

À : Cabinet Crowe HAF  
Monsieur Olivier Grivillers  
85 rue Edouard Vaillant  
92300 Levallois-Perret  
[olivier.grivillers@crowe-haf.fr](mailto:olivier.grivillers@crowe-haf.fr)

Copie à l'Autorité des Marchés Financiers  
17, place de la Bourse  
75082 Paris Cedex 02  
[contactopa@amf-france.org](mailto:contactopa@amf-france.org)

**Objet** : valorisation de la société Lexibook dans le cadre du projet d'OPRO de Doodle

Bonjour M. Grivillers,

Je vous écris au sujet du projet d'OPRO lancé par la société Doodle sur le capital de Lexibook au prix de 8.00€ par action.

Je conteste cette valorisation, qui sous-estime gravement la qualité et l'exécution historique de la société.

L'objet de ce courrier est de mettre en lumière les solides atouts de la société Lexibook et en quoi ils ont contribué au succès de celle-ci. La bonne compréhension des avantages concurrentiels est essentielle pour proposer une valorisation équitable qui reflète ces caractéristiques.

Je voudrais vous apporter ci-dessous les éléments suivants, qui permettent de mettre en valeur les qualités de la société :

1. Le basculement vers le modèle BtoC en ligne (Amazon) et le développement de nouveaux marchés
2. Sa communication « trompeuse », ou a minima tronquée et répétée, juste avant le lancement d'une première OPA
3. L'asymétrie sur la détention d'information
4. L'asymétrie d'information
5. Les rémunérations des mandataires sociaux, en très forte augmentation sur les derniers exercices et actuellement situées très largement au-delà de celles de sociétés de tailles comparables.

J'attire particulièrement votre attention sur le discours chroniquement pessimiste des communiqués de presse, qui contraste avec d'excellents résultats battant de nouveaux records année après année. De plus, je montre en quoi le management a eu une attitude non alignée avec les minoritaires.

Il vous appartient, en tant qu'expert indépendant, de faire la part des choses et de n'apprécier que les résultats concrets, dans le but de proposer une valorisation équitable pour tous les actionnaires.

## Table des matières

Introduction .....	3
Comprendre la stratégie digitale B to C Amazon.....	4
Évolution du CA Amazon .....	4
Hausse de la marge brute et du catalogue produit.....	6
Investissement marketing.....	7
Analyse du marché américain .....	12
Scalabilité du modèle asset light permettant une croissance forte .....	17
Historique financier récent.....	20
Rentabilité.....	21
Désalignement croissant des mandataires vis-à-vis des autres actionnaires minoritaires.....	23
Communication « tronquée » (ou trompeuse) sur des résultats semestriels 2025/09 .....	23
Asymétrie d'information sur le carnet de commandes.....	26
Rémunérations des mandataires.....	27
Risque Licence .....	28
Risque marge brute .....	35
Hypothèses business plan .....	36
Valorisation DCF.....	41
Détermination du coût du capital .....	41
Résultats .....	42
Conclusion .....	43

## Introduction

Il est très important de comprendre le fonctionnement d'une société avant d'essayer de proposer une valorisation. Je voudrais d'abord expliquer le nouveau modèle de ventes digitales B to C que Lexibook a implémenté depuis 2020 et en quoi il a contribué à une explosion de la croissance et de la rentabilité sur leur marché historique européen...

Dans un second temps, j'aborderai l'opportunité exceptionnelle que Lexibook a sur le marché américain.

Ensuite, je mettrai en évidence le décalage croissant de l'alignement des mandataires avec le reste des actionnaires minoritaires, et comment ils s'efforcent de peindre un tableau volontairement pessimiste en mettant l'accent sur des risques opérationnels courants de la société, malgré des résultats et une croissance record sur les dernières années.

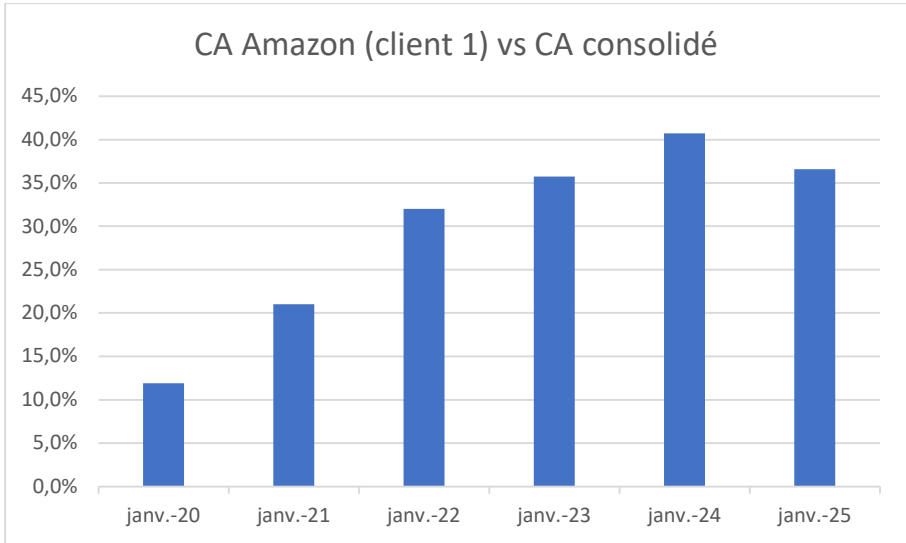
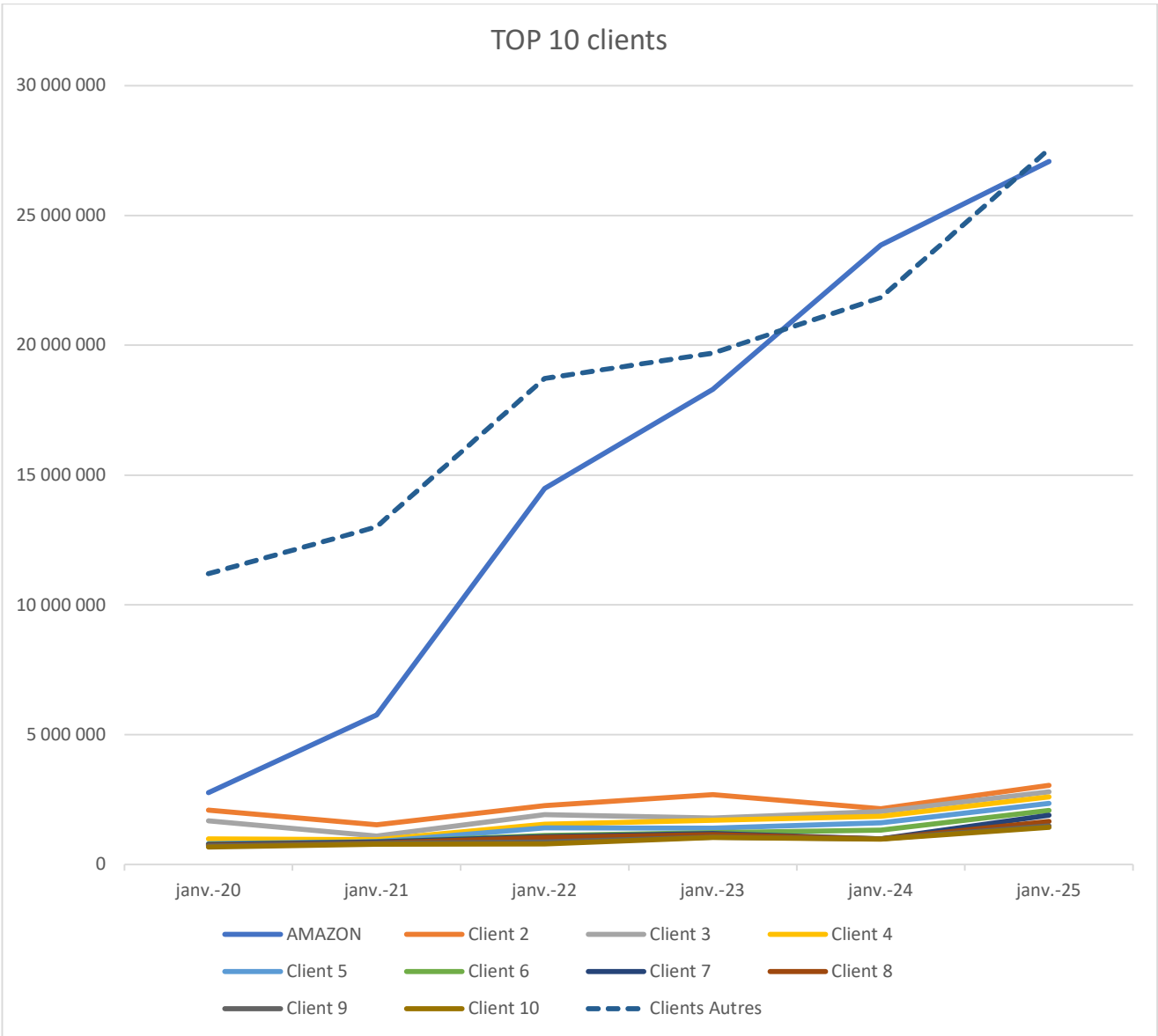
Enfin, je proposerai mon modèle de business plan détaillé, qui s'inscrit dans la continuité des excellents résultats récents, et je présenterai une analyse par flux de trésorerie actualisés.

# Comprendre la stratégie digitale B to C Amazon

## Évolution du CA Amazon

	<b>AU 31/03/25</b>			
	<b>CA HT</b>	<b>% CA</b>	<b>CA CUMULE</b>	<b>CA % CUMULE</b>
Client 1	27 085 547	36,60%	27 085 547	36,60%
Client 2	3 043 922	4,11%	30 129 470	40,71%
Client 3	2 798 951	3,78%	32 928 421	44,49%
Client 4	2 605 372	3,52%	35 533 793	48,01%
Client 5	2 358 320	3,19%	37 892 114	51,20%
Client 6	2 080 650	2,81%	39 972 764	54,01%
Client 7	1 902 987	2,57%	41 875 751	56,58%
Client 8	1 663 425	2,25%	43 539 176	58,83%
Client 9	1 484 651	2,01%	45 023 827	60,83%
Client 10	1 436 301	1,94%	46 460 128	62,77%
Clients Autres	27 551 618	37,23%	74 011 747	100,00%
<b>TOTAL</b>	<b>74 011 747</b>	<b>100,00%</b>	<b>74 011 747</b>	<b>100,00%</b>

Lexibook a réalisé 36.6% de ses ventes sur Amazon sur l'exercice 2025/03. En retraçant le CA par client, on peut établir la croissance des ventes sur la plateforme Amazon.



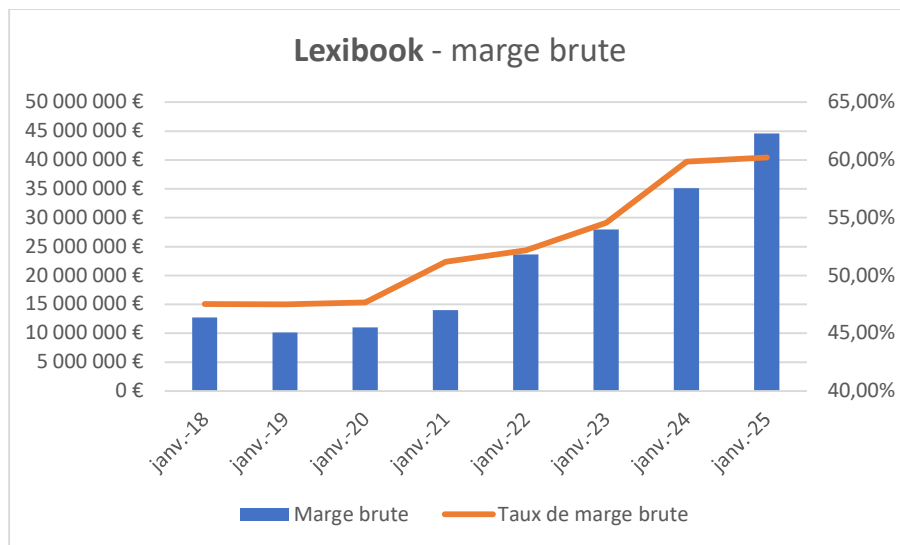
Les ventes sur Amazon ont progressé de 2.763k€ en 2020 à 27.085k€ en 2025, soit une multiplication par 10 en seulement 5 ans, ce qui représente **une augmentation annuelle composée de 58% sur 5 ans.**

Les ventes sur Amazon représentent aujourd'hui entre 36% et 40% des ventes du groupe et représentent le principal axe de croissance de la société.

## Hausse de la marge brute et du catalogue produit

Lexibook a amorcé en 2020 les ventes directes aux consommateurs via internet, majoritairement sur Amazon. Ce canal de vente présente deux avantages majeurs par rapport au modèle historique B to B to C :

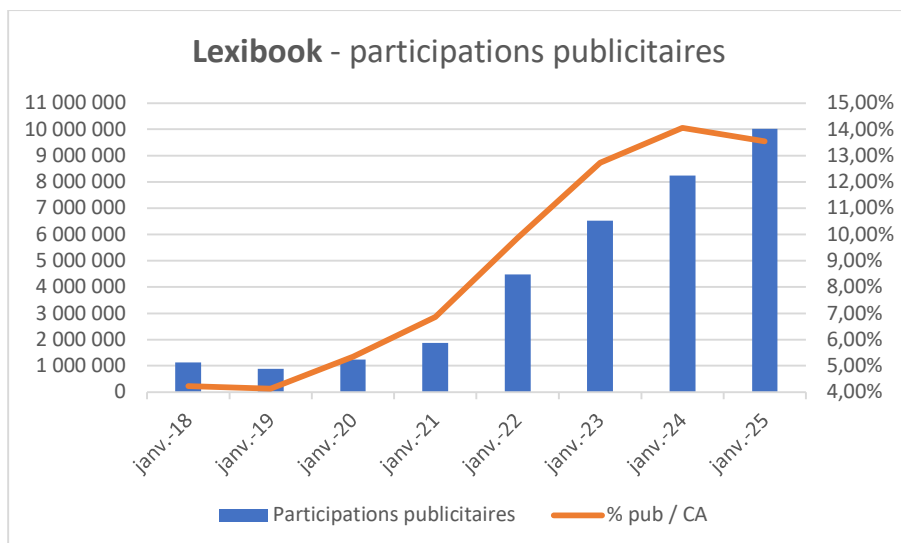
- il permet d'internaliser la marge du distributeur
- il permet d'élargir l'offre produits : un distributeur a des contraintes de taille dans ses rayons et doit faire des choix dans ses achats, alors que Lexibook peut proposer l'ensemble de ses produits sur des plateformes digitales permettant de générer des ventes additionnelles n'étaient pas possibles lorsque les produits n'étaient pas présentés en magasins distributeurs.



