 et 2027 par un niveau de commandes historiquement élevé.

Nous restons néanmoins attentifs à la durée effective de ce cycle mais préférons attendre de nouveaux signaux tangibles avant d'en confirmer l'extension jusqu'en 2028. Le précédent cycle de correction, certes de nature différente, avait entraîné un recul du chiffre d'affaires d'ICAPE de l'ordre de 18% : un rappel qui permet d'apprécier que ces dynamiques cycliques peuvent se retourner rapidement et avec une amplitude significative.

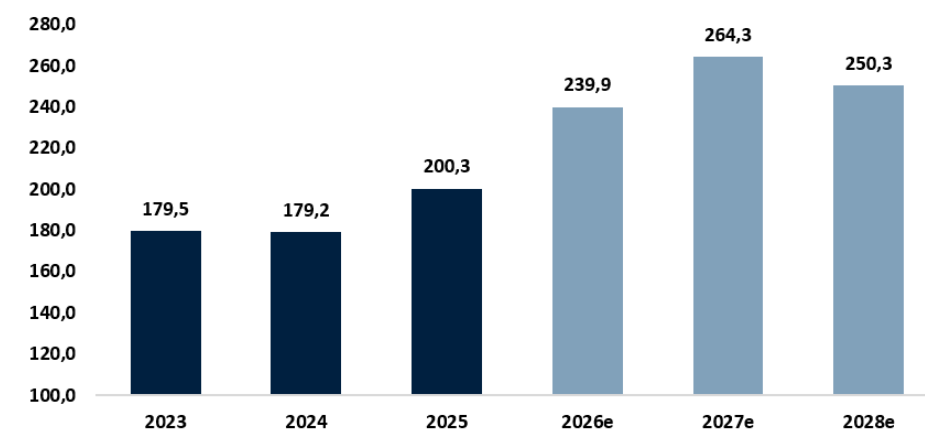
Sur le CIPEM, nous retenons une approche prudente : la division a reculé de 3 % en 2025, quand l'activité PCB progressait de 16 %, et les ressorts d'une reprise restent insuffisamment établis. Cette hypothèse laisse une option de hausse non valorisée, l'offre combinée cartes électroniques et pièces mécaniques pouvant générer coûts de



changement et ventes croisées. Nous ne la chiffrons pas, faute d'indicateurs publiés et compte tenu de l'effet périmètre lié à la fermeture du site IHM.

Agrégés, ces leviers portent le chiffre d'affaires à 239,9 M€ en 2026 à 250,3 M€ en 2028, (en ligne avec la guidance réévaluée par la société le 1er octobre d'au moins +18%) soit une croissance annuelle moyenne de +7,7% sur la période. La structure de cette progression marque une rupture avec l'historique du groupe : la contribution organique représente 88% de la croissance 2026, alors que la trajectoire depuis l'introduction en bourse reposait quasi exclusivement sur les opérations de croissance externe, l'organique cumulé ressortant négatif entre 2023 et 2025. Nous n'y voyons pas un changement de régime structurel mais le reflet de la position du groupe dans le cycle, entre redressement des volumes, effet prix sur les intrants et anticipation de commandes liée à la saturation des capacités asiatiques.

Prévision de chiffre d'affaires (M€)



Source : Euroland

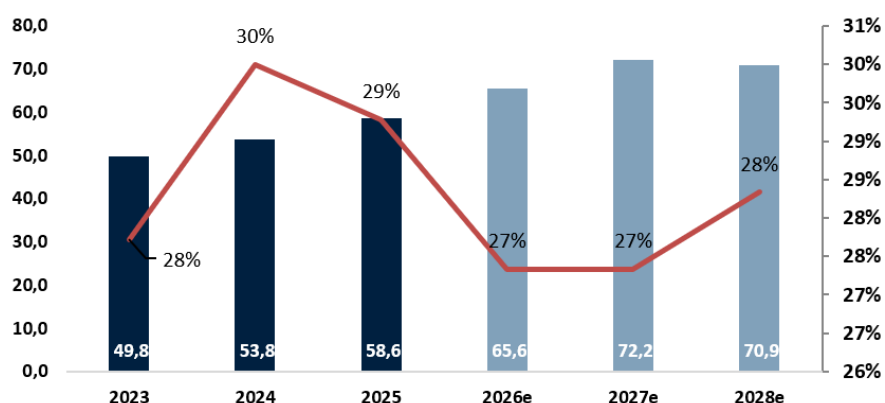
Expansion des marges EBITA grâce aux synergies M&A

Achats consommés (68% estimé en 2026-2027, 67,0% du CA en 2028). L'exercice 2022 a montré qu'une forte hausse des volumes n'améliore pas mécaniquement le coût d'achat, la fragmentation HMLV (multiplicité d'usines et de références) neutralisant le pouvoir de négociation volumique. Au S1 2026, le poste représentait 68,1% du CA impacté par l'augmentation de la taille des commandes. Nous prévoyons une amélioration de marge sur achat consommé dans notre scénario de détente des volumes en 2028.

