

NOM Prénom

Adresse

CP Ville

email@

Cabinet Crowe HAF

Représenté par Monsieur Olivier Grivillers

85 rue Edouard Vaillant

92300 Levallois-Perret

olivier.grivillers@crowe-haf.fr

Copie à l'Autorité des Marchés Financiers

contactopa@amf-france.org

Le 18 juin 2026

Objet : Rapport d'équité et évaluation de la valorisation de Lexibook

Je vous écris au sujet de l'évaluation de valorisation de la société Lexibook cotée sur Euronext Growth Paris, ISIN FR0000033599 ticker ALLEX.

Je possède à titre personnel 63 554 actions de la société.

La société a communiqué le 3 juin 2026 un achat de bloc d'actions par la holding Doodle, détenue par Messieurs Le Cottier Aymeric et Le Cottier Emmanuel et par Rosen Lawrence.

Cette transaction a été réalisé au prix de 8.00 euros par action, et la société vous charge actuellement d'établir un rapport d'équité sur cette estimation de valeur, puis de déposer auprès de l'AMF un projet d'OPAS qui pourra être suivi d'une OPRO.

8.00 euros par action, le capital étant composé de 7 763 319 actions, cela représente une capitalisation boursière de 62.1 millions d'euros. Soit un PER de 8 sur les résultats annuels de mars 2025.

Au dernier exercice publié, clos le 31/03/2025, la trésorerie nette de dettes financières de l'entreprise était de 7.147 millions d'euros. Cette dernière est sans doute à l'heure actuelle bien supérieure encore vu les tendances de l'exercice arrêté au 31/03/2026.

Soit une valeur d'entreprise de 54.95 millions d'euros, représentant un multiple VE/EBIT de 6.8 sur l'exercice clos en mars 2025.

C'est, pour le moment, ce qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, dans le cadre de l'OPAS qui suivra l'achat du bloc de Moneta Asset Management.

Je trouve la valorisation de 8.00 € extrêmement sous-évaluée : dans ce qui suit je porte à votre attention les éléments de la précédente évaluation de l'expert indépendant qui étaient en défaut, et vous communique mes propres éléments et ma propre évaluation.

La rentabilité économique de Lexibook

En date du 10 juin 2026, les derniers résultats annuels publiés sont ceux du 31 mars 2025, les éléments qui suivent ont été calculés sur la base des documents de référence de l'entreprise.

L'entreprise délivre une rentabilité économique très élevée depuis plusieurs années et cela ne fait que s'accélérer.

La Rentabilité des Capitaux Employés est supérieure à 20 % depuis 4 ans (et sans doute 5 ans quand nous aurons les résultats au 31 mars 2026).

| Exercice (clos 31/03) | EBIT (K€) | Capitaux employés (K€) | ROCE |
|-----------------------|-----------|------------------------|--------|
| FY2021 | 1 117 | 11 990 | 9,3 % |
| FY2022 | 4 337 | 18 305 | 23,7 % |
| FY2023 | 4 251 | 21 382 | 19,9 % |
| FY2024 | 5 951 | 24 199 | 24,6 % |
| FY2025 | 8 098 | 30 672 | 26,4 % |

Cette rentabilité des capitaux investis très élevée, est le fruit de nombreux facteurs de succès :

- La capacité de la société et de ses équipes, à choisir et négocier des licences populaires à succès auprès des enfants
- La qualité des produits fabriqués par Lexibook, conférant une image de marque fiable et désirable, dans la durée
- Un pricing power réel, qui a permis à l'entreprise de répercuter l'inflation post Covid, le choc énergétique lié à la guerre en Ukraine et même certaines variations défavorables du dollar américain
- A s'implanter sur de nouvelles zones géographiques avec succès (le continent américain étant la zone la plus prometteuse actuellement)
- A systématiquement surperformer le marché du jouet sur le territoire national
- **A avoir pris le virage de la distribution digitale avec succès depuis 2020, c'est sans doute ce qui a accéléré le plus les volumes de vente de l'entreprise, un modèle de distribution très rentable et scalable**
- **La notoriété acquise sur des market place comme Amazon permet à Lexibook d'adresser de nouveaux marchés géographiques tout en affichant des produits avec déjà des milliers de commentaires clients 4 ou 5 étoiles issus des autres pays.** Ce qui réduit fortement les coûts de publicité sur les nouveaux marchés
- Enfin la forte rentabilité permet d'autofinancer la forte croissance de l'entreprise, son modèle capex light, avec une base de coûts fixes faibles et stables