La marge brute a connu une inflexion positive dès la mise en place de cette stratégie. **Le taux de marge brute est monté de 47.5% à 60.2% soit une augmentation de 1270 bp.**

Allié à la croissance du chiffre d'affaires, la marge brute est montée de 11057k€ en 2020 à 44556k€ en 2025, soit **une augmentation composée de la marge brute de +26%/an sur 5 ans.**

## Investissement marketing






Lexibook a fortement investi en dépenses publicitaires afin de promouvoir ses ventes. L'essentiel de cet effort marketing a été naturellement investi sur Amazon.

Le taux d'effort commercial est passé de 4.13% du CA en 2019 à 14.06% en 2024.

Alors que les règles comptables classifient de manière très conservatrice ces dépenses comme une charge entièrement imputée sur l'exercice en cours, ces efforts marketing génèrent un effet bénéfique dans le temps et permettent de construire l'image de marque de la société.

De manière plus spécifique, cet effet marketing latent est beaucoup plus marqué sur la plateforme Amazon : chaque vente sur Amazon génère un avis client potentiel. L'accumulation d'avis clients permet à la fois de donner confiance au client dans les produits Lexibook. L'algorithme Amazon met aussi en avant de manière passive (ie sans investissement en publicité Amazon) ses meilleures ventes historiques ce qui profite aux produits best-seller de Lexibook.

A titre illustratif, tapant la recherche « radio-réveils » sur Amazon France, on voit que les produits Lexibook ressortent à la fois comme « n°1 des ventes » ET « Aucune Offre mise en avant ». Cela signifie que les **produits Lexibook restent des « best Sellers » sans besoin publicitaire dans le temps.**

<p><b>N°1 des ventes</b></p>  <p>Lexibook, Disney Stitch, Réveil veilleuse Stitch, Personnage Lumineux, Choix de 6 alarmes, 6 Effets sonores, Ecran LCD rétro-...</p> <p>4,6 ★★★★★ (17,7 k)</p> <p>Plus de 100 achetés au cours du mois dernier</p> <p>Voir les options</p> <p>Aucune offre mise en avant</p> <p>24,49 € (35 offres de produits d'occasion et neufs)</p>	<p><b>N°1 des ventes</b> dans Radios-réveils</p>  <p>Lexibook, Super Mario, Réveil veilleuse Mario, Personnage Lumineux, Choix de 6 alarmes, 6 Effets sonores, Horloge, Réveil pou...</p> <p><b>Les mieux notés</b></p> <p>4,6 ★★★★★ (17,7 k)</p> <p>Plus de 50 achetés au cours du mois dernier</p> <p>Voir les options</p> <p>Aucune offre mise en avant</p> <p>23,29 € (38 offres de produits d'occasion et neufs)</p>	<p><b>Choix d'Amazon</b></p>  <p>Lexibook - Réveil Veilleuse Spider-Man pour Enfant Spiderman Lumineux Effets sonores Marvel Horloge Réveil Garçons Superhéros...</p> <p>4,4 ★★★★★ (98)</p> <p>29<sup>00</sup> € <small>Conseillé : 34,99€</small></p> <p>Livraison GRATUITE sam. 20 juin dès 45 € d'achats expédiés par Amazon</p> <p>Ou Les membres Prime bénéficient de la livraison accélérée <b>demain 18 juin</b></p> <p>Il ne reste plus que 11 exemplaire(s) en stock (d'autres exemplaires sont en cours d'acheminement).</p> <p>Ajouter au panier</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Ce phénomène de taille est clairement visible sur la plateforme Amazon. Les produits Lexibook se situent parmi les produits ayant le plus d'avis clients.

Tout argument de décote de taille n'est donc pas recevable. Au contraire, Lexibook a une position dominante sur sa niche et mérite une prime de marché. L'historique de la croissance récente de la société est là pour justifier de cette prime de valorisation.

Par ailleurs, un point tout particulier est à souligner sur la plateforme amazon :

- Amazon est une plateforme mondiale présente dans la majorité des pays
- A travers la traduction automatique, Amazon mutualise ses avis clients mondiaux sur toutes ses plateformes

Cela signifie que Lexibook est en position de force pour s'implanter dans tout nouveau pays qu'il juge stratégique via la plateforme Amazon.

C'est ainsi que Lexibook a entrepris en 2023 de s'implanter aux États-Unis ; c'est également la raison pour laquelle elle a choisi de s'associer à un partenaire américain en mesure d'apporter un soutien local auprès des grands distributeurs ou d'éventuelles autres synergies logistiques.

**L'agrégation mondiale des avis clients Amazon permet à Lexibook de bénéficier de conditions extrêmement favorables pour se développer sur cette plateforme aux États-Unis**

A titre illustratif, j'ai effectué la même recherche « réveil enfant » sur le site américain amazon.com Recherche : « child alarm clock »


- Résultats (<https://www.amazon.com/s?k=child+alarm+clock>),

Il y a une multitude de produits proposés sur le site amazon et il n'est pas possible de copier / coller ici le résultats exhaustif de la recherche.

J'expose ici un travail de synthèse sur cette recherche sur les 5 produits avec le plus grand nombre d'avis clients :

produit	avis	notes	commentaires
<a href="#">amazon basics</a>	31400	4,5	non enfant
<a href="#">littlehippo</a>	19700	4,3	sponsorisé
<a href="#">lexibook unicorn digital alarm</a>	8100	4,4	naturel
<a href="#">topski loud alarm</a>	4200	4,4	
<a href="#">ok to wake clock for kids</a>	4200	4,5	

- Le réveil Lexibook se classe déjà dans le top 5 du nombre d'avis clients avec une notation comparable aux autres best sellers historiques locaux.
- Lexibook bénéficie d'avis clients favorables en ligne avec les autres produits du top 5
- En eximant les produits, il convient de ne considérer que les produits vraiment comparables
  - o le produit ayant le plus d'avis client est « amazon basics digital oval alarm clock » n'a pas vraiment le design d'un produit pour enfant et a probablement été inclus par la plateforme pour promouvoir ses produits. Il est donc pas comparable.



Amazon Basics Small Digital Oval Alarm Clock with LED Display, Nightlight, Snooze Function & Battery Backup, Black, 4.5 x 3.5 x 2....

4.5 ★★★★★ (31.4K)  
10K+ bought in past month

EUR **8**71

EUR 29.07 delivery **Thu, Jun 25**  
Ships to Malta

[Add to cart](#)

More Buying Choices  
EUR 7.76 (2+ used & new offers)

- Le produit ayant le second nombre d'avis client est « LittleHippo Mella » utilise le système de publicité amazon (« sponsored ») et ne peut pas être comparé avec les autres produits qui ne payent pas de publicité à la plateforme

Ainsi, en focalisant la recherche sur les produits « sans publicité amazon » et « avec le design enfant recherché », le réveil Lexibook apparait déjà comme #1 sur le nombre d'avis clients sur le site Amazon USA.. alors que Lexibook n'est encore qu'au tout début de son implantation dans le pays.

Le potentiel de ventes aux Etats-Unis est à mettre en relation avec la taille du marché qui représente 1.3x la taille du marché européen.

*Lexibook possède des milliers de références produits et il n'est pas possible de proposer une analyse individuelle pour chaque d'entre eux. Par ailleurs, les mots clefs recherchés peuvent modifier le résultat de la recherche.*

*Pour autant, cette recherche a le mérite de montrer le fonctionnement de la plateforme Amazon et en quoi, Lexibook, possède un avantage majeur sur ses références produits.*

## Conclusion

La globalisation des avis clients Amazon donne à Lexibook un avantage compétitif majeur : stimuler les ventes des produits tant sur le périmètre historique que sur les nouvelles zones géographiques.

L'effort marketing a été très fortement augmenté depuis les 3 dernières années rapporté au Chiffre d'affaires et pourra être progressivement réduit tout en conservant des ventes dynamiques.

Présenté autrement, les investissements marketing qui pèsent à court terme sur la rentabilité stimulent les ventes à moyen terme, bien après que la publicité ait été stoppée sur un produit donné.

Lexibook est en train de construire une image de marque, élément intangible qui n'est pas porté au bilan mais qui génère un rentabilité réelle à moyen terme. Ceci va constituer un avantage compétitif durable qui doit permettre à la société de poursuivre la croissance de ses ventes et s'implanter de manière profitable sur de nouveaux territoires.

## Analyse du marché américain

La note de 2024 du cabinet SORGEM qui a servi de base à la première offre publique d'achat mettait en évidence la taille du marché américain : cf page 25

D'un point de vue géographique, l'Amérique du Nord représente 35% du chiffre d'affaires, suivie par l'Asie avec 31%, et l'Europe avec 26%. Dans le détail, l'Europe a une taille de marché estimée à 30 milliards d'euros en 2024, qui devrait atteindre 32 milliards d'euros en 2028.

En d'autres termes, le marché américain est 35% supérieur (35% / 26%) au marché européen, où était réalisée la quasi-exclusivité des ventes avant l'amorce du développement aux États-Unis.

Lexibook a noué un accord avec un partenaire local, Lawrence Rosen LLC, vétéran de cette industrie, pour l'aider à se développer sur ce marché stratégique. Par ailleurs, ce partenaire est déjà entré au sein de la holding Doodle lors de la première OPA, signe qu'il était déjà convaincu du modèle Lexibook et de son potentiel sur le marché américain.

A terme, le marché américain représente une opportunité de marché gigantesque pour Lexibook. Ce marché devra représenter un deuxième moteur de croissance, en complément de l'essor des ventes digitales B to C sur Amazon.

La structure des distributeurs aux États-Unis est concentrée autour du top 3 : Walmart, Target et Costco. Il est très difficile d'y être référencé. Néanmoins, Lexibook avait réussi à être référencé chez Costco dès 2021. Cela représentait un succès majeur car la société n'était pas encore présente sur ce marché.

2020-2021 Lancement du Powerman Kid, le premier robot ludo-éducatif pour apprendre l'Anglais. Lancement des voitures radio-commandées Crosslander®, des premiers jeux scientifiques, des nouveaux ordinateurs éducatifs, et de l'écran TrioMax. **Référencement du Powerman chez Costco. Signature des licences Baby Shark avec Nickelodeon et Super Mario avec Nintendo.** Mise en place d'un Prêt Garanti par l'Etat de 2.18M€ sur 5 ans.

À la suite de ce succès, les dirigeants m'ont expliqué lors de conférences que ce succès commercial leur a donné une légitimité nouvelle sur ce marché stratégique. Les concurrents Target et Walmart commençaient à prendre très sérieusement en compte les produits Lexibook.

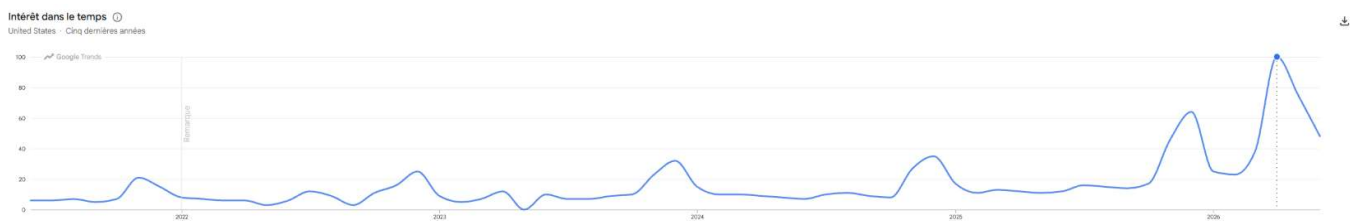
Autant il est difficile d'être référencé auprès d'un distributeur du top 3 américain, autant ce référencement ouvre des opportunités de marché énormes : 3 distributeurs dominants sur un marché total qui est 35% supérieur à l'ensemble du marché européen. Le succès commercial peut vraiment être fulgurant sur ce marché.

Les premiers chiffres sont très prometteurs. Le CA non Européen de Lexibook a explosé depuis 3 ans

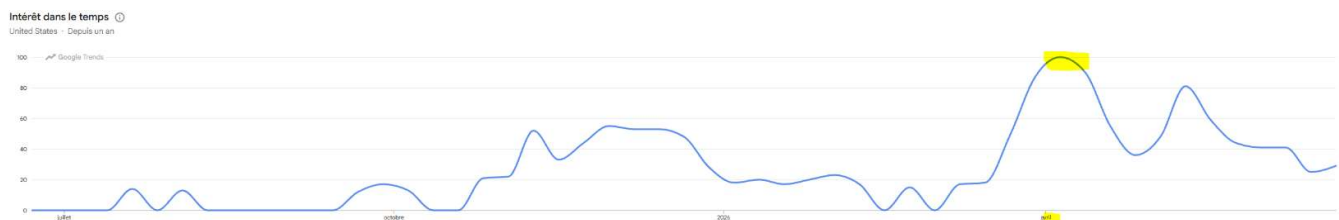
- 2023/09 : +69,9%
- 2024/09 : +93,5%
- 2025/09 : +63,2%

Ces chiffres sont corroborés avec la tendance de marché de la recherche « Lexibook » sur google trend (<https://trends.google.com/explore?q=lexibook&date=today%205-y&geo=US>)

Sur les 5 dernières années :



Sur les 12 derniers mois :



On peut noter que le point haut de notoriété web a été atteint début avril 2026, date du début du nouvel exercice fiscal. Ces indicateurs avancés ne sont pas toujours une corrélation directe avec les ventes à court terme mais cela est clairement un indicateur qualitatif de la progression avérée de la marque Lexibook aux États-Unis.

Les ventes non européennes ne représentent que 9.7M€ sur un CA monde de 74M€ sur l'exercice 2025/03, soit seulement 13% des ventes.

Considérant la taille du marché américain, les succès commerciaux de Lexibook, la présence d'un partenaire local via Lawrence Rosen LLC, il est raisonnable d'espérer encore une très forte croissance des ventes sur le

marché nord-américain, bien au-delà de la volatilité observée en 2025 à la suite des turbulences sur les droits de douane (qui ont été largement réduits depuis février 2026).

Au top 3 des distributeurs physiques aux États-Unis, il faut ajouter le leader de la vente en ligne, Amazon, où Lexibook possède déjà un avantage compétitif majeur via sa base d'avis clients.