Transport (maintenu à 4,5% du CA, vs. 4,0% en 2025) : seule ligne où un effet d'échelle serait théoriquement mobilisable par consolidation des flux, mais nous n'en retenons pas par prudence, la fragmentation HMLV ne conférant pas au Groupe le statut de chargeur de rang mondial. Deux forces s'y neutralisent : la composante prix de la croissance dilue le ratio, le fret suivant le poids et non la valeur facturée, tandis que la tension capacitaire allonge les délais usines et accroît le recours aux expéditions accélérées, plus coûteuses. Les volumes pèsent sur la marge brute dans notre scénario conformément à ce que nous avons observé au S1 2026.



Prévision de la marge brute (% du CA et M€)

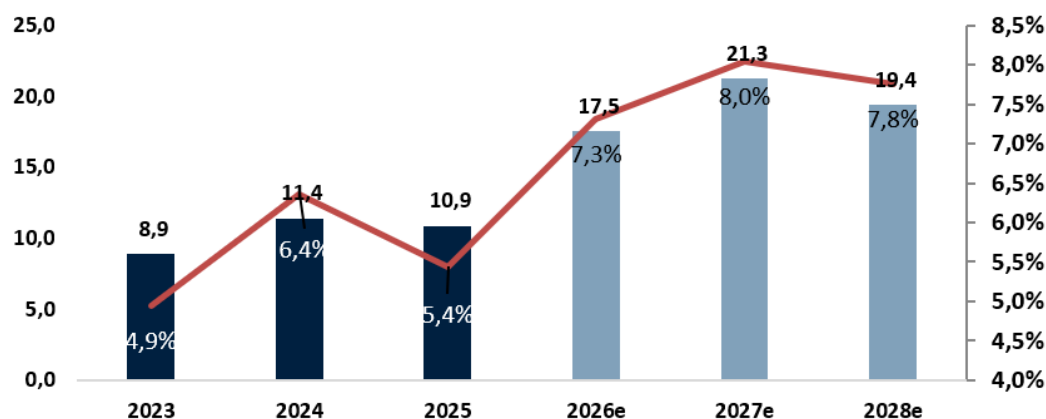


Source : Euroland

Autres achats et charges externes et charge de personnel (maintenu stable jusqu'en 2028) : cette trajectoire traduit l'élimination progressive des doublons de sièges, la mutualisation des contrats d'assurance et de sous-traitance, ainsi que le déploiement du nouvel outil informatique du Groupe.

Ce poste constitue la traduction chiffrée du troisième pilier de notre thèse d'investissement. Les synergies de coûts issues des opérations de croissance externe n'ont pas encore été captées dans les comptes, et nous considérons que leur matérialisation progressive sur l'horizon de prévision constitue le principal levier d'amélioration de la marge, davantage que la dynamique de chiffre d'affaires.

Prévision EBITA (% du CA et M€)



Source : Euroland

Au niveau des dotations aux amortissements, nous anticipons une légère progression en 2026, portée par l'amortissement rapide des logiciels acquis (environ 200k euros dans notre modèle), dont la durée d'utilité est courte. Au-delà, la trajectoire reflète principalement l'amortissement des relations clientèle reconnues lors des acquisitions, étalé sur des durées longues (10 à 20 ans), ce qui conduit à une stabilisation du niveau