Cette forte rentabilité économique le serait encore davantage sans les rémunérations variables très élevées que s'octroient Messieurs Le Cottier Aymeric et Le Cottier Emmanuel dont voici un récapitulatif de ces dernières années.

| Exercice (clos 31/03) | Aymeric Le Cottier (Président du Directoire) | Emmanuel Le Cottier (DG, membre du Directoire) | Luc Le Cottier (Président CS) | Total management | Résultat net consolidé |
|-----------------------|--|--|-------------------------------|--------------------|------------------------|
| FY2021 | 40 000 € | 40 000 € | 12 000 € | 92 000 € | 1,57 M€ |
| FY2022 | 40 000 € | 40 000 € | 12 000 € | 92 000 € | 3,74 M€ |
| FY2023 | 350 000 € | 350 000 € | 34 000 € | 734 000 € | 3,04 M€ |
| FY2024 | 600 000 € | 600 000 € | 42 000 € | 1 242 000 € | 4,99 M€ |
| FY2025 | 600 000 € | 600 000 € | 70 000 € | 1 270 000 € | 7,37 M€ |

Sur les trois derniers exercices publiés, **cela représente plus de 20% de l'EBIT publié (jusqu'à 29% en 2024) et environ un tiers du résultat net consolidé (avec un pic de 35% en 2024). C'est extrêmement élevé.** Le directoire s'octroie plus du quart de la masse salariale totale de l'entreprise, entre 26 et 28% ces deux dernières années.

Rémunération variable du management — coût employeur total (charges sociales patronales incluses)

Méthodologie : CS patronales de 42% appliquées uniquement sur les primes du Directoire (Aymeric et Emmanuel Le Cottier, mandataires sociaux assimilés salariés). Les jetons de présence de Luc Le Cottier (Président du Conseil de Surveillance) ne sont **pas** soumis à charges sociales patronales — ce sont des revenus mobiliers.

| Exercice (clos 31/03) | Rém. variable brute | CS patronales (42% Directoire) | Coût total employeur | EBIT publié (K€) | % de l'EBIT | RN publié (K€) | % du RN | Masse sal. chargée | % Masse sal. |
|-----------------------|---------------------|--------------------------------|----------------------|------------------|-------------|----------------|---------|--------------------|--------------|
| FY2021 | 92 000 € | 33 600 € | 125 600 € | 2 236 | 5,6 % | 1 575 | 8,0 % | 3 283 483 € | 3,8 % |
| FY2022 | 92 000 € | 33 600 € | 125 600 € | 4 337 | 2,9 % | 3 731 | 3,4 % | 4 473 797 € | 2,8 % |
| FY2023 | 734 000 € | 294 000 € | 1 028 000 € | 4 251 | 24,2 % | 3 042 | 33,8 % | 4 964 968 € | 20,7 % |
| FY2024 | 1 242 000 € | 504 000 € | 1 746 000 € | 5 951 | 29,3 % | 4 992 | 35,0 % | 6 184 721 € | 28,2 % |
| FY2025 | 1 270 000 € | 504 000 € | 1 774 000 € | 8 098 | 21,9 % | 7 372 | 24,1 % | 6 713 142 € | 26,4 % |

Le ROCE déjà très élevé, serait significativement supérieur sans l'octroi de ces rémunérations très élevées.

| Exercice (clos 31/03) | EBIT publié (K€) | Rém. variable brute (K€) | CS patronales 42% (K€) | Coût total employeur (K€) | EBIT ajusté (K€) | Capitaux employés (K€) | ROCE publié % | ROCE ajusté % | Écart pt |
|-----------------------------|------------------------|-----------------------------------|------------------------------|---------------------------------|------------------------|------------------------------|---------------------|---------------------|-------------|
| FY2021 | 2 236 | 92 | 34 | 126 | 2 362 | 11 990 | 18,6 % | 19,7 % | +1,0 pt |
| FY2022 | 4 337 | 92 | 34 | 126 | 4 463 | 18 305 | 23,7 % | 24,4 % | +0,7 pt |
| FY2023 | 4 251 | 734 | 294 | 1 028 | 5 279 | 21 382 | 19,9 % | 24,7 % | +4,8 pt |
| FY2024 | 5 951 | 1 242 | 504 | 1 746 | 7 697 | 24 199 | 24,6 % | 31,8 % | +7,2 pt |
| FY2025 | 8 098 | 1 270 | 504 | 1 774 | 9 872 | 30 672 | 26,4 % | 32,2 % | +5,8 pt |