Ainsi, même si la société n'a, pour l'instant, pas communiqué à ses actionnaires de nouveaux contrats importants aux États-Unis, Emmanuel Le Cottier, en charge du développement américain, semble particulièrement optimiste sur ses réalisations auprès de Walmart, comme en témoigne ce post récent sur LinkedIn



Source : [\(4\) Post | Feed | LinkedIn](#)

Lexibook a de nombreux atouts pour faire de son développement aux États-Unis une véritable success story à l'américaine. Il semble que Lexibook ait déjà noué des liens avec les acteurs les plus puissants du pays (Costco, Walmart, Amazon).

Enfin, je voudrais rappeler le modèle capex light de Lexibook, qui lui permet d'établir une filiale de distribution locale sans avoir besoin d'investissements significatifs. Toute la chaîne de production et de distribution reste sous-traitée. En somme, Lexibook dispose d'une option d'achat (call option) gigantesque sur le plus gros marché mondial, avec des risques opérationnels limités.

Ce modèle capex light est rappelé dans la liste des filiales, où la filiale américaine ne fait que de la distribution. Elle capitalise sur le réseau de production de la filiale de Hong Kong.

La filiale LEXIBOOK Hong Kong est au cœur de l'activité du Groupe. Cette filiale assure :

- le développement du Groupe par ses innovations. Pour cela, elle investit en matière de recherche/développement et emploie des ingénieurs de haut niveau ;
- le contrôle du processus de fabrication depuis le choix des usines et des outils de production, l'achat des composants et jusqu'au contrôle de la qualité des produits finis ;
- une contribution au chiffre d'affaires consolidé de 9.34 M€ au 31 mars 2025 contre 6.98 M€ au 31 mars 2024.

LEXIBOOK Iberica et LEXIBOOK USA sont des filiales de distribution qui permet au Groupe d'assurer son développement sur ces marchés en apportant aux détaillants la flexibilité d'une facturation en domestique.

Lexibook a par ailleurs participé au célèbre salon Consumer Electronic show de Las Vegas comme en témoigne ce post linkedin. La participation à ce type d'évènement montre clairement les ambitions américaines et mondiales de la société.



**Emmanuel Le Cottier** ✓ • 3rd+

LEXIBOOK Co founder

5mo • 🌐

+ Follow ...

Back in Las Vegas, first day at CES today! Our booth 56555 is full of great innovation, really exciting to present such a nice range.

LEXIBOOK is once again in advance with the best technology for kids!

#CES#lexibook#consumer electronics #artificial intelligence # licensed electronics #electronic learning



👍❤️🌐 154

13 comments · 5 reposts

## Scalabilité du modèle asset light permettant une croissance forte

Lexibook internalise uniquement la détention des licences et la conception de ses produits. **Toute la fabrication est sous-traitée, ce qui donne un modèle capex light extrêmement scalable** : les besoins en main d'œuvre et en investissements augmentent beaucoup moins vite que l'activité générée.

	31/03/2025	31/03/2024	31/03/2023	31/03/2022	31/03/2021	31/03/2020	31/03/2019	31/03/2018
CA	74 012	58 621	51 237	45 249	27 361	23 199	21 427	26 778
nb employés Lexibook SA	27	26	22	22	26	22	25	29

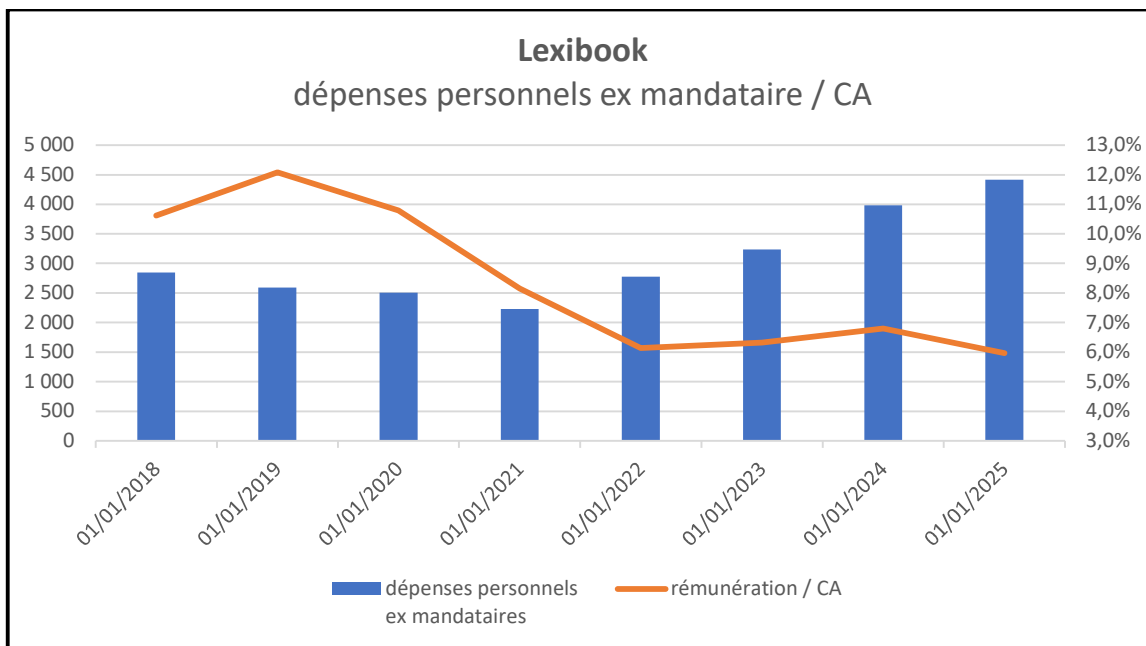
Le nombre d'employés de Lexibook SA a été stable entre 2018 et 2026 alors que le CA a presque triplé.

	31/03/2025	31/03/2024	31/03/2023	31/03/2022	31/03/2021	31/03/2020	31/03/2019	31/03/2018
Dépenses de personnel (k€)	6 713	6 185	4 965	4 474	3 283	3 466	3 551	3 806
dépenses Mandataires	2 295	2 201	1 728	1 697	1 053	962	961	962
dépenses personnels ex mandataires	4 418	3 984	3 237	2 777	2 230	2 504	2 590	2 844

Sur la période 2020-2025 :

- Les dépenses de personnel (hors mandataires) ont progressé de 76% (4418k€ vs 2504k€)
- Le chiffre d'affaires a progressé de 219% (74 012k€ vs 23 199k€)
- La marge brute a progressé de 303% (44 557k€ vs 11 057k€)

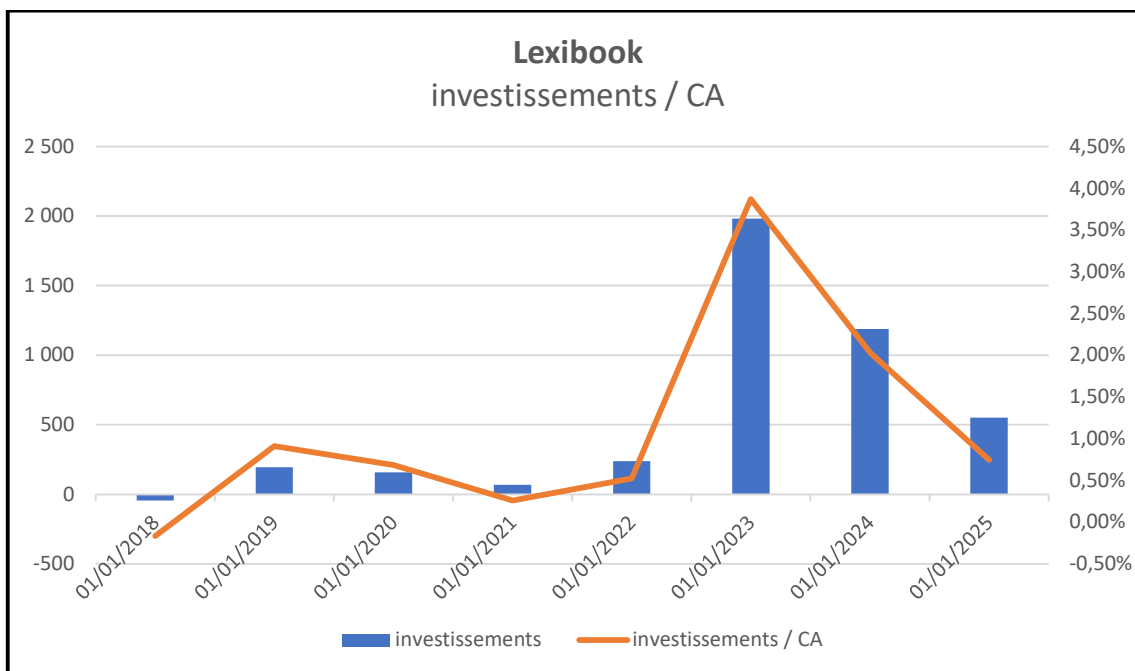
**Cela met en évidence la scalabilité du modèle sur la structure de coûts de personnel.**



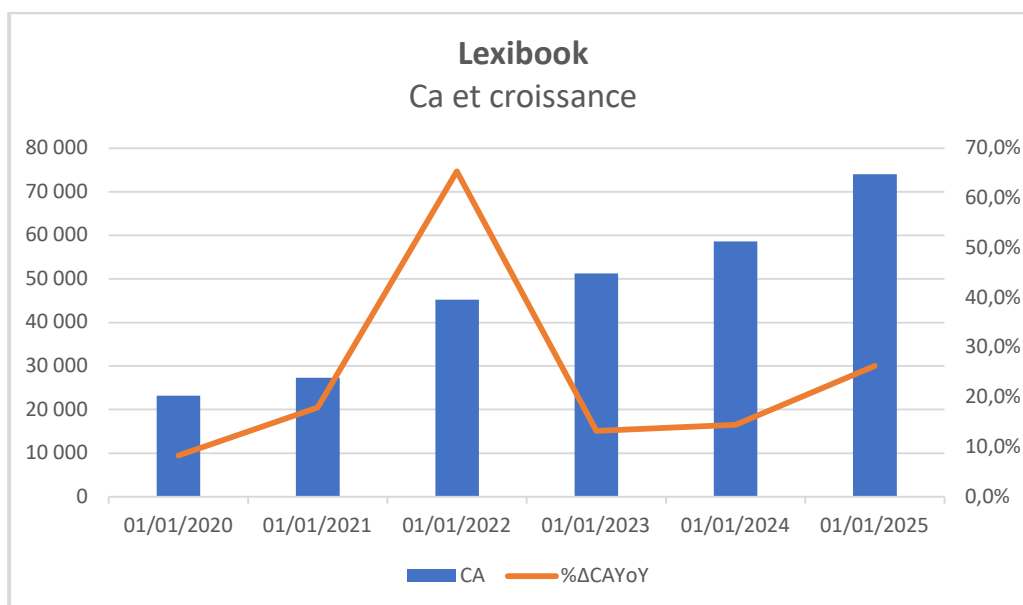
Les « dépenses de personnels retraitées des rémunérations des 3 mandataires sociaux » rapportées au chiffre d'affaires ont baissé d'environ 11-12% du CA avant 2020 à seulement 6% après l'implémentation du nouveau modèle BtoC à partir de 2020. **Ce nouveau modèle représente un gain de marge de 500 bp !**

	31/03/2025	31/03/2024	31/03/2023	31/03/2022	31/03/2021	31/03/2020	31/03/2019	31/03/2018
Marge Brute (k€)	44 557	35 086	27 951	23 612	14 004	11 057	10 175	12 726
marge brute (k€) par employé	1 650	1 349	1 271	1 073	539	503	407	439

La marge brute par employé a été multipliée par 4x entre 2025 et 2019 pour atteindre 1650k€ par employé.



Sans usine à supporter et avec un périmètre de bureaux restreint, les investissements se limitent quasi entièrement au renouvellement des licences sur des cycles de 3 ans. La hausse des investissements en licences, représentant en moyenne 2% du CA sur les 3 derniers exercices, est en partie explicable par l'essor de ces ventes (ie mix de vente sur produits sous licence augmente). Ce taux d'investissement est à mettre en perspective avec la « marge 4 net retraitée » présentée par la société, qui s'établit proche des 40%. En somme, les dépenses d'investissements sont négligeables.



Ces besoins en capitaux limités permettent une croissance extrêmement rapide et pérenne. Il est à noter que la société a eu la capacité d'accroître de 65% son chiffre d'affaires de manière totalement organique en 2022. Ceci n'aurait jamais été possible si la société avait dû fabriquer elle-même ses produits.

Ce modèle capex light permet de débrider la croissance potentielle. C'est la raison pour laquelle la société a naturellement réinvesti massivement en dépenses publicitaires pour promouvoir ses ventes.