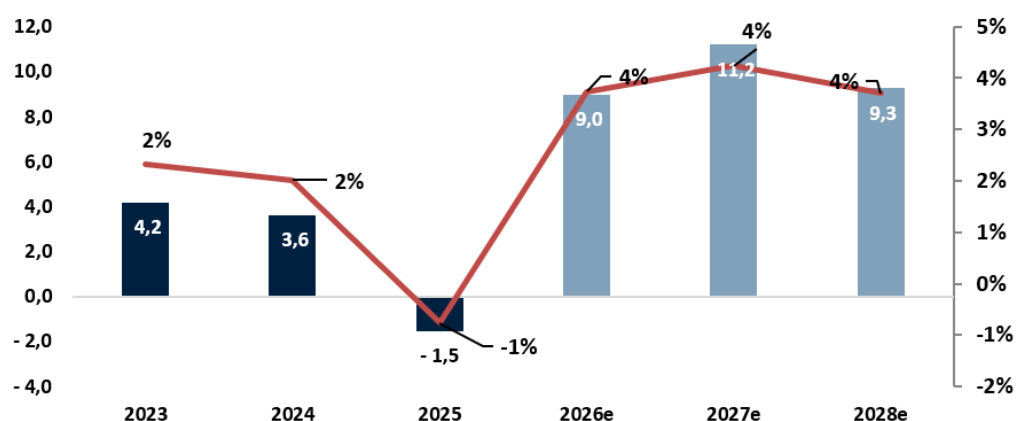
de charge. Nous modélisons également un coût de l'endettement financier stable à 5,1% par an en ligne avec l'historique.

Estimation de bas de P&L simplifié

En M€	2026e	2027e	2028e
EBITA	17,5	21,3	19,4
% CA	0,1	0,1	0,1
Dépréciation du goodwill	(2,2)	(2,7)	(3,2)
EBIT	15,3	18,6	16,2
Résultat financier	(3,4)	(3,6)	(3,9)
Résultat courant avant impôt	12,0	14,9	12,4
Résultat net consolidé	9,0	11,2	9,3
Résultat net part du groupe (RNpg)	10,1	12,4	10,4

Source : Euroland

Estimation de résultat net consolidé



Source : Euroland

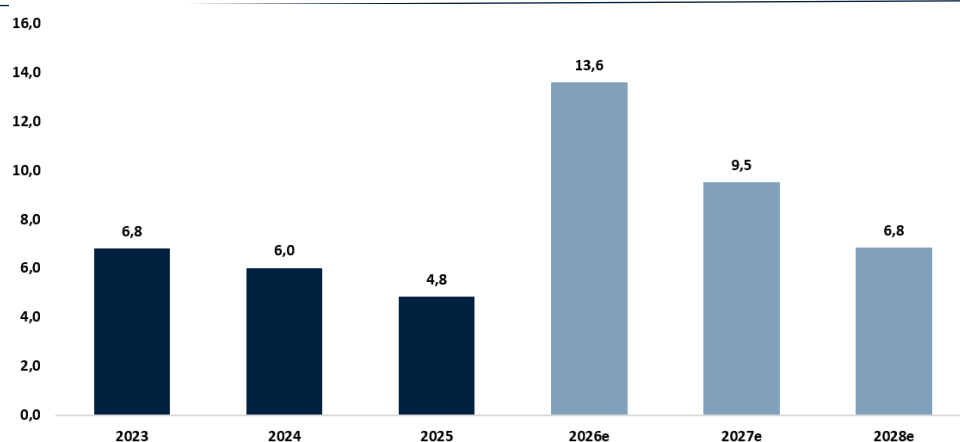
Attente d'un FCF en nette amélioration

Cette progression se traduit par une génération de trésorerie sensiblement renforcée. Le modèle restant peu capitalistique, nous anticipons des investissements opérationnels contenus, avec un capex maintenu à 3,5 M€ par an sur l'ensemble de l'horizon de prévision. L'essentiel des flux d'investissement devrait correspondre à la croissance externe, que nous projetons à 10,5 M€ par an à compter de 2027. Sur cette base, le flux de trésorerie disponible après acquisitions redeviendrait positif dès 2026, ce qui permettrait la poursuite du désendettement sans recours au marché. Nous intégrons également un paiement pay-out de 30% pour le dividende jusqu'en 2028, en ligne avec l'historique.

Cette allocation de capital constitue le point de contrôle de notre thèse : à ce rythme d'acquisitions, nous estimons que le Groupe conserverait la capacité de réduire son levier tout en consolidant un marché fragmenté, une combinaison qui n'était pas atteinte sur la période 2021-2024.