Ces trois dernières années elles représentent entre 5 et 7% de ROCE. Celui-ci serait supérieur à 32% actuellement.

Un acheteur potentiel de l'entreprise ne rémunérerait probablement pas autant ses dirigeants, et une partie des rémunérations actuelles doit donc être ajoutée aux bénéfices actuels pour estimer la valeur de l'entreprise.

Sur l'exercice clos au 31 mars 2026, dont nous attendons ardemment la publication. Il en sera de même au sujet des rémunérations variables puisqu'elles ont été provisionnées quasiment intégralement dès la clôture du premier semestre, ce qui est une première.

| 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 | | |
| Total | 1 318 774 | 1 360 274 |

| 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 |
| Total | 75 000 | -600 000 |

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

1.175 millions d'euros ont été provisionnés sur les 1.2 millions d'euros maximum prévus pour l'atteinte d'un résultat net d'au moins 6 millions d'euros.

Cela sous-entend que le management était totalement confiant dès la fin du premier semestre 2025-2026, de l'atteinte des critères de résultats pour l'obtention de leurs rémunérations variables maximales (un résultat net après impôt d'au moins 6 millions d'euros en l'occurrence).

Le chiffre d'affaires du premier semestre a atteint les 30.4 millions d'euros reflétant une croissance de +23.5%.

Le résultat d'exploitation était en baisse apparente de 5%, à 2.331 millions d'euros.

Cette baisse est simplement due à la comptabilisation des rémunérations variables dès le premier semestre, pour la première fois. 1.175 millions brut contre 0.6 millions d'euros au 30/09/2024.

Sans ce changement de pratique comptable, qui n'aura aucun impact sur les résultats annuels, le résultat d'exploitation du premier semestre serait d'environ 3.15 millions d'euros et afficherait une croissance de +28%, plus en ligne avec l'évolution de l'activité commerciale.

Au-delà de cette marque de confiance du management dès le premier semestre, et de la croissance acquise du chiffre d'affaires dès le 30 septembre 2025, cette année revêt d'autres aspects favorables plus conjoncturels. La parité euro dollars a évolué positivement pour Lexibook depuis la mise en place des droits de douane de l'administration Trump en avril 2025.

Sur l'année 2024/2025 la parité a évolué autour de 1.05 dollar américain par euro, contre un historique sur dix ans autour de 1.12 dollar.

Sur l'exercice 2025/2026, clos au 31 mars, la parité a évolué régulièrement au-dessus de 1.16 dollars et même jusqu'à 1.20 dollars. C'est un gain de +10% sur le pouvoir d'achat de l'euro par rapport à l'exercice précédent.

Lexibook réglant ses achats en dollars américains et réalisant la majorité de son chiffre d'affaires en euros, un euro fort est de très bon augure pour sa marge brute.

Le second semestre de l'exercice en cours devrait également marquer une nouvelle accélération de la croissance aux Etats-Unis.

| Exercice (clos 31/03) | CA total (K€) | Europe (hors France) | France | Reste du monde |
|-----------------------|---------------|----------------------|--------------|----------------|
| FY2021 | 27 361 | 15 049 (55%) | 10 671 (39%) | 1 642 (6%) |
| FY2022 | 45 249 | 27 149 (60%) | 16 290 (36%) | 1 810 (4%) |
| FY2023 | 51 237 | 28 180 (55%) | 19 982 (39%) | 3 074 (6%) |
| FY2024 | 58 621 | 32 828 (56%) | 19 931 (34%) | 5 862 (10%) |
| FY2025 | 74 012 | 39 226 (53%) | 25 164 (34%) | 9 622 (13%) |

Sur ces dernières années, la part du « Reste du monde » (hors Europe) est passée de 6% à 13% en deux ans, et son poids en valeur absolue a triplé (3,1 M€ → 9,6 M€). Cette zone inclut notamment les USA, marché cible prioritaire pour FY2026.