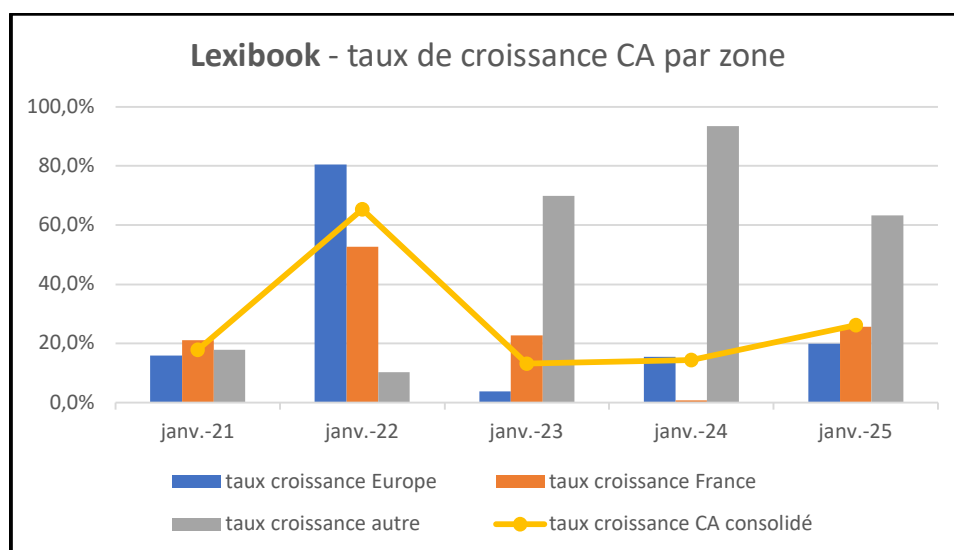
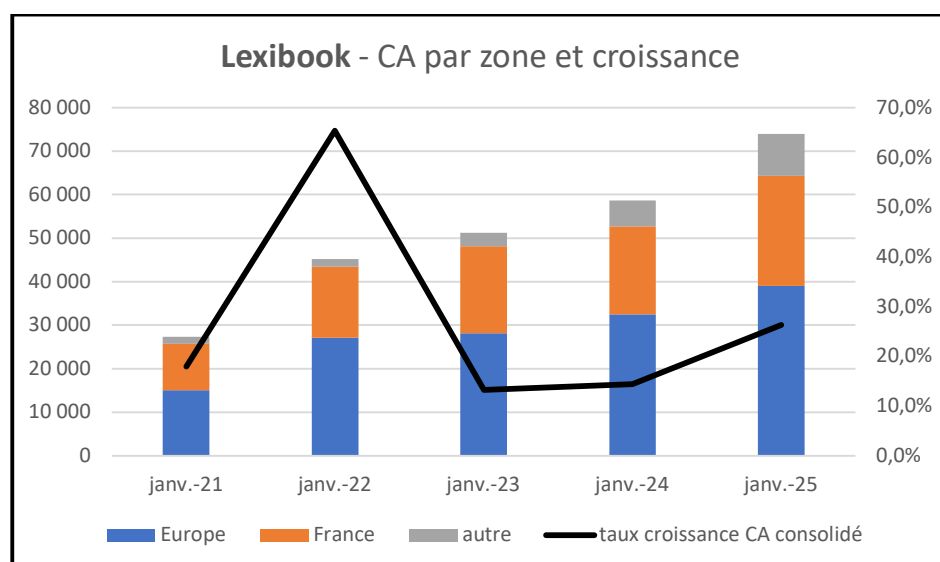
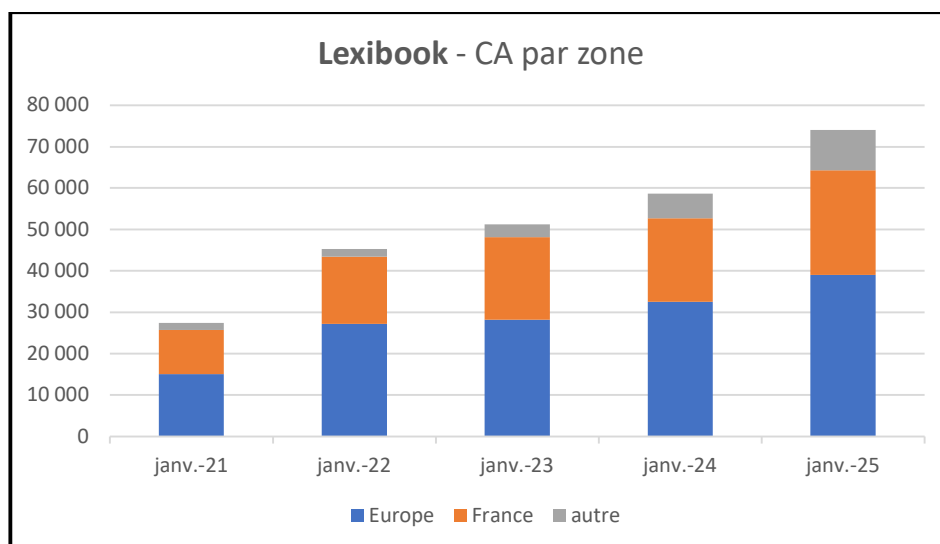
Le fait que les ventes sur Amazon génèrent des avis clients procurant un avantage compétitif majeur sur le temps long n'est qu'un bonus sur un business model déjà très rentable et « scalable ».

### Conclusion

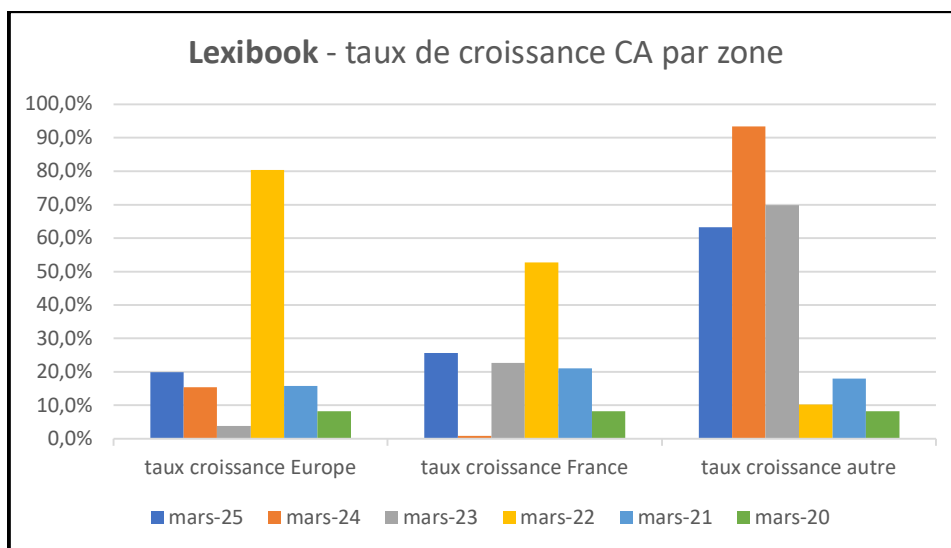
Le modèle capex light de la société permet une croissance débridée ainsi que de limiter les risques sur les coûts fixes et les aléas sur les retours sur investissement. Ce modèle est intrinsèquement plus rentable dès qu'il atteint la taille critique.

Lexibook est parvenue à afficher une forte croissance de ses ventes depuis le basculement vers le B to C digital, ce qui lui a permis d'établir une excellente rentabilité.

## Historique financier récent



Note : les indications « janvier-21 » font référence à l'exercice se terminant fin mars 2021



La décomposition du CA par zone met en avant 2 éléments :

1. L'exercice 2022/03 a été exceptionnel avec une croissance de 65%. Ceci est attribuable aux premiers effets tangibles du basculement vers le modèle vente digitale B to C et probablement à un effet covid qui a été favorable pour beaucoup de ventes discrétionnaires. Malgré cet effet de base exceptionnel, Lexibook est parvenue à maintenir une légère croissance de ses ventes en 2024, pour ensuite réaccélérer sur le dernier exercice +20% zone Europe et +26% zone France. Lexibook parvient toujours à croître sur son marché historique.

La société ne peut pas être considérée comme une valeur cyclique mais comme une société de croissance capex light disposant de perspectives de croissance solides.

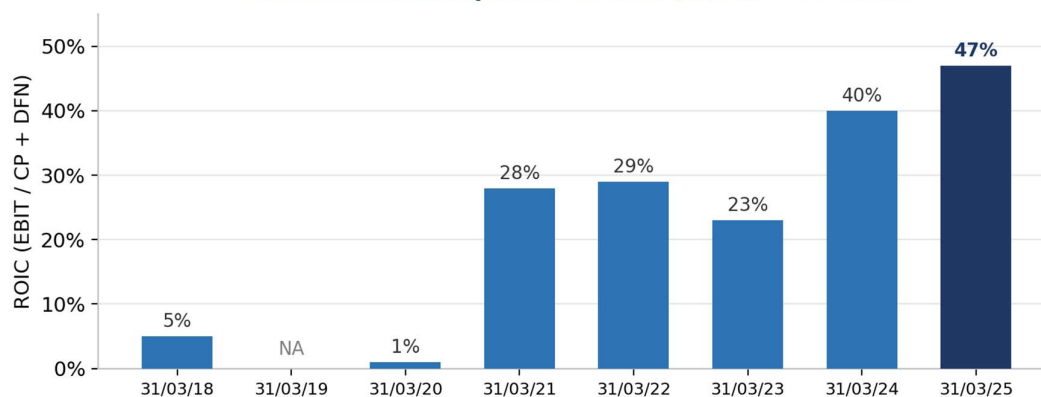
2. La croissance de la zone « autre » représentant les zones hors d'Europe a amorcé une accélération à partir de 2023, qui s'est poursuivie sur les exercices 2024 et 2025. La croissance annuelle moyenne et composée sur cette zone a été de 75.5%. Le détail des ventes par pays n'est pas précisé mais l'essentiel doit être réalisé sur le marché américain, où Lexibook vient à peine de s'implanter et qui représente pour la société un marché adressable gigantesque par rapport à son périmètre historique axé sur la France et l'Europe.

Le CA « autre » représente déjà 13.12% du total des ventes du groupe. Considérant l'étendue du marché américain, le CA réalisé sur cette zone « pourrait à terme » représenter plus de la moitié des revenus de la société.

## Rentabilité

	31/03/2025	31/03/2024	31/03/2023	31/03/2022	31/03/2021	31/03/2020	31/03/2019	31/03/2018
CP	24 399	16 996	11 947	8 981	5 164	3 602	2 308	3 282
Dette financière nette	-7 147	-2 042	6 413	6 041	2 695	4 298	9 145	6 878
<b>Capitaux investis (CP + DFN)</b>	<b>17 252</b>	<b>14 954</b>	<b>18 360</b>	<b>15 022</b>	<b>7 859</b>	<b>7 900</b>	<b>11 453</b>	<b>10 160</b>
résultat opérationnel	8 098	5 951	4 251	4 337	2 236	114	-839	536
<b>ROIC (EBIT / CP + DFN)</b>	<b>47%</b>	<b>40%</b>	<b>23%</b>	<b>29%</b>	<b>28%</b>	<b>1%</b>	<b>NA</b>	<b>5%</b>

### Rentabilité des capitaux investis (ROIC) – Lexibook



Cette rentabilité crescendo se retrouve naturellement dans le retour sur capital investi en constante augmentation et qui a récemment atteint des niveaux extrêmement élevés, plaçant la rentabilité de la société dans le premier décile des sociétés cotées sur Euronext. Ce niveau de rentabilité implique que la société doit coter avec une prime et non une décote comme proposé dans la première OPA à 4,0€.

## Désalignement croissant des mandataires vis-à-vis des autres actionnaires minoritaires

Les excellents résultats enregistrés depuis plusieurs années sont le reflet de l'inflexion stratégique et de l'exécution brillamment menée par les mandataires sociaux de la société. Pour autant, quelques éléments laissent penser que l'alignement avec le reste des actionnaires a tendance à diverger de plus en plus, dans le mauvais sens.

La société a généré une croissance extrêmement forte de tous ses agrégats financiers depuis l'amorce du modèle B to C digital en 2020 mais, historiquement, les mandataires ont fait preuve d'une extrême retenue dans leurs perspectives. Bien qu'ils indiquaient s'attendre globalement à une croissance, ils n'ont jamais donné d'indications chiffrées et ont, au contraire, rappelé à chaque communiqué tous les risques inhérents à leur business model. Ce ton parfois alarmiste, en dépit de résultats excellents, a clairement pesé sur le moral des investisseurs, qui ont été effrayés par ce double discours : « bons chiffres MAIS attention risque 1, attention risque 2, attention risque 3 etc .. ».

Il appartient à chaque investisseur de se faire son opinion sur les risques potentiels d'une société mais un ton résolument pessimiste des communiqués financiers est un élément clairement négatif qui pèse sur la cours de bourse de la société.

### Communication « tronquée » (ou trompeuse) sur des résultats semestriels 2025/09

Le management a choisi d'imputer l'attribution de ses bonus sur le S1 2025/09, provoquant une baisse des résultats semestriels, qui représentent la dernière publication financière de la société.

**CHIFFRE D'AFFAIRES LEXIBOOK S1 2025-26 : 30.4M€ VS 24.6M€ (+5.8M€, +23.6%). RESULTAT D'EXPLOITATION EN BAISSSE A 2.3M€ (-130K€ vs S1 24-25) EN RAISON D'UNE BAISSSE DU TAUX DE MARGE BRUTE DE 0.8POINT, D'UNE HAUSSE DES DEPENSES DE PERSONNEL (+1.0M€) ET D'UNE HAUSSE DES CHARGES DE ROYAUTES (+1.1M€). RESULTAT NET EN RETRAIT DE 21% à +1.9M€ VS +2.5M€ EN 24-25.**

Les coûts opérationnels ont aussi progressé de 3.3M€ (défavorable). Cette hausse des coûts trouve essentiellement sa source dans la hausse des charges de personnel (nouvelle embauche et reconnaissance des bonus pour un total de 817 K€ charges comprises) et dans l'augmentation de 1.1M€ des charges de royalties.

Le résultat d'exploitation ressort ainsi à 2.3M€, en retrait de 130K€, soit une baisse de 5.3%.

La hausse des dépenses de personnel est liée exclusivement au **provisionnement anticipé des bonus** que le management s'est accordé au S1 alors qu'il était traditionnellement reconnu à la fin de l'exercice. Le changement de cette pratique n'a pas été correctement expliqué dans le communiqué. Il est simplement fait mention de « reconnaissance des bonus » sans rappeler que cela ne devrait pas avoir d'impact en base annuelle. Cette communication « a minima floue » témoigne d'une volonté de masquer l'excellente performance opérationnelle de la société au premier semestre.

## Note 24 – Transactions avec les parties liées

Les comptes consolidés incluent des opérations effectuées par le Groupe dans le cadre normal de ses activités avec des sociétés non consolidées. Les transactions se font au prix du marché.

### 24.1 Achats et ventes de biens et services

En €	30/09/2025	30/09/2024
Locations	69 000	69 000
Charges locatives	12 000	12 000
Prestations	438 750	
<b>Total</b>	<b>519 750</b>	<b>81 000</b>

### 24.2 Rémunération des mandataires sociaux

Rémunérations payées en €	30/09/2025	30/09/2024
Avantages à court terme partie fixe	200 000	141 500
Avantages à court terme partie variable	1 100 000	1 200 000
Avantages postérieurs à l'emploi		
Autres avantages à long terme	18 774	18 774
Indemnités de fin de contrat de travail		
paiements en action		
<b>Total</b>	<b>1 318 774</b>	<b>1 360 274</b>

Rémunérations provisionnées en €	30/09/2025	30/09/2024
Rep Provision Av à court terme partie variable N-1	-1 100 000	-1 200 000
Provision Av à court terme partie variable N (6/12)	1 175 000	600 000
<b>Total</b>	<b>75 000</b>	<b>-600 000</b>

En charge en €	1 393 774	760 274
----------------	-----------	---------

Par ailleurs, des prestations complémentaires exceptionnelles de 438 750€ ont été facturées à la société Lexibook par des parties liées, sans explications ni justifications particulières.