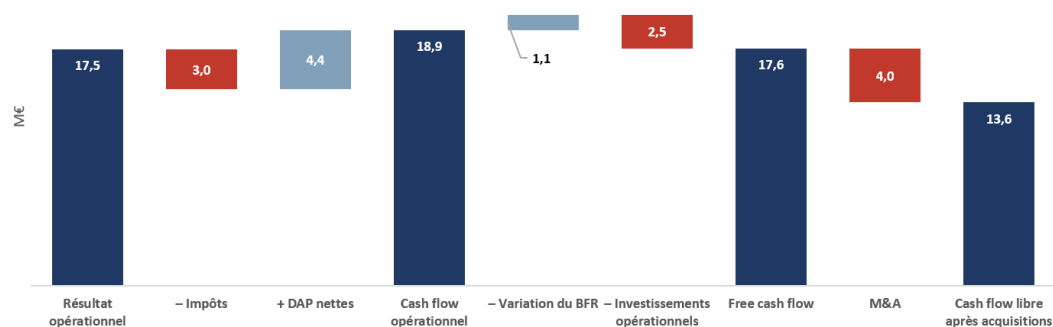


Prevision de Free Cash Flow après acquisitions (M€)



Source : Euroland

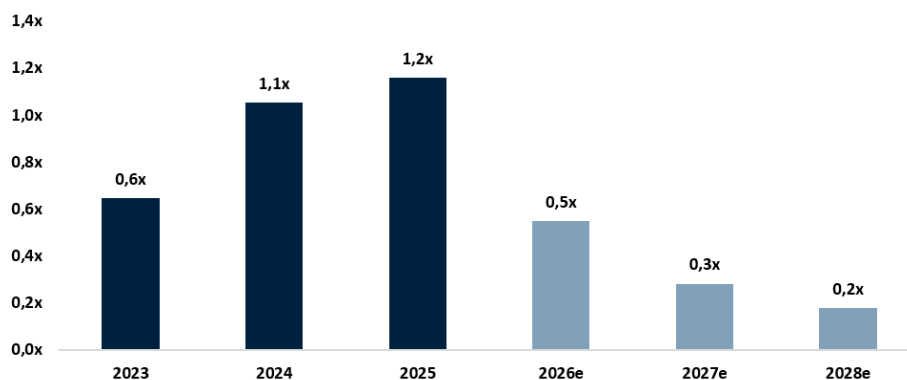
Bridge Free Cash Flow 2026e (M€)



Source : Euroland

Nous anticipons une détente du gearing qui devrait se résorber sensiblement à partir de 2026, sous l'effet conjugué du désendettement et de la mise en réserve des résultats. Nous l'anticipons à 55 % à fin 2026, contre 116 % à fin 2025.

Estimation de dette nette / Capitaux propres



Source : Euroland



Valorisation

1/ Méthodes de valorisation retenues

Méthode des DCF : Cette approche consiste à estimer la valorisation intrinsèque de la Société par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs. La valeur fondamentale de la Société s'exprimant pleinement sur un horizon à moyen voire long terme, la méthode des DCF semble la plus adaptée pour conduire une valorisation raisonnable et prudente, tout en gardant à l'esprit les incertitudes inhérentes à ce genre d'exercice.

Méthode des multiples de comparables boursiers : cette approche consiste à valoriser la Société en s'appuyant sur les multiples observés chez des pairs cotés. Elle permet d'ancrer la valorisation dans les niveaux de marché actuels et de refléter les anticipations intégrées dans les cours. Notre échantillon est volontairement resserré à cinq sociétés cotées, retenues non pour former une moyenne sectorielle mais pour éclairer chacune une dimension précise du profil d'ICAPE : un pure play du même métier, deux plateformes de croissance externe, une small cap industrielle peu liquide et un distributeur broadline qui matérialise le plancher de multiple du secteur.

2/ Approche de valorisation

A / Valorisation par DCF

Notre approche DCF repose sur des projections propres à horizon 2035, construites sur la base de données publiques à partir des échanges avec le management, de notre modélisation du carnet de commandes et de l'historique des quatre derniers exercices.

Croissance : TCAM de +7,7% sur 2026-2028, reprenant les deux leviers de la thèse. Un ralentissement progressif puis une contraction intégrée à partir du T3 2027, reflétant un haut de cycle, et plus tard, la maturité du modèle, la raréfaction des cibles d'acquisition pertinentes et la normalisation du taux de couverture du carnet vers 1,10x. Sur 2029-2035, convergence graduelle vers la croissance de marché, à +3%.

Marge : EBIT normatif de 6% à l'horizon explicite, en ligne avec la cible 2026 du management.

BFR : structurellement négatif (-2% à 0,5% du CA sur 2022-2025) du fait de l'absence de portage industriel et du recours à l'affacturage déconsolidant. Normatif retenu à -3,5% ; la croissance est donc neutre à légèrement contributrice aux flux.

