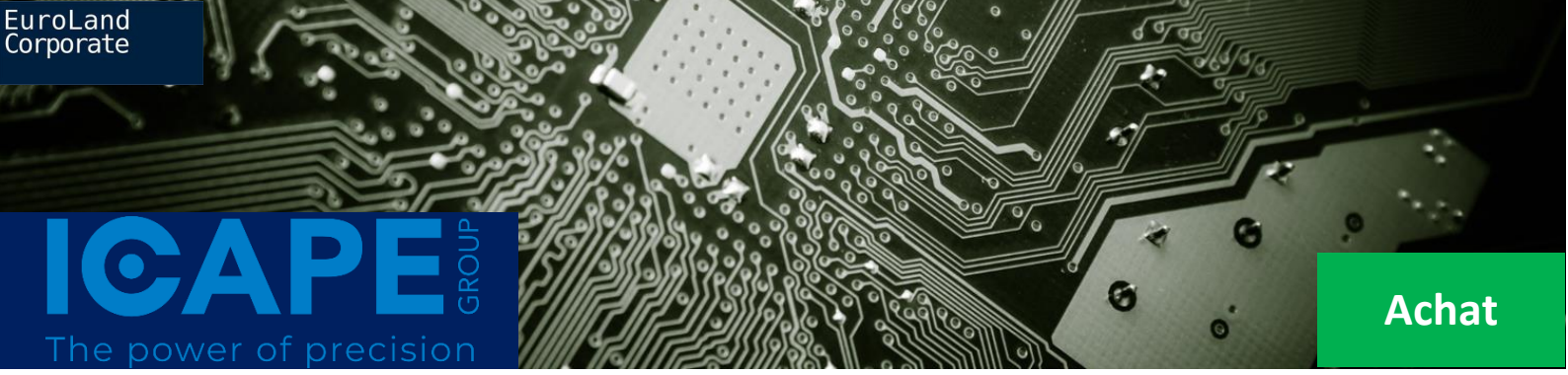


EuroLand Corporate

ICAPE GROUP
The power of precision

Achat

Capitalisation (M€)	78,5	Ticker	ALICA-FR	Électronique PCB
Objectif de cours	18,11 €	Nb de titres (en millions)	8,09	
Cours au 24/11/2026	9,70 €	Volume moyen 12m (titres)	6 123	Flash valeur
Potentiel	*86,7%*	Extrêmes 12m (€)	3,56€/9,94€	25/11/2026

Un plan ambitieux, soutenu par la conjoncture

A retenir

- Objectif de CA 2026 relevé à au moins +24 % (vs +18 %), marge d'EBIT d'environ 6 % confirmée
- Plan 2028 : CA +20 % en 2027 et +18 % en 2028, marge d'EBIT portée à environ 7 % en 2028
- Nos estimations 2028e relevées : CA de 341,1 M€ (vs 250,3 M€), Bnpa de 1,99 € (vs 1,29 €)

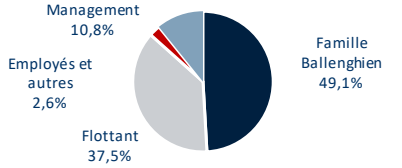
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	200,3	248,3	293,5	341,1
var %	*11,7%*	*24,0%*	*18,2%*	*16,2%*
EBE	14,9	21,6	26,1	31,4
% CA	*7,5%*	*8,7%*	*8,9%*	*9,2%*
EBITA	10,9	17,2	21,7	27,0
% CA	*5,4%*	*6,9%*	*7,4%*	*7,9%*
EBIT	8,8	15,0	19,0	23,8
% CA	*4,4%*	*6,1%*	*6,5%*	*7,0%*
RN	-0,4	9,9	12,7	16,1
% CA	*-0,2%*	*4,0%*	*4,3%*	*4,7%*
Bnpa (€)	-0,05	1,23	1,57	1,99
ROCE hors Goodwill (%)	27,4%	42,4%	41,1%	38,8%
ROE (%)	-1,4%	27,7%	26,2%	24,9%
Gearing (%)	116%	55,1%	29,5%	12,8%
Dette nette	28,8	18,5	13,3	7,7

Multiples de valorisation

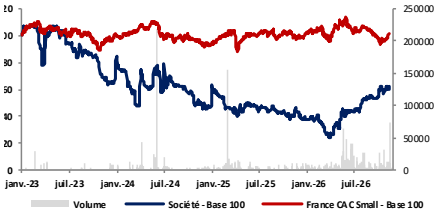
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	5,7	4,4	3,4	2,6
VE/ROC (x)	7,9	5,5	4,0	3,0
P/E (x)		7,9	6,2	4,9