En retraitant ces 2 dépenses, le résultat opérationnel aurait été amélioré de près de 1250k€ ! L'ampleur de ces « ajustements » est à rapporter aux résultats opérationnels publiés

<i>En milliers d'euros - Données non auditées</i>	<b>S1 2025/26</b>	<b>S1 2024/25</b>	<b>Variation</b>	<b>Variation en %</b>
Chiffre d'affaires	30 406	24 605	5 801	+24%
Marge brute*	18 257	14 961	3 296	+22%
<i>Marge brute en % du chiffre d'affaires</i>	60.0%	60.8%		-0.8pb
Coûts opérationnels	-15 925	-12 499	-3 426	+27%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>2 332</b>	<b>2 462</b>	<b>-130</b>	<b>-5%</b>
<i>Résultat d'exploitation en % du chiffre d'affaires</i>	7.67%	10.0%		-2.3pb
Résultat financier	-232	85	-317	-373%
Impôt	-165	-97	-68	+71%
Résultat Net	1 935	2 450	-515	-21%

A titre informatif, il est aussi intéressant de rappeler que les mandataires avaient réalisé la « même anticipation des bonus annuels » sur le S1 2024 à fin septembre 2023, juste avant de lancer leur première offre publique.

## 24.2 Rémunération des mandataires sociaux

<b>Rémunération en €</b>	<b>30/09/2023</b>	<b>30/09/2022</b>
Avantages à court terme partie fixe	141 500	141 500
<b>Avantages à court terme partie variable</b>	<b>700 000</b>	
Avantages postérieurs à l'emploi		
Autres avantages à long terme	18 774	18 774
Indemnités de fin de contrat de travail		
paiements en action		
<b>Total</b>	<b>860 274</b>	<b>160 274</b>

La manipulation semble aller encore plus loin lorsqu'on analyse les résultats semestriels 2024/09, où les rémunérations provisionnées et payées sont agrégées et où aucun retraitement de provision n'est réalisé.

## 24.2 Rémunération des mandataires sociaux

Rémunération en €	30/09/2024	30/09/2023
Avantages à court terme partie fixe payés	141 500	141 500
Avantages à court terme partie variable payés	1 200 000	700 000
Avantages à court terme partie variable provisionnés	600 000	
Avantages postérieurs à l'emploi		
Autres avantages à long terme	18 774	18 774
Indemnités de fin de contrat de travail paiements en action		
Total	1 960 274	860 274

Les mandataires semblent être très habitués à instaurer l'opacité et la complexité afin de brouiller la lecture de la performance économique de la société.

**Cette attitude est renforcée par les nombreux risques opérationnels qui sont rappelés dans chaque communiqué. L'empilement de ces éléments semble relever d'une stratégie délibérée des mandataires pour décourager tout investisseur potentiel et maintenir une valorisation au rabais.**

### Asymétrie d'information sur le carnet de commandes

Lexibook réalise la moitié de ses ventes annuelles sur la période de Noël. Le modèle de vente est un processus long

1. Discussion nouvelles licences annuelles,
2. Développement R&D nouveaux produits saisonnier,
3. Choix des sous-traitants
4. Présentation salon et contact client distributeurs,
- 5. Référencement clients**
- 6. Commandes clients**
7. Fabrication
8. Qualité
9. Envoi maritime,
10. Distribution locale client final

Le référencement clients intervient très en amont (plusieurs trimestres, voire plusieurs années) et les commandes fermes des clients sont passées plusieurs mois avant la période de Noël. Ainsi, les mandataires doivent avoir une certaine visibilité sur leurs ventes lors de cette période cruciale. Il reste évidemment toujours une part de risque divers (macro, politique, etc.) mais les grandes tendances doivent déjà être connues plusieurs mois à l'avance.

**Pourtant, les résultats publiés année après année sont systématiquement supérieurs aux estimations « ternes » affichées par la direction. Faut-il y voir là une volonté délibérée de masquer les excellentes perspectives et de ne pas communiquer de manière plus transparente les réalisations de la société ?**

## Rémunérations des mandataires

### La rémunération des mandataires sociaux est en constante augmentation

dépenses mandataires	31/03/2025	31/03/2024	31/03/2023	31/03/2022	31/03/2021	31/03/2020	31/03/2019	31/03/2018
LE COTTIER Aymeric	791 431 €	761 444 €	510 400 €	510 303 €	202 185 €	158 798 €	158 436 €	159 029 €
LE COTTIER Emmanuel	791 431 €	761 444 €	541 000 €	510 213 €	202 275 €	158 798 €	158 436 €	159 029 €
LE COTTIER Luc	76 000 €	42 000 €	40 000 €	40 000 €	12 000 €	7 800 €	7 800 €	7 800 €
<b>TOTAL rémunérations versées mandataires</b>	<b>1 658 862 €</b>	<b>1 564 888 €</b>	<b>1 091 400 €</b>	<b>1 060 516 €</b>	<b>416 460 €</b>	<b>325 396 €</b>	<b>324 672 €</b>	<b>325 858 €</b>
charges patronales 40%	636 600 €	636 600 €	636 600 €	636 600 €	636 600 €	636 600 €	636 600 €	636 600 €
<b>dépenses pour la société (taux charges patronales 40%)</b>	<b>2 295 462 €</b>	<b>2 201 488 €</b>	<b>1 728 000 €</b>	<b>1 697 116 €</b>	<b>1 053 060 €</b>	<b>961 996 €</b>	<b>961 272 €</b>	<b>962 458 €</b>
<i>variation annuelle</i>	4,3%	27,4%	1,8%	61,2%	9,5%	0,1%	-0,1%	

Les rémunérations des mandataires ont très sensiblement augmenté depuis 2020. Elles ont été multipliées par 5 entre 2020 et 2025, soit en seulement 5 ans, pour atteindre 1658k€ sur l'exercice 2025/03.

Par ailleurs, il faut rajouter les cotisations patronales sur ces rémunérations versées. Ces charges complémentaires ne sont pas précisées dans les rapports financiers mais peuvent être à peu près estimées à 40% pour des salariés français.

Le management a l'habitude de revoir très régulièrement sa grille de bonus.

### 2022

Dans ces conditions, le Conseil de Surveillance, en sa séance du 8 octobre 2021, a décidé, compte tenu de l'ampleur du travail fourni et des résultats obtenus, de revoir la rémunération variable des membres du Directoire, ainsi :

- ✓ Résultat net inférieur à 1.000.000 d'Euros : aucune rémunération
- ✓ Résultat supérieur à 1.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 10.000 €
- ✓ Résultat supérieur à 1.500.000 d'Euros : versement d'une prime de 40.000 € en sus du précédent plancher

- ✓ Résultat supérieur à 2.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 100.000 €
- ✓ Résultat supérieur à 2.500.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 150.000 €
- ✓ Résultat supérieur à 3.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 200.000 €
- ✓ Résultat supérieur à 3.500.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 250.000 €
- ✓ Résultat supérieur à 4.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 100.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 350.000 €,

et ce pour chacun des membres du Directoire.

C'est dans ces conditions que le Conseil de Surveillance, en ses séances des 8 octobre 2021 et 16 septembre 2022, a décidé, compte-tenu de l'ampleur du travail fourni et des résultats obtenus, de revoir la rémunération variable des membres du Directoire, ainsi :

- ✓ Résultat net inférieur à 1.000.000 d'Euros : aucune rémunération
- ✓ Résultat supérieur à 1.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 10.000 €
- ✓ Résultat supérieur à 1.500.000 d'Euros : versement d'une prime de 40.000 € en sus du précédent plancher
- ✓ Résultat supérieur à 2.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 100.000 €uros
- ✓ Résultat supérieur à 2.500.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 150.000 €uros
- ✓ Résultat supérieur à 3.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 200.000 €uros
- ✓ Résultat supérieur à 3.500.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 250.000 €uros
- ✓ Résultat supérieur à 4.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 100.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 350.000 €uros,
- ✓ Résultat net supérieur à 4.500.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 400.000 €uros,
- ✓ Résultat net supérieur à 5.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 450.000 €uros,
- ✓ Résultat net supérieur à 5.500.000 d'Euros : versement d'une prime de 50.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 500.000 €uros,
- ✓ Résultat net supérieur à 6.000.000 d'Euros : versement d'une prime de 100.000 € en sus des précédents planchers, dans la limite de 600.000 €uros,

et ce pour chacun des membres du Directoire.

Le plafond sur le résultat opérationnel a été relevé de 50% à 600k€ en 2023. Il est à noter que la dernière tranche de bonus incrémental généreux de 100k€ par membre du directoire pour un résultat opérationnel entre 4.0M€ et 4.5M€ est conservée alors qu'elle n'est que de 50k€ pour les autres tranches incrémentales.

Pour rappel, il faut ajouter les charges patronales à ces montants. Ainsi, lorsque le résultat opérationnel passe de 3.5M€ à 4.0M€, Lexibook verse à ses mandataires  $2 \times 100k€ \times 140\%$ , soit 280k€ pour 500k€ de résultat opérationnel incrémental. Cela représente 56% du résultat incrémental de cette tranche, capté uniquement par les mandataires. Ceci est un témoignage clair du non-alignement des mandataires avec les minoritaires.

## Risque Licence

La société pointe plusieurs risques sur les licences :

- Le risque de non-renouvellement, i.e. contrat perdu au bénéfice d'un concurrent
- Le risque « box-office », qui peut infléchir positivement ou négativement les ventes de produits dérivés

Les produits dérivés sous licence constituent des niches de marché. Elles peuvent être très profitables pour des acteurs spécialisés, car elles ne sont pas adressées par les gros acteurs, qui ne voient pas d'intérêt à investir sur un marché si petit, même s'il paraît profitable.

Ainsi, la concurrence sur ces niches de marché est intrinsèquement beaucoup moins rude que le tableau peint par le management.

A contrario, les studios licencieurs comme Disney ou Warner sont à la recherche de sociétés spécialisées qui sont capables de concevoir, produire et distribuer toute une palette de produits dérivés. C'est précisément la spécialisation de Lexibook.

Ces licenciés cherchent à travailler avec les meilleurs sous-traitants, ceux qui sont capables de vendre le maximum de produits dérivés. C'est ainsi que Lexibook, grâce à une exécution très solide au fil des années, a réussi à étendre sa licence Disney sur de nouveaux marchés et nouveaux produits. Lexibook a également réussi à obtenir la licence Warner qui constitue la 2<sup>e</sup> plus grosse licence mondiale derrière Disney.

Bien qu'il y ait toujours un risque de renouvellement des contrats de licence, l'histoire a montré que Lexibook a su capitaliser sur ces échéances pour conquérir de nouveaux marchés et lancer de nouveaux produits. Le risque de non-renouvellement existe toujours, mais doit être mis en regard de cet historique qui démontre l'inverse.

Ce post LinkedIn témoigne de la qualité des produits développés par Lexibook qui bénéficie de reconnaissance de la part de Disney.



**Aymeric Le Cottier** ✓ • 3rd+

CEO at Lexibook

11mo • 🌐

🌟 Deux prix... une même ambition : innover ensemble ! Bravo aux équipes Carrefour et Lexibook ! Nous sommes extrêmement fiers d'annoncer que Disney a remis à Lexibook le Prix très convoité de l'Innovation pour notre nouveau robot télécommandé Stitch parlant, à l'occasion de la Journée Partenaires 2025 hier.

👉 Notre partenaire Carrefour a également été récompensé lors de cette cérémonie pour la meilleure activation Retail, bravo ! Ce robot est bien sûr attendu comme l'une des stars de Noël dans les magasins Carrefour et dans le reste de la distribution.

💛 Merci à **Ali SANA**, **Christophe Letessier** ainsi qu'à toute l'équipe Disney pour leur confiance.

<https://www.linkedin.com/posts/ugcPost-7346078622509662208-IH3o>

## **Perspectives**

Dans un contexte mondial marqué par les incertitudes géopolitiques et politiques, notamment en France, le Groupe Lexibook anticipe pour son nouvel exercice une stagnation ou un léger repli de ses ventes. En effet le niveau d'activité depuis 2024 est porté notamment par l'effet "Stitch" lié à la sortie du film en mai 2025, mais un ralentissement lié au cycle de vie classique des licences est attendu sur cette licence. Les produits Stitch représentent en 2025 environ 25 % de l'activité du Groupe, et l'absence de nouvelles licences aussi fortes en 2026 pourrait peser au moins sur le prochain exercice. Egalement, le stock restant à la fin du cycle de vie de la licence est exposé à un risque de dépréciation. Une pression sur les marges est aussi attendue. En effet, les relations commerciales avec Amazon, le premier client du groupe, se tendent et mettent fortement sous pression les marges sur l'ensemble des produits du catalogue.

Dans le dernier communiqué des résultats semestriels 2025/09, Lexibook met en avant d'excellentes ventes sur la licence Stitch, qui semblent avoir été supérieures aux estimations de la société. Il est très difficile d'évaluer ce propos dans la mesure où la société n'avait donné aucune guidance globale, ni aucune guidance sur les produits de la franchise Disney Stitch.

De manière plus logique, le succès commercial des derniers exercices ne peut pas être attribué à une licence donnée, mais plutôt à l'exécution de la nouvelle stratégie de vente directe B to C sur Amazon, où les ventes ont été multipliées par 10 entre 2020 et 2025.

Aussi, il semble plus pertinent d'attribuer le succès récent des ventes à la nouvelle pénétration sur le marché américain. Pour rappel, les ventes réalisées hors France et Europe ont bondi de 63% en 2025, après avoir déjà progressé de 93% en 2024.

**Malgré des éléments tangibles de croissance sur Amazon et aux États-Unis, le management entretient le flou en arguant que cela serait dû à une franchise saisonnière, sans jamais justifier ces chiffres. N'est-ce pas là, aussi, une preuve de manipulation financière ?**

Par ailleurs, le portefeuille de marque de Disney est très profond. Le studio est en mesure de sortir chaque année une nouvelle franchise qui permettra de stimuler les ventes des produits dérivés Lexibook. Ainsi, alors que Stitch a été la licence phare de 2025, Disney vient de sortir un nouvel opus de sa licence phare « Toy Story », dont le succès commercial s'annonce prometteur.

Bien évidemment, aucune mention n'est faite de cette nouvelle franchise Toy Story, qui doit porter les ventes sur le prochain exercice !

# Box-office : Toy Story 5 offre un record à Pixar et signe le meilleur démarrage de l'année

Par [Thibaud Gomès-Léal](#) | Publié le 22/06/26 à 12h02

Nos réseaux :

SUIVEZ-NOUS

 AJOUTEZ NOUS À VOS FAVORIS GOOGLE

COMMENTER

Sorti ce week-end au box-office américain, *Toy Story 5* a signé un démarrage canon dans les salles avec 160 millions de dollars enregistrés. Un record pour la franchise des jouets et l'un des meilleurs démarrages de Pixar.