Capex : faible intensité capitalistique (0,7% à 1,9% du CA selon les exercices ; 3,5 M€ en 2025 vs. 2,0 M€ en 2024, effet plateforme et SI). Normatif à 2,0%, conforme aux indications du Groupe et couvrant intégralement les DAP d'exploitation, stables autour de 2,0% du CA (4,1 M€ en 2025).

Taux d'imposition : 25,0%, taux légal français. Le taux effectif constaté est trop volatil pour servir de référence (produit d'impôt en 2024, niveaux très supérieurs en 2025 sous l'effet de la non-activation des déficits des entités arrêtées). Deux forces opposées s'exercent (filiales asiatiques moins taxées, déficits non reconnus appelés à se résorber)



sans visibilité suffisante sur leur compensation ; le taux légal est retenu comme convention neutre, également celle du consensus.

M&A : intégré dans les flux et prévu à partir d'un coût d'acquisition moyen de 0,7x le chiffre d'affaires.

Discounted Cash-Flow sur 10 ans

En M€	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Chiffre d'affaires	240	264	250	258	266	274	282	290	299	308
variation (%)	19,8%	10,2%	-5,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Résultat opérationnel courant	18	21	19	19	19	19	19	19	19	18
MOC (%)	7,3%	8,0%	7,8%	7,5%	7,3%	7,0%	6,8%	6,5%	6,3%	6,0%
- Impôts	-3	-4	-3	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Taux d'IS (%)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
+ DAP nettes	4,4	4,4	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	5,3	5,4
en % du CA	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Cash flow opérationnel	18,9	21,9	20,7	19,1	19,1	19,2	19,2	19,3	19,3	19,3
BFR	-9	-10	-9	-9	-10	-10	-10	-11	-11	-11
en % du CA	-3,9%	-3,8%	-3,7%	-3,7%	-3,7%	-3,7%	-3,7%	-3,7%	-3,7%	-3,7%
- Variation du BFR	1,1	0,6	-0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
- Investissements opérationnels	-2,5	-2,5	-2,5	-2,9	-3,2	-3,6	-4,0	-4,5	-4,9	-5,4
-Variation de périmètre	-4,0	-10,5	-10,5							
en % du CA	1,0%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,8%
Free Cash flow	13,6	9,5	6,8	16,5	16,2	15,9	15,5	15,1	14,7	14,2
Coefficient d'actualisation	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Free Cash flow actualisé	12,9	8,1	5,3	11,4	10,0	8,9	7,8	6,8	6,0	5,2
Somme des FCF actualisés	82									
Valeur terminale actualisée	51									
Valeur d'entreprise	134									
Dette nette	24									
Actifs financiers	0,4									
Valeur des capitaux propres	110									
Valeur par action	13,7									

Source : Euroland

Dette nette

La dette nette utilisée dans le bridge correspond à la moyenne entre la dette publiée au 31/12/2025 et celle que nous estimons au 31/12/2026, afin de refléter une position bilancielle cohérente avec une date de valorisation située à mi-2026. Elle intègre les dettes de loyers IFRS 16 ainsi que les engagements liés à la croissance externe.

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation calculé d'après la méthode du coût moyen pondéré du capital ressort à 11,18 %. Nos hypothèses sont les suivantes :

- Un taux sans risque de 4,90 % (source : Agence France Trésor, au 02/10/2026)
- Un bêta désendetté de 1,4 ajusté pour tenir compte de la taille du Groupe, de la faible liquidité du titre, de la sensibilité de ses marges au mix d'activité et de son exposition aux chaînes d'approvisionnement asiatiques.
- Une prime de risque du marché small caps calculée à 5 %

Nous observons un écart marqué entre les approches historique et implicite de la prime de risque. L'approche historique ressort autour de 7 %, contre 2,9 % à 4,6 % pour l'approche implicite. Cet écart s'explique principalement par le choix du taux sans risque (OAT 4,90 % vs Bund 3,53 %) et les hypothèses de croissance retenues. Nous adoptons ainsi une hypothèse intermédiaire, correspondant à la moyenne des scénarios les plus prudents et les plus risqués.



La valeur des capitaux propres de la Société ressort ainsi à 110M€ par cette méthode, soit 13,7€ par action. Ci-dessous une matrice de sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation.