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	57,8%	1,1%	11,2%	38,9%



Capital Markets Day 2026 : Plan stratégique 2027-2028

ICAPE a présenté le 24 novembre son Plan stratégique 2027-2028 et son ambition 2030. L'objectif 2026 est relevé à une croissance du chiffre d'affaires d'au moins +24 % (contre au moins +18 % le 1er octobre et +12 % en début d'année), soit au moins 248,3 M€, avec une marge d'EBIT d'environ 6 % confirmée. Le Groupe vise ensuite +20 % en 2027 et +18 % en 2028, à change constant, soit un chiffre d'affaires multiplié par 1,8 par rapport à 2025, avec une marge d'EBIT d'environ 6,5 % puis 7 %. Environ 75 % de cette croissance viendrait de l'organique et 25 % des acquisitions, financées par la dette. Au-delà, l'ambition 2030 est d'environ +13 % par an, avec une marge au moins égale à celle de 2028.

Les usines de matières premières tournent à pleine capacité

Le prix du laminé, ou CCL (plaque de fibre de verre et de résine recouverte de cuivre, base du circuit imprimé), a augmenté de +212 % sur un an à fin septembre, celui de la fibre de verre de +180 %. Le délai d'obtention des laminés est passé d'environ 9 à 55 jours, celui des circuits imprimés à environ 6 mois. Les producteurs de matières anticipent une détente seulement vers le second semestre 2028 ce qui soutiendrait la tendance sur les prix des PCB au moins jusqu'à cette date. Pour rappel, la croissance observée en 2026 serait attribuable pour environ deux tiers à un effet prix. C'est donc à l'aune de cette dynamique de prix qu'Icape anticipe une croissance largement organique (environ 75 %), en rupture avec son track record soit un chiffre d'affaires des circuits imprimés (PCB) passé de 74 M€ en 2015 à 158 M€ en 2025 en grande partie grâce aux acquisitions (environ 92 M€ de CA acquis depuis 2021 à titre indicatif si l'on prend l'ensemble des acquisitions du groupe). La division PCB vise 255 M€ en 2028 (+17,4 % par an).

Une marge de 7 % par le levier des coûts

La marge d'EBIT doit passer d'environ 6 % en 2026 à environ 7 % en 2028, contre 4,4 % en 2025, les salaires et frais généraux revenant de 21 % à 16 % du chiffre d'affaires. Les effectifs, déjà en recul, restent nombreux et offrent des gains de productivité : l'outil de cotation automatique traite 50 à 60 % des devis sans hausse d'effectifs, et des agents IA prennent en charge les tâches


Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

répétitives. L'intégration des acquisitions passées sur une plateforme commune reste un enjeu, l'Europe du Nord étant encore déficitaire.

Nos perspectives

2026 : un objectif relevé qui reste prudent. L'objectif suppose un T4 d'au moins 66,3 M€ (+34,6 %), inférieur au T3 (68,7 M€), alors que le carnet a encore progressé, à environ 137 M€ au 31 octobre (119,8 M€ au 30 septembre). Nous nous alignons sur l'objectif, à 248,3 M€, ce qui implique un carnet d'environ 135 M€ à fin 2026, soit 6,5 mois de chiffre d'affaires, cohérent avec des délais d'environ 6 mois.

Le plan est ambitieux, mais il nous semble pour l'instant soutenu par une construction de data centers toujours dynamique, qui renforce la sélectivité des chaînes de production de PCB chinoises, et par des producteurs de matières premières en amont qui tournent toujours à pleine capacité en Chine. La croissance actuelle tient raisonnablement aux prix et au front load, c'est-à-dire aux commandes anticipées de clients qui se couvrent contre les pénuries. Les volumes viennent aussi de nouvelles références, commandées par des clients qui choisissent d'autres références qualifiées alternatives, et de clients que les usines, devenues sélectives, ne servent plus en direct (549 nouveaux clients PCB depuis 2024). Au-delà de 2028, l'entreprise compte sur l'essor de la robotique, prolongement naturel de l'IA et industrie très consommatrice de PCB, pour générer des volumes supplémentaires.