© Pixar / The Walt Disney Company - Toy Story 5 est un carton qui arrive à point nommé pour le studio Pixar.

LEXIBOOK®

WOODY, BUZZ ET TOI :  
LES NOUVEAUX JOUETS TOY STORY SONT ARRIVÉS !



REJOIGNEZ LA BANDE DE WOODY ET BUZZ  
AVEC NOTRE TOUTE NOUVELLE COLLECTION TOY STORY



**Talkies-Walkies**

€ 24.99



**Enceinte Bluetooth**

**Avec Micro**

€ 49.99



**Casque Filaire Pliable**

€ 19.99

Lexibook a d'ores et déjà prévu de capitaliser sur l'engouement de cette nouvelle franchise et a commencé une campagne marketing pour promouvoir les produits dérivés de cette nouvelle franchise Toy Story.

Lexibook a annoncé avoir renouvelé sa licence Disney en juin 2025 dans des conditions beaucoup moins favorables.

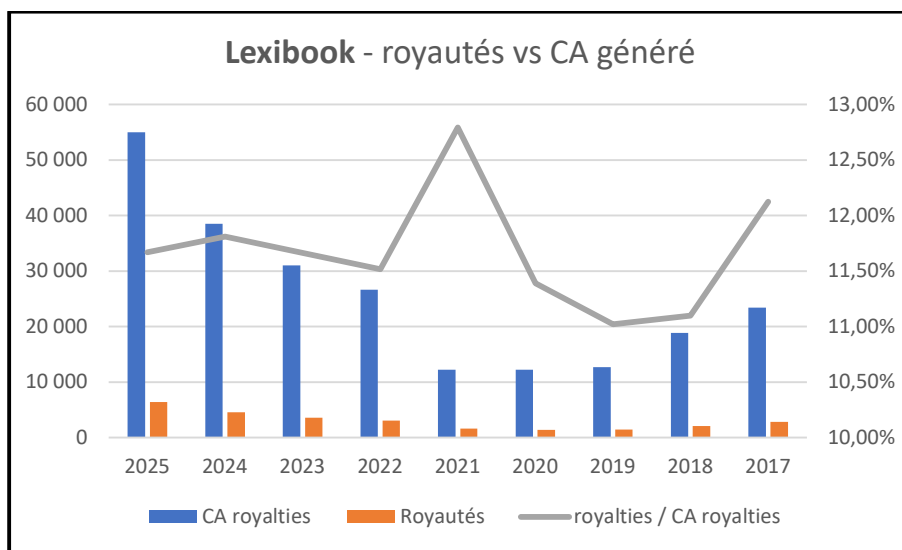
Lexibook fait face à une concurrence accrue, particulièrement aux États-Unis, où des acteurs historiques cherchent à étendre leurs propres contrats de licence, compliquant les discussions et fragilisant les conditions commerciales du Groupe. Ainsi, le principal contrat de licence, le contrat Disney/Marvel a été renouvelé le 06 juin 2025, cependant les conditions du contrat ont été dégradées significativement par rapport aux précédentes conditions tant sur les contraintes de minimum garanti que de rémunération auprès de Disney. Le Groupe cherche donc à se

Aucun élément chiffré n'a été indiqué par la société. Ceci peut être compréhensible dans le cadre du secret des affaires vis-à-vis de la concurrence. Cependant, ce « risque » business non chiffré ne peut pas être intégré en réduisant drastiquement la marge normative de Lexibook.

D'autres contrats de licence du Groupe, arrivant prochainement à échéance, font actuellement l'objet de négociations, avec un risque de conditions révisées à la baisse également.

Historiquement, le taux de royalties rapporté au chiffre d'affaires des licences a évolué entre 10.71% (en 2026) et 12.79% (en 2021). Sur l'exercice 2025/03, avant renouvellement défavorable de la licence Disney, ce taux était dans le milieu de la fourchette à 11.67%.

taux de royalties	mars-25	mars-24	mars-23	mars-22	mars-21	mars-20	mars-19	mars-18	mars-17	mars-16
Chiffres d'Affaires sous Licenc	55 046 952	38 509 431	31 036 013	26 637 702	12 206 153	12 206 153	12 704 771	18 892 108	23 419 389	31 620 571
Royalties	6 423 526	4 548 335	3 619 083	3 035 116	1 561 722	1 389 947	1 400 187	2 096 503	2 839 445	3 385 471
royalties / CA licence	11,67%	11,81%	11,66%	11,39%	12,79%	11,39%	11,02%	11,10%	12,12%	10,71%



Le rapport semestriel 2025/09 donne une première estimation de l'impact de la hausse annoncée des royalties.

	sept-25	sept-24
CA royalties	24 021	17 223
Royautés	3 086	2 017
royalties / CA royalties	12,85%	11,71%

Ce taux de royalties s'est établi à 12.85%, ce qui l'aligne sur la borne haute de l'historique de la société (pic à 12.79% en 2021). Il apparaît donc que la situation est en réalité beaucoup moins catastrophique que ne le laisse penser le ton adopté par les mandataires dans leurs divers communiqués financiers.

- 2020-2021 Lancement du Powerman Kid, le premier robot ludo-éducatif pour apprendre l'Anglais. Lancement des voitures radio-commandées Crosslander®, des premiers jeux scientifiques, des nouveaux ordinateurs éducatifs, et de l'écran TrioMax. **Référencement du Powerman chez Costco. Signature des licences Baby Shark avec Nickelodeon et Super Mario avec Nintendo.** Mise en place d'un Prêt Garanti par l'Etat de 2.18M€ sur 5 ans.
- 2021-2022 Lancement du Power Puppy®, le premier chien ludo-éducatif radiocommandé du Groupe, et des nouveaux Powerman® Master et Star. Lancement des nouvelles voitures radio-commandées Crosslander®, des premiers jeux scientifiques, des nouveaux coaches du sommeil et conteurs d'histoires. Introduction de la nouvelle marque Bio Toys®, centrée sur des jeux et jouets éco-responsables et recyclables... Développement des ventes sur internet en Europe. **Signature d'un contrat de licence multi-annuel et multi-licences avec Warner et sorties des premiers produits sous licences Harry Potter.** Entrées de 2 nouveaux **partenaires** bancaires pour soutenir la croissance.
- 2022-2023 Lancement de Power Unicorn®, la première licorne ludo-éducative radio-commandée, du Tyrex Control, le premier dinosaure radiocommandé du Groupe et des nouveaux Powerman® Advance. Lancement des nouvelles voitures radio-commandées Crosslander® Pro et des nouveaux ordinateurs éducatifs portables. Développement des ventes sur internet en Europe et mise en place d'une campagne de publicité digitale européenne massive de plus d'un milliard d'impressions en 1 an. **Extension des contrats de licences Disney et Marvel sur l'Asie et l'Amérique du Sud.** Obtention de prêts moyen terme à hauteur de 3.5M€ pour financer le développement du Groupe.
- 2023-2024 Lancement du 1<sup>er</sup> robot interactif sous licence avec Mickey. Lancement du Laptab, le premier vrai ordinateur à destination des enfants et adolescents avec écran tactile, contenu

---

---

pédagogique, accès internet sécurisé et contrôle parental. Accélération des ventes internationales sur internet. Reconduction d'une campagne de publicité digitale européenne massive de plus d'un milliard d'impressions en 1 an et 1<sup>ère</sup> campagne digitale d'envergure aux USA pour soutenir le début des ventes de produits sous licences aux USA. Implantation du nouvel ERP Microsoft Dynamics 365 Business Central dans toutes les entités du Groupe.

- 2024-2025 OPA entre les actionnaires et fondateurs de Lexibook, la famille Le Cottier, ainsi que Lawrence Rosen LLC, société spécialisée dans le jouet et les fournitures scolaires. **Lancement d'un partenariat de distribution avec l'entreprise américaine CraZart. Signature de nouveaux contrats de licence tels qu'Astérix, Dora ou encore Sonic début 2024. Succès du développement d'une gamme complète sous licence Stitch.**

En décalage avec le ton pessimiste sur le renouvellement des licences, on peut souligner que Lexibook a réussi à renouveler et étendre sa licence historique Disney et à négocier de nouvelles licences (Warner, Mario, Marvel, Harry Potter, Sonic, Astérix, Dora).

## Risque marge brute

Le risque sur une pression sur la marge brute au premier semestre 30/09/2025 est à relativiser.

En milliers d'euros – Données non auditées	30/09/2025	30/09/2024	Variation en €	Variation en %
Chiffre d'affaires net	30 406	24 605	5 801	+23.6%
Coûts d'achat des produits vendus	-12 148	-9 644	-2 505	+26.0%
<b>Marge brute</b>	<b>18 257</b>	<b>14 961</b>	<b>3 296</b>	<b>+22.0%</b>
<b>Taux de marge brute</b>	<b>60.0%</b>	<b>60.8%</b>		
Impact net de change	-213	179	-392	-21,9%
<b>Marge brute retraitée</b>	<b>18 044</b>	<b>15 140</b>	<b>2 904</b>	<b>+19.2%</b>
<b>Taux de marge brute retraitée</b>	<b>59.3%</b>	<b>61.5%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-0,4%</b>
Participations publicitaires	-2 833	-2 873	40	-0,1%
Royalties	-3 086	-2 017	-1 069	+53.0%
<b>Marge 4 nets retraitée</b>	<b>12 125</b>	<b>10 250</b>	<b>1 875</b>	<b>+18.3%</b>
<b>Taux de marge 4 nets retraitée</b>	<b>39.9%</b>	<b>41.7%</b>		

1. Le taux de marge brute a baissé de 60.8% à 60.0% en 2025. Ceci représente une évolution défavorable de 1.14%. En pratique, l'impact sur la marge brute unitaire est encore plus important car il faudrait retraiter l'effet bénéfique de la hausse du mix des ventes sous licence qui ont des marges plus importantes.
2. La « marge 4 nets retraitée » **progressé à 12 125k€, marquant un nouvel exercice record pour un premier semestre**. Cela matérialise une augmentation de +18.3% portée par la dynamique des ventes qui permet de rendre insignifiante la baisse du taux de marge brute.
3. Le « taux de marge 4 nets retraitée » reste toujours extrêmement confortable à 39.9%. Ce taux élevé de marge brute retraité, après paiement des royalties et des investissements publicitaires, est le fondement de l'excellente rentabilité de la société.

Détails Marges retraitées	mars-25	mars-24	mars-23	mars-22	mars-21	mars-20	mars-19	mars-18	mars-17	mars-16
Chiffre d'affaires net	74 011 747	58 620 967	51 236 987	45 248 664	27 361 283	23 199 378	21 426 523	26 778 143	32 258 112	47 837 475
Coûts d'achat des produits vendus	-29 454 950	-23 534 525	-23 285 934	-21 636 701	-13 357 027	-12 142 241	-11 251 698	-14 051 674	-19 165 150	-27 794 977
Marge brute	44 556 797	35 086 442	27 951 053	23 611 963	14 004 256	11 057 137	10 174 825	12 726 469	13 092 962	20 042 498
<b>Taux de marge brute</b>	<b>60,20%</b>	<b>59,85%</b>	<b>54,55%</b>	<b>52,18%</b>	<b>51,18%</b>	<b>47,66%</b>	<b>47,49%</b>	<b>47,53%</b>	<b>40,59%</b>	<b>41,90%</b>
Impact net de change	504 441	331 147	-401 341	13 985	-219 629	209 487	260 091	-967 049	187 625	407 611
Refacturations aux usines de fret aérien et de SAV										264 683
<b>Marge brute retraitée</b>	<b>45 061 238</b>	<b>35 417 589</b>	<b>27 549 712</b>	<b>23 625 948</b>	<b>13 784 627</b>	<b>11 266 624</b>	<b>10 434 916</b>	<b>11 759 420</b>	<b>13 280 587</b>	<b>20 714 792</b>
<b>Taux de marge brute retraitée</b>	<b>60,88%</b>	<b>60,42%</b>	<b>53,77%</b>	<b>52,21%</b>	<b>50,38%</b>	<b>48,56%</b>	<b>48,70%</b>	<b>43,91%</b>	<b>41,17%</b>	<b>43,30%</b>
Participations publicitaires	10 021 816	8 240 944	6 524 906	4 467 185	1 875 854	1 240 657	884 095	1 130 436	1 880 560	2 225 977
Royalties	6 423 526	4 548 335	3 619 083	3 035 116	1 561 722	1 389 947	1 400 187	2 096 503	2 839 445	3 385 471
<b>Marge 4 nets retraitée</b>	<b>28 615 896</b>	<b>22 628 310</b>	<b>17 405 723</b>	<b>16 123 647</b>	<b>10 347 051</b>	<b>8 636 020</b>	<b>8 150 634</b>	<b>8 532 481</b>	<b>8 560 582</b>	<b>15 103 344</b>
<b>Taux de marge 4 nets retraitée</b>	<b>38,7%</b>	<b>38,6%</b>	<b>34,0%</b>	<b>35,6%</b>	<b>37,8%</b>	<b>37,2%</b>	<b>38,0%</b>	<b>31,9%</b>	<b>26,5%</b>	<b>31,6%</b>

4. La marge brute a structurellement augmenté du fait d'un mix plus important de produits sous licences
5. Sur le temps long, le taux de « marge 4 nets retraitées » a été en augmentation. Après avoir marqué un point bas à 26.5% en 2017, le taux de marge retraité s'affiche au plus haut historique à 38.7% en 2025. Ceci est réalisé en dépit de l'augmentation des licences et des dépenses publicitaires qui semblent être appelées à se réduire après avoir atteint un point haut en 2024

La hausse de la rentabilité a été portée par le gain d'échelle de la société qui a pu négocier de meilleures conditions tarifaires avec ses sous-traitants, tout en bénéficiant d'un écrasement de ses coûts fixes.