Matrice de sensibilité

	Taux de croissance à l'infini				
	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
13,18%	10,6	10,8	11,0	11,2	11,5
12,18%	11,7	12,0	12,2	12,5	12,8
11,18%	13,0	13,3	13,7	14,0	14,4
10,18%	14,6	15,0	15,4	15,9	16,4
9,18%	16,5	17,0	17,6	18,2	19,0

Source : Euroland

B/ Valorisation par multiples

Comparables boursiers

Nous avons volontairement resserré l'échantillon à cinq sociétés cotées, chacune retenue pour éclairer une dimension précise du profil d'ICAPE plutôt que pour alimenter une moyenne sectorielle. L'échantillon n'est pas homogène et ne doit pas être lu comme tel : il borne la valorisation entre un pure play mieux margé, deux plateformes de croissance externe dont l'une constitue le cas de référence d'un roll-up réussi, une small cap industrielle peu liquide et un distributeur broadline qui matérialise le plancher de multiple du secteur.

Nous retenons l'EV/EBITA et le P/E comme multiples de référence. L'EBITA est privilégié à l'EBITDA afin de neutraliser l'hétérogénéité des traitements comptables entre acquéreurs sériels : les amortissements de relations clientèles issus des PPA, qui atteignent 2,1 M€ chez ICAPE en 2025 (environ 105 pb de marge), varient sensiblement d'un acquéreur à l'autre selon le rythme des opérations et les durées retenues (8 à 20 ans). L'EBITA absorbe par ailleurs les amortissements de droits d'utilisation IFRS 16, limitant les distorsions liées au poids des locations dans un modèle asset-light.

Le P/E intervient en complément, captant la structure financière et la charge d'impôt, deux dimensions non neutres pour un groupe dont le désendettement porte une part significative du rendement attendu sur 2026-2027. Nous écartons l'EV/Sales : avec une marge d'EBITA de l'ordre de 5%, un écart de quelques dixièmes de point de multiple de chiffre d'affaires déplace la valeur des capitaux propres dans des proportions dénuées de sens économique pour un distributeur.

Détail de l'échantillon retenu :

- NCAB Group (NCAB SS) est le seul véritable pure play de l'échantillon : même métier, même position d'intermédiaire sur des usines asiatiques, même exposition au segment HMLV (high-mix, low-volume). Il constitue notre référence de cadrage et non notre cible : NCAB affiche une marge d'EBITA structurellement supérieure et un track record d'intégration qu'ICAPE n'a pas encore démontré. Le delta de multiple est donc justifiable ligne à ligne.



- discoverIE (DSCV LN) est notre comparable de modèle : roll-up de distribution de composants spécialisés, même logique d'acquisitions successives, mêmes enjeux de goodwill et de lecture du ROCE avec et hors écarts d'acquisition. Il indique le multiple qu'accepte le marché pour une plateforme d'acquisitions dont la rentabilité publiée dépend de retraitements.
- Solid State (SOLI LN) apporte la dimension que NCAB ne capture pas : petite capitalisation, liquidité réduite du titre et base de clients industriels. C'est notre comparable de taille et de décote de liquidité.
- Lagercrantz (LAGR B SS) est le roll-up qui a réussi, et nous le retenons précisément comme contre-exemple : il matérialise le multiple qu'obtient un acquéreur sériel dont le ROIC dépasse durablement le coût du capital. Il sert donc à justifier la décote appliquée à ICAPE, et non à tirer la moyenne de l'échantillon vers le haut.
- Avnet (AVT US) matérialise le plancher broadline : besoin en fonds de roulement lourd, faible différenciation et multiple structurellement bas. Nous l'avons retenu plutôt qu'Arrow Electronics, dont le mix intègre une composante services et solutions (ECS) qui brouille la lecture du multiple de distribution pure.