Deux risques : le déstockage et le retour de l'abondance. Le premier est un déstockage des clients si leurs marchés finaux ralentissent. La situation diffère de l'après-2022, mais l'épisode montre que cela peut aller vite : après leurs commandes de précaution post-Covid, les clients industriels ont déstocké en 2023-2024, et la croissance d'ICAPE a alors reposé sur les acquisitions. Le second est une production trop abondante de matières : sur les laminés standards, de nouvelles capacités peuvent être construites en Chine en un à deux ans, et le secteur a déjà connu des surcapacités. C'est la contrepartie de la détente attendue en 2028, plus marquée sur les circuits standards que sur le haut de gamme, où la barrière est plus élevée (3 à 4 fabricants mondiaux de laminés à faibles pertes pour l'IA, qualification longue). Une baisse des prix ralentirait la croissance publiée ; nous ne retenons déjà qu'un effet prix de +1 % en 2028.

Nos estimations nettement relevées. Étant donné la visibilité apportée par les fournisseurs de matières premières, nous abandonnons le contrecoup attendu en 2028 et retenons un chiffre d'affaires de 293,5 M€ en 2027e (+18,2 %, vs 265,7 M€) et 341,1 M€ en 2028e (+16,2 %, vs 250,3 M€). Nous restons un peu sous le plan par prudence face au déstockage, avec un book-to-bill (commandes reçues rapportées au chiffre d'affaires facturé) de 0,95x en 2027. La croissance organique (prix et volumes, à change constant) ressort à +13,4 % puis +11,1 % en 2027 et 2028. Nos marges d'EBIT sont alignées sur les objectifs (6,1 %, 6,5 % et 7,0 %), pour un EBIT de 23,8 M€ en 2028e (vs 16,2 M€) et un Bnpa de 1,99 € (vs 1,29 €).

Révisions de nos estimations

Nos estimations avant et après le Capital Markets Day (M€)

	2026e avant	2026e après	2027e avant	2027e après	2028e avant	2028e après
Chiffre d'affaires	241,6	**248,3**	265,7	**293,5**	250,3	**341,1**
EBIT	15,8	**15,0**	18,9	**19,0**	16,2	**23,8**
Marge d'EBIT	6,5 %	**6,1 %**	7,1 %	**6,5 %**	6,5 %	**7,0 %**
Bnpa (€)	1,30	**1,23**	1,56	**1,57**	1,29	**1,99**

Source : EuroLand Corporate

Objectifs de la société et nos estimations

	2026e	2027e	2028e
Croissance du CA, objectif	au moins +24 %	+20 %	+18 %
Croissance du CA, nos estimations	+24,0 %	+18,2 %	+16,2 %
CA implicite de l'objectif (M€)	248,3	298,0	351,6
CA, nos estimations (M€)	248,3	293,5	341,1
Écart	0,0 %	-1,5 %	-3,0 %
Marge d'EBIT, objectif	~6 %	~6,5 %	~7 %
Marge d'EBIT, nos estimations	6,1 %	6,5 %	7,0 %

Source : ICAPE (objectifs à change constant), EuroLand Corporate



Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

Nous relevons ainsi notre objectif de cours à 18,11€ pour tenir compte du relèvement de nos estimations. Notre valorisation induite ressort ainsi à 10x l'EBITA 2026e toujours largement décotée par rapport à son principal concurrent NCAB qui affiche 21,8x l'EBITA 2026 attendu (55% de décote).

Recommandation

À la suite de ce Capital Markets Day, nous réitérons notre recommandation Achat, avec un objectif de cours de 18,11€ (vs 15,60€)



Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

Icape Holding / *Électronique / PCB*

Présentation de la société

Fondé en 1999 par Thierry Ballenghien, ICAPE est un distributeur de circuits imprimés et de pièces techniques sur mesure pour l'industrie électronique. Deuxième acteur européen du sourcing asiatique de cartes électroniques derrière NCAB, le Groupe joue un rôle d'intermédiaire entre plus de 3 800 clients industriels, principalement occidentaux, et 56 fournisseurs stratégiques qualifiés, sélectionnés parmi plus de 4 700 usines (31/10/2026). ICAPE propose deux gammes : les circuits imprimés (79 % du chiffre d'affaires 2025) et les pièces techniques sur cahier des charges via CIPEM (21 %). Coté sur Euronext Growth depuis 2022, le Groupe s'est construit en grande partie par croissance externe, avec 23 acquisitions en cinq ans, pour atteindre 200,3 M€ de chiffre d'affaires en 2025, avec un modèle peu consommateur de capitaux puisque la production est confiée à des fabricants partenaires.

Argumentaire d'investissement

L'IA rend l'intermédiaire indispensable. La demande liée à l'IA sature les producteurs de matières premières, et les usines de circuits imprimés, devenues sélectives, privilégient les grandes séries et ne servent plus en direct une partie des petits clients, cœur du marché d'ICAPE. Ces clients, comme les nouvelles références commandées pour sécuriser les approvisionnements, se reportent vers ICAPE, qui agrège des milliers de commandes pour garantir l'accès aux capacités. Résultat, un carnet de commandes en hausse de +138,0 % sur un an au 31 octobre 2026 et un objectif de croissance relevé à au moins +24 % pour 2026.