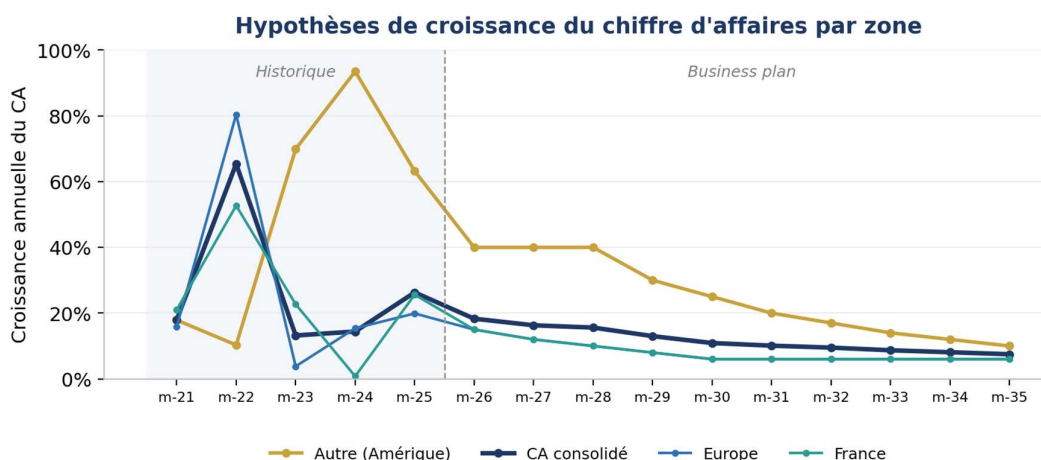
La hausse attendue et continue des ventes de Lexibook au cours des prochaines années devrait lui permettre d'améliorer structurellement sa « marge 4 nets retraitée », au-delà de la volatilité de la conjoncture.

**Dans un environnement hautement compétitif, un taux de marge élevé est le reflet d'un réel savoir-faire de la société vis-à-vis de la concurrence. Les sociétés plus profitables sont par ailleurs moins sensibles à la conjoncture et peuvent encaisser des baisses conjoncturelles de leurs agrégats financiers tout en restant largement bénéficiaires. C'est pour cette raison que les sociétés les plus profitables sont valorisées par le marché avec une prime sur les multiples.**

**Il apparaît clairement que Lexibook peut être classée du côté de ces sociétés très profitables. Cet élément sera primordial pour le choix des multiples de valorisation proposés dans l'analyse par DCF.**

## Hypothèses business plan

	mars-35	mars-34	mars-33	mars-32	mars-31	mars-30	mars-29	mars-28	mars-27	mars-26	mars-25	mars-24	mars-23	mars-22	mars-21
taux croissance Europe	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%	15,0%	19,9%	15,4%	3,8%	80,4%	15,8%
taux croissance France	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%	15,0%	25,6%	0,8%	22,7%	52,7%	21,0%
taux croissance autre	10,0%	12,0%	14,0%	17,0%	20,0%	25,0%	30,0%	40,0%	40,0%	40,0%	63,2%	93,5%	69,9%	10,3%	17,9%
taux croissance CA consolidé	7,5%	8,1%	8,7%	9,5%	10,1%	10,9%	13,0%	15,6%	16,3%	18,3%	26,3%	14,4%	13,2%	65,4%	17,9%



1. Décomposition de la croissance du Chiffre d'affaires
  - a. Périmètre historique Europe et France : croissance des ventes de 15% en 2026, puis un ralentissement progressif jusqu'à 6%
  - b. Nouveau périmètre « autre » (c'est-à-dire l'Amérique) : croissance toujours dynamique des ventes à 40%, qui ralentit progressivement jusqu'à 10% à la fin du plan.

A l'échéance 2035, la part du CA réalisé sur cette zone s'établirait à 38% du chiffre d'affaires consolidé. Cette hypothèse semble raisonnable, compte tenu de la taille du marché américain — supérieure à celle des marchés historiques de la société — et d'un horizon de 10 ans pour pénétrer ce marché.

LEXIBOOK	mars-35	mars-34	mars-33	mars-32	mars-31	mars-30	mars-29	mars-28	mars-27	mars-26	mars-25	mars-24	mars-23	mars-22	mars-21
détail rémunérations	-12 080	-11 541	-11 027	-10 536	-10 069	-9 560	-9 019	-8 454	-7 876	-7 292	-6 713	-6 185	-4 965	-4 474	-3 283
dont mandataires (estimation)	-4 111	-3 878	-3 659	-3 452	-3 256	-3 072	-2 898	-2 734	-2 579	-2 433	-2 295	-2 201	-1 728	-1 697	-1 053
%Δ yoy	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	4,3%	27,4%	1,8%	61,2%	231,2%
dont salariés	-7 970	-7 663	-7 368	-7 085	-6 812	-6 488	-6 121	-5 720	-5 297	-4 859	-4 418	-3 984	-3 237	-2 777	-2 230
%Δ yoy	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	10,9%	23,1%	16,6%	24,5%	-29,2%

## 2. Décomposition des dépenses de personnel

- c. Après une forte croissance des rémunérations des mandataires au cours de la période 2020-2025, le salaire des mandataires connaît une évolution plus mesurée, de 6% par an, qui restera néanmoins largement au-dessus de l'inflation attendue sur la période.
- d. La hausse des dépenses de personnel hors mandataires se poursuit à un rythme soutenu de 10% par an, progressivement ramené à 4% par an grâce aux économies d'échelle et au modèle extrêmement scalable de la société.

## 3. Décomposition du compte de résultats

### a. Marge brute

- a) Les coûts de fabrication qui n'ont pas pu être répercutés aux clients finaux augmentent de 2,0% en 2026 passant de 39.8% à 40.6% du chiffre d'affaires.
  - Il est à noter que l'exercice 2026 marque un point haut sur les droits douaniers appliqués aux Etats-Unis. Depuis février 2026, ce taux semble avoir été ramené à seulement 10%. Ceci devrait théoriquement permettre à Lexibook de récupérer une partie du taux de marge brute perdu. **Cependant, aucune remontée du taux de marge brute n'est prise en compte sur le prochain exercice ni sur le reste du plan.** Cette approche semble extrêmement conservatrice.
  - Note : le taux de marge brute à 59.7% du CA en 2026 ne peut être comparé aux 51.2% constatés en 2021, en raison de la forte hausse du mix du CA sous licence, dont la marge brute est sensiblement supérieure (en contrepartie de taux de royalties importants payés dans le poste « autres produits et charges d'exploitation »).
  - A titre illustratif, le taux de marge 4 net retraitée présenté par la société reste globalement stable, la hausse annoncée du taux des royalties étant compensée par une modération des dépenses de publicité.

Détails Marges retraitées	mars-35	mars-34	mars-33	mars-32	mars-31	mars-30	mars-29	mars-28	mars-27	mars-26	mars-25	mars-24	mars-23	mars-22	mars-21
Chiffre d'affaires net	224 937 875	209 276 970	193 508 907	177 968 209	162 503 404	147 587 230	133 025 264	117 744 570	101 850 616	87 539 900	74 011 747	58 620 967	51 236 987	45 248 664	27 361 283
Coûts d'achat des produits vend	-91 324 777	-84 966 450	-78 564 616	-72 255 093	-65 976 382	-59 920 415	-54 008 257	-47 804 295	-41 351 350	-35 541 199	-29 454 950	-23 534 525	-23 285 934	-21 636 701	-13 357 027
Marge brute	133 613 098	124 310 520	114 944 291	105 713 116	96 527 022	87 666 814	79 017 007	69 940 274	60 499 266	51 998 701	44 556 797	35 086 442	27 951 053	23 611 963	14 004 256
Taux de marge brute	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	60,20%	59,85%	54,55%	52,18%	51,18%
Impact net de change											504 441	331 147	-401 341	13 985	-219 629
Marge brute retraitée	133 613 098	124 310 520	114 944 291	105 713 116	96 527 022	87 666 814	79 017 007	69 940 274	60 499 266	51 998 701	45 061 238	35 417 589	27 549 712	23 625 948	13 784 627
Taux de marge brute retraitée	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	59,40%	60,88%	60,42%	53,77%	52,21%	50,38%
Participations publicitaires	-20 244 409	-18 834 927	-17 415 802	-16 017 139	-14 625 306	-13 282 851	-11 972 274	-11 774 457	-11 203 568	-10 504 788	-10 021 816	-8 240 944	-6 524 906	-4 467 185	-1 875 854
Royalties	24 403 041	22 704 022	20 993 378	19 307 400	17 629 655	16 011 481	14 431 633	12 773 863	11 049 561	9 497 021	6 423 526	4 548 335	3 619 083	3 035 116	1 561 722
Marge 4 nets retraitée	88 965 648	82 771 571	76 535 112	70 388 578	64 272 060	58 372 533	52 613 100	45 391 955	38 246 137	31 996 891	28 615 896	22 628 310	17 405 723	16 123 647	10 347 051
Taux de marge 4 nets retraitée	39,6%	39,6%	39,6%	39,6%	39,6%	39,6%	39,6%	38,6%	37,6%	36,6%	38,7%	38,6%	34,0%	35,6%	37,8%

### b) Dépenses publicitaires

Les dépenses publicitaires sont progressivement réduites de 13.5% du CA à 9% du CA grâce à l'effet de taille et au modèle vertueux de l'accumulation des avis clients Amazon qui permet de continuer d'avoir des produits best-sellers après avoir arrêté les investissements en publicité.

A titre de comparaison, le budget marketing s'établissait à seulement 6.9% au début du plan de transformation B to C Digital.

A titre illustratif, les dépenses en publicité ont déjà baissé, en valeur absolue, de 40k€ au S1 2025/09, mais cela n'a pas entravé la dynamique de croissance du chiffre d'affaires, qui s'affiche en hausse de 23.6%. Ceci constitue une illustration claire du modèle vertueux d'investissement en publicité expliqué sur le modèle de vente sur Amazon.

**Mon approche de réduire progressivement le taux de publicité pourrait être jugée correcte, mais elle reste extrêmement conservatrice dans la mesure où je ne réduis que le pourcentage de CA attribué aux publicités et non le montant absolu.**

Dans ma modélisation pour l'exercice annuel, j'estime encore ces dépenses publicité en hausse de 5% en base annuelle 2025/03 alors qu'elles ont été stables sur le premier semestre.

Chiffre d'affaires net	30 406	24 605	5 801	+23.6%
Coûts d'achat des produits vendus	-12 148	-9 644	-2 505	+26.0%
<b>Marge brute</b>	<b>18 257</b>	<b>14 961</b>	<b>3 296</b>	<b>+22.0%</b>
<b>Taux de marge brute</b>	<b>60.0%</b>	<b>60.8%</b>		
Impact net de change	-213	179	-392	-21,9%
<b>Marge brute retraitée</b>	<b>18 044</b>	<b>15 140</b>	<b>2 904</b>	<b>+19.2%</b>
<b>Taux de marge brute retraitée</b>	<b>59.3%</b>	<b>61.5%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-0,4%</b>
Participations publicitaires	-2 833	-2 873	40	-0,1%
Royalties	-3 086	-2 017	-1 069	+53.0%
<b>Marge 4 nets retraitée</b>	<b>12 125</b>	<b>10 250</b>	<b>1 875</b>	<b>+18.3%</b>
<b>Taux de marge 4 nets retraitée</b>	<b>39.9%</b>	<b>41.7%</b>		

### c) Dépenses logistiques

Les dépenses logistiques restent plus stables et ne baissent que marginalement grâce à l'effet de taille lié à la hausse du CA. J'estime prudemment que ces coûts s'établissent à 15.6% du CA à la fin du plan, malgré un CA qui double et qui devrait permettre d'écraser plus sûrement cette dépense.

### d) Taux de royalties

	sept-25	sept-24
CA royalties	24 021	17 223
Royautés	3 086	2 017
royalties / CA royalties	12,85%	11,71%

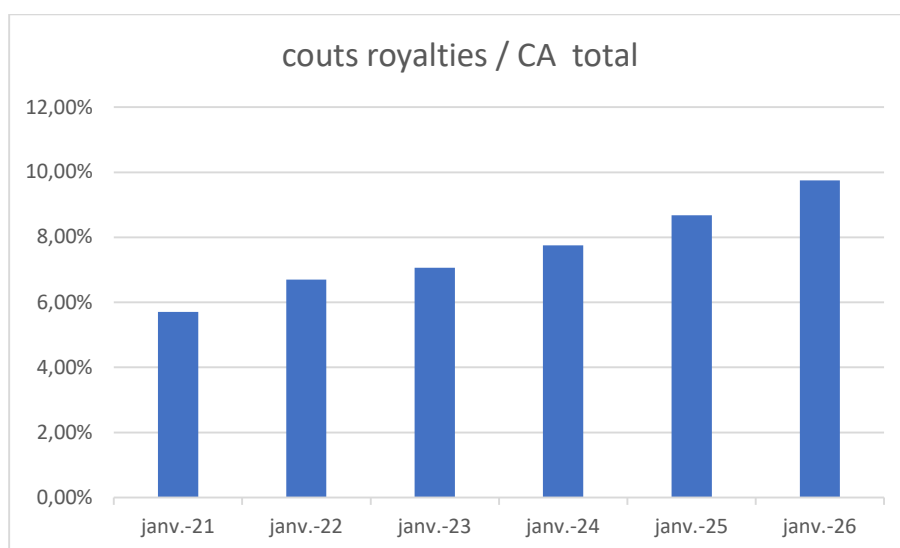
Le taux de royalties acquitté au premier semestre 2025/09 s'est établi à 12.85%.

**Je choisis une approche encore plus conservatrice en retenant le taux de 13% sur les ventes sous licence.** Ce niveau représente le point le plus élevé dans l'histoire de la société.

## Risques liés aux contrats de licences de marques

	2024/2025	2023/2024
Chiffres d'affaires sous licences	55 046 952	38 509 431
%	74,4%	65,7%
Chiffres d'affaires hors licences	18 964 795	20 111 536
%	25,6%	34,3%
<b>Total</b>	<b>74 011 747</b>	<b>58 620 967</b>

En considérant la répartition du chiffre d'affaires entre 75% de produits sous licence et 25% de produits hors licence, le paiement des royalties rapporté au chiffre d'affaires global serait de 9.75%.



La hausse du CA sous licence et la hausse du taux de royalties sur produit sous licence fait apparaître un coût des licences en constante augmentation sur les derniers exercices. La dépense en royalties de 9.75% sur les ventes totales (ce qui représente 13% sur le CA sous licence) marque un point haut dans l'histoire de la société.

	mars-35	mars-34	mars-33	mars-32	mars-31	mars-30	mars-29	mars-28	mars-27	mars-26	mars-25	mars-24	mars-23	mars-22	mars-21
Coût de l'endettement net	0	0	0	0	0	0	0	0	-100	-200	-305	-451	-432	-318	-286
Intérêts nets relatifs aux contrats de loc	-47	-44	-42	-40	-38	-36	-35	-33	-32	-30	-24	-31	-31	-38	-35
Autres produits et charges financiers											562	296	-483	21	-299
Autres (pertes) / profits nets															
<b>Résultat financier</b>	<b>-47</b>	<b>-44</b>	<b>-42</b>	<b>-40</b>	<b>-38</b>	<b>-36</b>	<b>-35</b>	<b>-33</b>	<b>-132</b>	<b>-230</b>	<b>233</b>	<b>-186</b>	<b>-946</b>	<b>-335</b>	<b>-620</b>

#### 4. Frais financiers :

- e. Tous les résultats consolidés ont été capitalisés au bilan depuis 5 ans, ce qui a permis à Lexibook d'afficher un solde de trésorerie net positif pour la première fois en 2024. A la fin de l'exercice 2025/03, la trésorerie nette était de 7 147k€. Considérant que la société reste extrêmement profitable avec très peu de besoin en investissement, la société devrait être en mesure de rembourser très rapidement ses dettes, lui évitant ainsi de payer des frais financiers.
- f. Par ailleurs, cette trésorerie devrait rapidement croître et générer des gains de placement financiers, qui par prudence, ne sont pas considérés sur ce plan.