Tableau des multiples comparables

Société	Capitalisation (M€)	Dette nette	VE (M€)	CA			EBITDA			EBITA		
				FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
NCAB Group AB	1 460,7	68,2	1 528,9	352,9	424,0	509,0	58,9	76,6	79,2	54,1	71,8	74,4
Lagercrantz Group AB Class B	4 158,7	338,6	4 497,3	971,0	1 068,3	1 153,3	227,0	246,0	262,4	193,4	213,2	229,6
Solid State plc	111,5	8,6	120,1	178,8	184,2	189,7	16,8	18,0	21,4	12,9	14,6	16,8
discoverIE Group PLC	985,3	122,3	1 107,6	513,0	566,4	586,3	93,8	97,8	101,3	82,3	87,4	92,0
Avnet, Inc.	7 792,1	2 373,0	10 165,2	19 095,0	23 918,2	32 984,4	809,3	1 459,0	1 535,6			
ICAPE HOLDING	76,8	38,0	114,9	200,3	236,1	262,1	21,5	26,1	29,8			
Société	Capitalisation (M€)	Dette nette	VE (M€)	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBITA		
				FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
NCAB Group AB	1 460,7	68,17067	1 528,9	4,3x	3,6x	3,0x	26,0x	20,0x	19,3x	28,3x	21,3x	20,5x
Lagercrantz Group AB Class B	4 158,7	338,64972	4 497,3	4,6x	4,2x	3,9x	19,8x	18,3x	17,1x	23,3x	21,1x	19,6x
Solid State plc	111,5	8,569419	120,1	0,7x	0,7x	0,6x	7,2x	6,7x	5,6x	9,3x	8,2x	7,1x
discoverIE Group PLC	985,3	122,31447	1 107,6	2,2x	2,0x	1,9x	11,8x	11,3x	10,9x	13,5x	12,7x	12,0x
Avnet, Inc.	7 792,1	2373,0452	10 165,2	0,5x	0,4x	0,3x	12,6x	7,0x	6,6x			
Moyenne	2 901,7	582,1	3 483,8	2,5x	2,2x	1,9x	15,5x	12,6x	11,9x	18,6x	15,8x	14,8x
Médiane	2 572,0	230,5	2 802,5	2,2x	2,0x	1,9x	12,6x	11,3x	10,9x	18,4x	16,9x	15,8x

Source : Euroland

Nous appliquons une décote de taille de 20 % à l'échantillon, dont la capitalisation moyenne ressort à 1,6 Md€ contre 68 M€ pour ICAPE. Cette décote agrège deux composantes : la taille et la liquidité du titre, l'écart de marge d'EBITA avec le pure play du secteur. Dans le bridge nous intégrons dans la dette nette l'impact du M&A modélisé jusqu'en 2028.

Après application des multiples et du bridge de passage à la valeur des capitaux propres cette méthode fait ressortir une valeur des capitaux propres de 159,0 M€, soit 19,7 € par action.



Bridge pour la méthode de comparables boursiers

	EBITA			RN		
	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
ICAPE	17,5	21,3	19,4	9,0	11,2	9,3
VE induite moyenne	324,7	335,5	287,3	228,8	238,3	181,2
VE induite médiane	319,1	356,0	304,7	171,6	202,3	159,5
VE induite moyenne	259,1					
Décote	20%					
VE induite moyenne post décote	207,3					
Dette nette	48,7					
Actifs financiers	0,4					
Valeur des capitaux propres	159,0					

Source : Euroland

3/ Valorisation moyenne

La valorisation moyenne des capitaux propres d'ICAPE Holding, issue de la méthode par DCF et des multiples de comparables boursiers ressort à 134,7 M€, soit 16,7€ par action et un potentiel de +78% par rapport au cours de clôture du 05/10/2026.

Notre multiple moyen induit ressort à 10x EBITA 2026e soit une décote de -68% par rapport à NCAB Group.

Synthèse de la valorisation

Méthode de valorisation	OC	VCP (M€)	Dette nette (M€)	VE (M€)	EV/Sales		EV/EBITA		P/E	
					2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e
DCF	13,7 €	110,4	23,66	134	0,6x	0,5x	7,7x	6,3x	10,9x	8,9x
Comparables boursiers	19,7 €	159,0	23,66	183	0,8x	0,7x	10,4x	8,6x	15,7x	12,9x
Valorisation moyenne	16,7 €	134,7 €	23,7 €	158,4 €	0,7x	0,6x	9,0x	7,5x	13,3x	10,9x