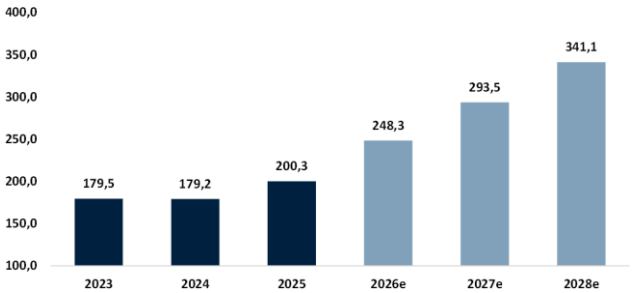
Une plateforme constituée dont la rentabilité reste à récolter. Le ralentissement du cycle en 2023-2024 a retardé l'extraction des synergies issues des acquisitions, comme en témoigne une Europe du Nord encore déficitaire quand l'Europe du Sud dégage 6,3 % de marge d'EBIT. Avec l'arrêt de deux sites industriels déficitaires et un outil de cotation commun, le Groupe peut absorber près de 300 M€ de chiffre d'affaires à effectif constant. Nous attendons un EBITA 2026e de 17,2 M€, soit 6,9 % du chiffre d'affaires.

Un consolidateur qui se désendette. ICAPE et NCAB réunis pèsent moins de 3 % de leur marché adressable, encore largement servi par des distributeurs régionaux sous-capitalisés. Avec un free cash flow estimé à 14,3 M€ en 2026, le gearing devrait revenir de 116 % fin 2025 à 55 % fin 2026e (dette nette de 18,5 M€), ouvrant la voie à une reprise des acquisitions dès 2027, financées par la dette : 12 cibles sont en discussions avancées, pour environ 96 M€ de chiffre d'affaires.

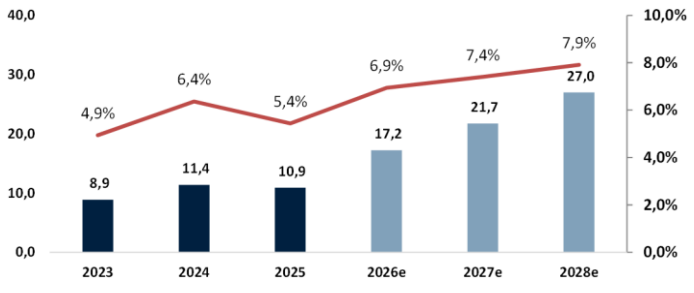
Multiples de valorisation des comparables

				EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBITA			P/E		
Société	**Capitalisation (M€)**	**Dette nette**	**VE (M€)**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**
NCAB Group AB	1 252,6	68,17067	1 320,8	2,9x	2,2x	2,2x	20,2x	13,8x	14,5x	21,8x	14,6x	15,4x	33,9x	20,6x	21,3x
Lagercrantz Group AB Class B	4 028,1	338,64972	4 366,7	3,9x	3,6x	3,4x	18,5x	16,8x	15,6x	21,9x	19,7x	18,1x	31,5x	28,2x	25,7x
Solid State plc	125,9	8,569419	134,5	0,7x	0,7x	0,7x	7,8x	7,3x	6,3x	10,2x	9,1x	7,9x	15,6x	14,0x	11,7x
discoverIE Group PLC	887,6	122,31447	1 009,9	1,7x	1,7x	1,6x	10,2x	9,8x	9,4x	11,9x	11,3x	10,7x	16,8x	15,9x	15,2x
Avnet, Inc.	5 876,6	2373,0452	8 249,6	0,3x	0,2x	0,2x	10,2x	4,1x	4,1x				14,4x	4,7x	4,5x
Moyenne	**2 434,2**	**582,1**	**3 016,3**	**1,9x**	**1,7x**	**1,6x**	**13,4x**	**10,4x**	**10,0x**	**16,5x**	**13,7x**	**13,0x**	**22,4x**	**16,7x**	**15,7x**
Médiane	**2 457,8**	**230,5**	**2 688,3**	**1,7x**	**1,7x**	**1,6x**	**10,2x**	**9,8x**	**9,4x**	**16,9x**	**12,9x**	**13,0x**	**16,8x**	**15,9x**	**15,2x**

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Évolution de l'EBITA (en M€)




Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

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	248,3	293,5	341,1
Excédent brut d'exploitation	6,5	14,6	13,7	15,1	14,9	21,6	26,1	31,4
EBITA	**4,3**	**10,0**	**8,9**	**11,4**	**10,9**	**17,2**	**21,7**	**27,0**
EBIT	4,4	10,1	8,5	9,9	8,8	15,0	19,0	23,8
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	-2,9	-3,9	-5,0
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**	**9,9**	**12,7**	**16,1**
Bilan (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Actifs non courants	19,9	58,2	50,4	74,7	72,7	72,6	80,0	89,9
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	-9,8	-10,8	-11,4
Disponibilités + VMP	**26,0**	**28,0**	**32,7**	**26,7**	**17,9**	**33,2**	**43,3**	**54,0**
Capitaux propres	6,0	31,7	29,1	31,2	24,8	33,5	45,1	60,0
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**	**173,5**	**203,3**	**236,8**
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	15,3	18,7	22,5
Variation de BFR	0,0	-6,7	-1,2	-0,9	-0,5	1,4	1,0	0,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	**2,5**	**3,5**	**11,2**	**9,5**	**9,4**	**16,8**	**19,6**	**23,1**
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**	**-12,0**	**-15,0**
FCF	**2,5**	**-0,6**	**9,8**	**8,2**	**6,1**	**14,3**	**17,1**	**20,6**
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	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**9,3**	**19,0**	**11,8**	**-1,4**	**-10,6**	**5,0**	**5,0**	**5,0**
Variation de trésorerie	1,3	2,1	4,8	-6,3	-8,8	15,3	10,1	10,6
Ratios (%)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Variation chiffre d'affaires		34,0%	-18,3%	-0,2%	11,7%	24,0%	18,2%	16,2%
Marge EBE	3,9%	6,6%	7,6%	8,4%	7,5%	8,7%	8,9%	9,2%
Marge opérationnelle courante	**2,6%**	**4,5%**	**4,9%**	**6,4%**	**5,4%**	**6,9%**	**7,4%**	**7,9%**
Marge opérationnelle	2,7%	4,6%	4,7%	5,5%	4,4%	6,1%	6,5%	7,0%
Marge nette	1,5%	2,5%	2,5%	2,1%	-0,2%	4,0%	4,3%	4,7%
CAPEX (% CA)	0,0%	1,9%	0,8%	0,7%	1,6%	1,0%	0,9%	0,7%
BFR (% CA)	-0,5%	-2,1%	0,3%	0,5%	-4,2%	-3,9%	-3,7%	-3,3%
ROCE	14,8%	11,7%	12,8%	11,3%	12,7%	20,6%	23,5%	25,8%
ROCE hors GW	**20,9%**	**18,6%**	**21,5%**	**21,2%**	**27,4%**	**42,4%**	**41,1%**	**38,8%**
ROE	46,4%	17,6%	15,6%	12,0%	-1,4%	27,7%	26,2%	24,9%
Ratios d'endettement	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Gearing (%)	**94,5%**	**27,9%**	**64,7%**	**105,2%**	**115,9%**	**55,1%**	**29,5%**	**12,8%**
Dette nette/EBE	0,9	0,6	1,5	2,2	1,9	0,9	0,5	0,2
EBE/charges financières	22,2	15,0	7,9	6,2	6,0	8,2	9,1	10,0
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	9,8	9,8	9,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	57	130	117	79	59	79	79	79
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	6	8	20	33	29	18	13	8
(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	89	82
VE/CA	**0,4**	**0,6**	**0,8**	**0,6**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**0,2**
VE/EBE	9,8	9,5	10,0	7,3	5,7	4,4	3,4	2,6
VE/ROC	**14,9**	**13,8**	**15,5**	**9,7**	**7,9**	**5,5**	**4,1**	**3,0**
P/E	23,4	23,5	26,3	21,2	ns	8,0	6,2	4,9
P/B	9,6	4,1	4,0	2,5	2,4	2,4	1,8	1,3
P/CF	23,0	36,9	10,4	8,3	6,3	4,7	4,0	3,4
FCF yield après acquisitions (%)	**3,9%**	**-12,4%**	**-1,0%**	**-1,3%**	**6,1%**	**10,8%**	**5,8%**	**6,9%**
Données par action (€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Bnpa	1,1	0,7	0,5	0,5	0,0	1,2	1,6	2,0
Book value/action	**2,6**	**3,9**	**3,6**	**3,9**	**3,1**	**4,1**	**5,6**	**7,4**



Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

Système de recommandations :

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

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à +15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre +5% et +15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre -5% et -15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à -15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital…), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur..

Historique de recommandations :
Achat : Depuis le 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


Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

“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.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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