DFN (k€)	mars-35	mars-34	mars-33	mars-32	mars-31	mars-30	mars-29	mars-28	mars-27	mars-26	mars-25
cash net / (dette nette) debut exercice	221 022	181 866	146 548	115 033	87 183	62 808	42 386	27 600	17 301	10 522	7 147
résultats annuel	46 610	42 742	38 851	35 032	31 242	27 686	23 897	18 400	13 554	9 838	7 372
variation BFR	-3 561	-3 586	-3 534	-3 517	-3 392	-3 311	-3 475	-3 614	-3 254	-3 059	-3 997
cash net fin exercice	264 071	221 022	181 866	146 548	115 033	87 183	62 808	42 386	27 600	17 301	10 522

- Les autres produits et charges financiers sont principalement dus aux couvertures de change, qui peuvent être positives ou négatives suivant les exercices. Comme il est impossible de les estimer, je considère qu'elles sont nulles sur la durée du plan.

## 5. Taux imposition :

Lexibook est une société mondiale. Il est très difficile d'estimer le taux normatif réel des impôts, étant donné les taux très différents appliqués dans chaque pays ainsi que la présence de déficits fiscaux antérieurs encore non activés au bilan.

Pertes fiscales non utilisées pour lesquelles aucun actif d'impôt différé n'a été comptabilisé au bilan :

En €	31/03/2025		
	France	Espagne	USA
<b>Montant des pertes fiscales</b>	<b>6 182 044</b>	<b>0</b>	<b>513 137</b>
Taux d'impôt applicable	25.00%	30.00%	35.00%
<b>Actif d'impôt différé non comptabilisé</b>	<b>1 545 511</b>	<b>0</b>	<b>179 598</b>
Date d'expiration des pertes fiscales	Néant.	Néant	Néant.

Une part importante des résultats semble être réalisée en FOB à partir de Hong Kong.

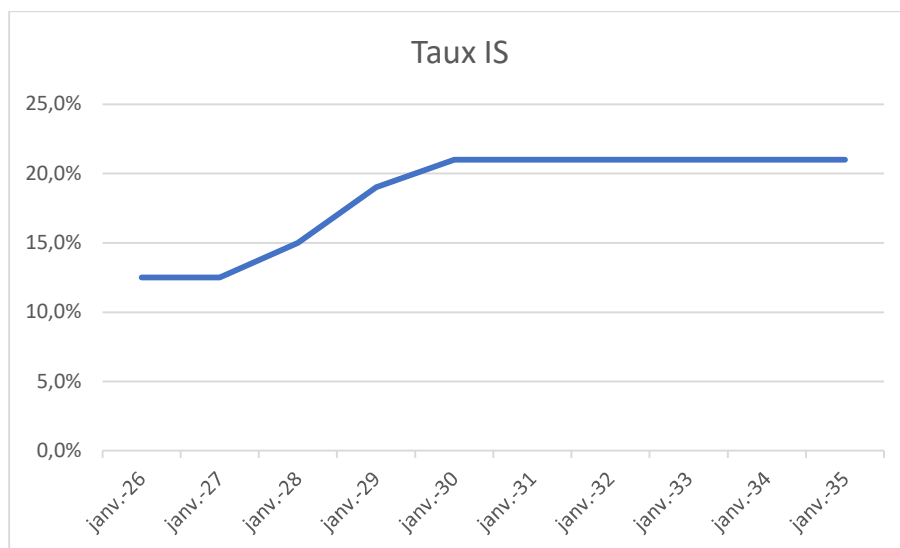
Résultat d'exploitation (k€)	mars-25	mars-24	mars-23	mars-22	mars-21
FOB (Hong-Kong)	3 059	2 106	2 784	2 612	794
ex FOB (Europe / USA / Asie)	5 039	3 845	1 467	1 725	1 442
<b>mix HK</b>	<b>38%</b>	<b>35%</b>	<b>65%</b>	<b>60%</b>	<b>36%</b>

Le taux de la filiale de Hong Kong semble être plus bas, autour de 16%.

## 1. Impôt sur les sociétés (Profits Tax)

- **Principe** : Les bénéfices liés aux activités commerciales, y compris les ventes à l'exportation négociées et conclues depuis Hong Kong, y sont assujettis. HK IRD +1
- **Taux** : Les premiers 2 000 000 HKD de bénéfices imposables sont taxés à 8,25 %. Le reste est taxé à 16,5 %. societehk.com +1
- **Exonération Offshore** : Si le processus de vente, l'approvisionnement et la logistique liés à vos exportations sont entièrement gérés et réalisés hors de Hong Kong, les bénéfices correspondants sont éligibles à une **exonération fiscale offshore (0 %)**. Statrys +1

À moyen terme, lorsque tous les déficits fiscaux auront été activés et utilisés, je considère que le taux d'imposition moyen de Lexibook devrait se stabiliser au maximum autour de 21%. Je considère que Lexibook bénéficiera encore d'un taux d'imposition réduit sur les 3 prochains exercices grâce à l'utilisation des déficits fiscaux non activés.



	mars-35	mars-34	mars-33	mars-32	mars-31	mars-30	mars-29	mars-28	mars-27	mars-26	mars-25	mars-24	mars-23	mars-22	mars-21
Chiffre d'affaire	224 938	209 277	193 509	177 968	162 503	147 587	133 025	117 745	101 851	87 540	74 012	58 621	51 237	45 249	27 361
BFR / CA (jours)	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	80	115	115	84
BFR	51 150	47 589	44 003	40 469	36 953	33 561	30 250	26 775	23 161	19 906	16 847	12 850	16 108	14 304	6 328

6. Le **BFR** est considéré comme stabilisé à 83 jours en retrait après le pic enregistré à 115 jours lors des pénuries logistiques liées au Covid, qui avaient poussé la société à augmenter ses stocks de sécurité pour pallier ces pénuries.

## Valorisation DCF

### Détermination du coût du capital

Selon les méthodes de valorisation académiques par analyse des flux de trésorerie, la prime de risque peut, à la discrétion de l'analyste, intégrer des décotes / primes justifiée par le prisme d'analyse proposée. Il n'y a en théorie aucune limite à cette pratique et l'analyste peut, selon sa supposée « bonne foi », empiler plusieurs décotes à la justification discutable pour in fine déterminer un taux d'actualisation très élevé comme par exemple choisir un bêta élevé, qui n'est pas dû au risque inhérent à la société mais à la communication très orientée de son management.

Je rappellerais pour ma part que Lexibook est :

- Un modèle très peu capitalistique qui permet une croissance débridée
- Une société déjà extrêmement rentable,
- Possède des opportunités de marchés gigantesques par rapport au périmètre actuel de la société (digitalisation + marché américain),
- A un historique prouvé d'exécution extrêmement solide avec une très nette surperformance de son marché
- Dispose de position concurrentielle forte sur sa niche de marché
- Position financière particulièrement solide

Le taux de l'OAT française à 10 ans est actuellement de 3.71%.

Je choisis un **taux d'actualisation de 10%**.

Ceci implique une prime de risque de 6.29%. **Considérant ces forces, je suis tout à fait à l'aise pour rester investi au capital de la société à ce niveau de prime de risque.**

OAT	3,71%
prime de risque	6,29%
<b>WACC</b>	<b>10,0%</b>

## Résultats

DCF	mars-35	mars-34	mars-33	mars-32	mars-31	mars-30	mars-29	mars-28	mars-27
résultats annuel	49 601	45 524	41 424	37 398	33 403	29 648	25 637	19 888	14 813
variation BFR	-3 561	-3 586	-3 534	-3 517	-3 392	-3 311	-3 475	-3 614	-3 254
FCF annuel	46 040	41 938	37 890	33 881	30 011	26 337	22 162	16 274	11 558
année	9	8	7	6	5	4	3	2	1
taux actualisation	0,387	0,430	0,478	0,531	0,590	0,656	0,729	0,810	0,900
<b>FCF actualisé</b>	<b>17 837</b>	<b>18 053</b>	<b>18 123</b>	<b>18 006</b>	<b>17 721</b>	<b>17 280</b>	<b>16 156</b>	<b>13 182</b>	<b>10 403</b>
multiple FCF en 2035	12								
valeur terminale 2035	214 041								
<b>valeur terminale 2035 actual</b>	<b>82 924</b>								
<b>cash net estimé 2026/03</b>	<b>10 522</b>								
<b>valorisation DCF totale</b>	<b>240 205</b>								
nb actions (k)	7 753								
<b>valorisation par action</b>	<b>30,98 €</b>								

**Mon business plan fait apparaître une estimation de valeur de 240M€, ce qui représente 30.98€ par action.**

En modulant l'hypothèse sur le coût du capital de +/- 2%, j'obtiens les estimations de valorisation suivantes.

WACC	objectif
8,0%	38,56 €
9,0%	34,49 €
<b>10,0%</b>	<b>30,98 €</b>
11,0%	27,94 €
12,0%	25,31 €

Cette estimation de valorisation traduit une totale déconnexion avec le prix proposé dans le cadre de cette offre publique.

## Conclusion

La société Lexibook est un leader sur sa niche de marché, qui a su opérer un repositionnement stratégique.

Le modèle de la société repose sur une activité largement sous-traitée, permettant une réduction sensible des besoins en investissements. Cela autorise une croissance forte et débridée, qui repose principalement sur le succès de sa stratégie de commercialisation.

Le repositionnement des ventes sur le canal B to C digital s'est avéré particulièrement pertinent, permettant une forte hausse de la marge brute et un élargissement de la gamme de produits commercialisés.

Ceci a permis une croissance exponentielle de la société depuis 5 ans avec une forte hausse de la rentabilité.

Les perspectives actuelles apparaissent toujours extrêmement favorables avec des opportunités de marché toujours très profondes tant sur le digital que sur le continent américain où la société a su trouver en Lawrence Rosen LLC un partenaire solide pour s'établir sur ce marché extrêmement stratégique.

La holding Doodle a, dans un premier temps, proposé une offre publique à 4.00€ par action en 2024. Cette première offre ne comportait pas d'option de retrait obligatoire. J'ai donc simplement choisi de ne pas apporter mes titres à ce prix, que je jugeais totalement dérisoire.

Avec le recul, on voit que les éléments apportés dans la première note d'analyse par le cabinet Sorgem pour justifier le prix de 4,00€ étaient à minima extrêmement « conservateurs ». Lexibook a ainsi réalisé dès l'année 2025 les éléments du business plan attendu en 2030. Considérant l'asymétrie d'information sur l'évolution des commandes à horizon 6-12 mois, la sincérité du business plan proposé pourrait être remise en doute.

Ceci s'ajoute aux efforts répétés des mandataires pour mettre toujours en avant des risques opérationnels normaux de la société alors même que l'historique récent d'exécution montre que la société a su, au contraire, utiliser ces incertitudes pour gagner des parts de marché (cf. signatures de nouvelles licences Marvel et Warner, extension et renouvellement de la licence Disney...)

Si les mandataires souhaitent aujourd'hui lancer une offre publique et surtout imposer un retrait obligatoire avec expropriation de tous les actionnaires minoritaires, il apparaît que les mandataires voient bien au-delà des risques qu'ils s'efforcent de rappeler à chaque publication et sont, à l'évidence, extrêmement positifs sur les perspectives réelles de la société à moyen terme.

Il est primordial que l'analyste indépendant puisse adopter une perspective neutre, en se focalisant sur le business model, effectue un travail qualitatif d'analyse pour bien comprendre les avantages compétitifs et le succès récent de la société, étudie de manière précise les réalisations chiffrées ainsi que les perspectives de développement. L'analyste ne doit pas se laisser influencer par le discours biaisé du management, ni par les multiples de valorisation du marché, qui frisent parfois l'irrationalité lorsqu'ils sont mis en perspective des réalisations.

Le fait que Moneta, jusqu'à présent le minoritaire le plus important, ait choisi de vendre au management au prix de 8.00€ ne doit pas être retenu comme justification de ce prix. Cette vente ne représente que l'accord sur un prix entre un vendeur et un acheteur, sans aucune référence à une « valeur intrinsèque ». Je tiens par ailleurs à rappeler que les sociétés de gestion ont des contraintes spécifiques et peuvent être forcées de céder les titres qu'elles portent pour leurs souscripteurs dans leurs fonds, même si la société de gestion est convaincue de la sous-valorisation de la société.

Par ailleurs, les acheteurs ne sont autres que les mandataires du groupe qui ont un historique clair de non-alignement avec le reste des minoritaires. Ils ont tout intérêt à continuer à dénigrer leur propre société afin de pouvoir en prendre le contrôle exclusif au meilleur prix.

Je pense que les perspectives présentées, ainsi que la valorisation de la transaction, auraient été bien différentes si les mandataires s'étaient trouvés du côté des vendeurs et avaient cédé leur groupe à un acheteur stratégique. A ce sujet, la personne morale Lawrence Rosen LLC pourrait à terme avoir le profil de cet acheteur stratégique qui pourrait intégrer la société Lexibook au sein de ses activités américaines plus larges.

Je considère que le prix actuellement proposé de 8.00€ ne satisfait absolument pas à l'exigence d'équité requise pour accorder le « retrait obligatoire » demandé par les initiateurs de l'offre.

J'estime que cette valorisation proposée ne reflète en aucun cas les réalisations de la société et son potentiel de développement.

Mon business plan et ma valorisation actualisée par DCF font apparaître une valorisation supérieure à 240M€, soit plus de 30 euros par action. Ceci montre la totale déconnexion entre le prix proposé et la valeur intrinsèque.

Je sollicite donc solennellement :

- À l'expert : de proposer une analyse totalement indépendante et objective, en prenant bien en compte les forces présentées dans ce courrier
- A l'AMF : de ne pas accorder le tampon « retrait obligatoire » au prix de 8.00€ tant l'écart semble important avec un estimé raisonnable de valeur