Source : Euroland



Icape Holding / Électronique / PCB

Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	163,9	219,6	179,5	179,2	200,3	239,9	264,3	250,3
Excédent brut d'exploitation	6,5	14,6	13,7	15,1	14,9	21,9	25,7	23,8
EBITA	4,3	10,0	8,9	11,4	10,9	17,5	21,3	19,4
EBIT	4,4	10,1	8,5	9,9	8,8	15,3	18,6	16,2
Résultat financier	-1,0	-2,3	-2,3	-3,5	-3,2	-3,4	-3,6	-3,9
Impôts	-0,6	-0,4	-1,1	0,5	-0,2	-3,0	-3,7	-3,1
Mise en équivalence	-0,3	-2,0	-1,0	-1,6	-4,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Résultat net part du groupe	2,5	5,5	4,4	3,7	-0,4	10,1	12,4	10,4
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	19,9	58,2	50,4	74,7	72,7	68,6	64,0	58,9
dont goodwill	5,6	23,7	20,9	35,2	34,5	32,3	29,6	26,4
BFR	-0,8	-4,6	0,5	0,9	-8,3	-9,5	-10,1	-9,2
Disponibilités + VMP	26,0	28,0	32,7	26,7	17,9	30,1	37,2	42,1
Capitaux propres	6,0	31,7	29,1	31,2	24,8	30,7	38,2	44,4
Emprunts et dettes financières	31,7	36,1	53,2	59,5	46,7	51,7	56,7	61,7
Total Bilan	108,7	150,8	144,7	159,6	145,2	164,0	173,3	169,2
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	2,5	10,2	12,4	10,4	9,9	15,6	18,3	16,9
Variation de BFR	0,0	-6,7	-1,2	-0,9	-0,5	1,1	0,6	-0,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	2,5	3,5	11,2	9,5	9,4	16,7	18,9	16,0
CAPEX nets	0,0	-4,1	-1,4	-1,3	-3,3	-2,5	-2,5	-2,5
Variation de périmètre	0,0	-16,5	-11,2	-9,6	-0,9	-4,0	-10,5	-10,5
FCF	2,5	-0,6	9,8	8,2	6,1	13,6	9,5	6,8
Augmentation de capital	0,0	17,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	2,5	15,2	4,1	-7,3	5,0	5,0	5,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-1,6	-1,6	-1,0	-3,0	-3,7	-3,1
Flux nets de trésorerie liés au financement	9,3	19,0	11,8	-1,4	-10,6	2,0	1,3	1,9
Variation de trésorerie	1,3	2,1	4,8	-6,3	-8,8	12,2	7,2	4,8
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires		34,0%	-18,3%	-0,2%	11,7%	19,8%	10,2%	-5,3%
Marge EBE	3,9%	6,6%	7,6%	8,4%	7,5%	9,1%	9,7%	9,5%
Marge opérationnelle courante	2,6%	4,5%	4,9%	6,4%	5,4%	7,3%	8,0%	7,8%
Marge opérationnelle	2,7%	4,6%	4,7%	5,5%	4,4%	6,4%	7,0%	6,5%
Marge nette	1,5%	2,5%	2,5%	2,1%	-0,2%	4,2%	4,7%	4,2%
CAPEX (% CA)	0,0%	1,9%	0,8%	0,7%	1,6%	1,0%	0,9%	1,0%
BFR (% CA)	-0,5%	-2,1%	0,3%	0,5%	-4,2%	-3,9%	-3,8%	-3,7%
ROCE	14,8%	11,7%	12,8%	11,3%	12,7%	22,2%	29,6%	29,3%
ROCE hors GW	20,9%	18,6%	21,5%	21,2%	27,4%	49,0%	65,6%	62,5%
ROE	46,4%	17,6%	15,6%	12,0%	-1,4%	30,7%	29,7%	21,3%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	94,5%	27,9%	64,7%	105,2%	115,9%	70,3%	50,8%	44,1%
Dettes nette/EBE	0,9	0,6	1,5	2,2	1,9	1,0	0,8	0,8
EBE/charges financières	22,2	15,0	7,9	6,2	6,0	8,4	8,9	7,6
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	2,3	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,3	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	25,0	16,1	14,4	9,7	7,3	9,4	9,4	9,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	57	130	117	79	59	76	76	76
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	6	8	20	33	29	22	19	20
(3) Valeur des minoritaires	1	0	1	0	-1	-2	-3	-5
(4) Valeur des actifs financiers	0	-1	-1	-1	0	0	0	0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	63	138	137	110	86	95	91	90
VE/CA	0,4	0,6	0,8	0,6	0,4	0,4	0,3	0,4
VE/EBE	9,8	9,5	10,0	7,3	5,7	4,3	3,6	3,8
VE/ROC	14,9	13,8	15,5	9,7	7,9	5,4	4,3	4,6
P/E	23,4	23,5	26,3	21,2	-157,2	7,5	6,1	7,3
P/B	9,6	4,1	4,0	2,5	2,4	2,5	2,0	1,7
P/CF	23,0	36,9	10,4	8,3	6,3	4,5	4,0	4,7
FCF yield après acquisitions (%)	3,9%	-12,4%	-1,0%	-1,3%	6,1%	10,1%	-1,1%	-4,0%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Bnpa	1,1	0,7	0,5	0,5	0,0	1,3	1,5	1,3
Book value/action	2,6	3,9	3,6	3,9	3,1	3,8	4,7	5,5



Système de recommandations :

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

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

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

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

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

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

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

Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 06/10/2026

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un

échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »



La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Icape Holding (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne. opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80