Sur le dernier exercice publié, la croissance de cette zone était de +63%. C'est un relais de croissance dimensionnant, exponentiel, pour le futur de l'entreprise. Et c'est dimensionnant pour une valorisation par DCF.

Rappelons que Messieurs Le Cottier Aymeric et Le Cottier Emmanuel se sont associés en 2024/2025 à Lawrence Rosen, vétéran de l'industrie du jouet aux Etats-Unis, pour s'implanter de manière plus efficace encore sur ce territoire.

A partir de ces éléments, comment est-il possible de justifier une valorisation à 8.00 € par action, soit un price earning ratio de 8 fois les résultats de mars 2025, sans compter la trésorerie nette..., alors que l'on sait pertinemment que les résultats au 31 mars 2026 vont être d'un niveau bien supérieur encore ? Que l'entreprise délivre une rentabilité des capitaux investis très élevée, et qu'elle débute son implantation aux Etats-Unis où la trajectoire de croissance est exponentielle par rapport à la taille de l'entreprise ?

Valorisation sur la base des DCF de l'OPA de juillet 2024

Dans le rapport d'évaluation de l'expert indépendant de l'OPA de 2024 (SOGERM EVALUATION), il est écrit que le plan d'affaires de la société présente un taux de croissance annuel moyen de 5.5% par an sur les cinq prochaines années et un taux de marge opérationnelle légèrement plus élevé que celui de l'exercice 2023/2024.

Ce rapport a été publié en octobre 2024, quelques mois seulement avant la publication du chiffre d'affaires 2024/2025, en croissance réelle de +26.3%.

Et rappelons que le chiffre d'affaires semestriel 2025/2026 est déjà en croissance de +23%. Nous sommes très loin du +5.5% de moyenne utilisé par l'expert indépendant sur la base du

plan 2028 fourni par Lexibook. Cela m'interroge sur les hypothèses qui ont permis de justifier une valorisation de 8.00 € aujourd'hui.

2.3 Présentation des prévisions retenues

2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur un Plan d'Affaires à horizon 2028¹⁰ construit par le Management de Lexibook début 2024 et présenté aux candidats potentiels lors du processus de recherche d'un investisseur financier (et notamment à Lawrence Rosen LLC).

Ce plan (ci-après le « Plan d'Affaires ») présente un taux de croissance annuel moyen de 5,5% par an sur les cinq prochaines années, assorti d'un taux de marge opérationnelle légèrement supérieur au taux historiquement élevé de l'exercice 2023/24.

I21. Compte de résultat consolidé – exercices 2024-2025 / 2023-2024

| En K€ | 31 MARS 2025 | 31 MARS 2024 | Variation % |
|------------------------|--------------|--------------|-------------|
| Chiffre d'affaires net | 74 012 | 58 621 | 26.3% |

b) Horizon explicite du Plan d'Affaires (2024 – 2028) – Principales tendances

Evolution du chiffre d'affaires

Après trois années de cycle haussier post-covid, le chiffre d'affaires est prévu en croissance de 7,5% sur l'exercice 2024/25 avant de croître sur la durée restante du Plan d'Affaires, à un taux de croissance nette moyen annuel (« TCAM ») de 5%.

Le chiffre d'affaires devrait ainsi s'établir entre 75,0 M€ et 80,0 M€ sur l'exercice clôturant le 31 mars 2029, soit un niveau jamais atteint par la société et qui représente un niveau d'activité supérieur de près de 50% à la moyenne des trois derniers exercices.

Le chiffre d'affaires 2024/2025, de 74 millions d'euros, a atteint dès la première année du plan 2024/2028, l'objectif qu'il aurait dû atteindre au 31/03/2029.

Evolution des marges

Conservant un taux de marge brute stable et considérant une augmentation des principaux coûts nécessaires à la croissance (publicité, royalties, transport notamment), le Management anticipe un taux de marge d'EBITDA stable, légèrement inférieur à 11% sur l'horizon du Plan d'Affaires, soit très légèrement supérieur au taux de marge d'EBITDA réalisé au cours de l'exercice 2023/24.

Ainsi, en fin de plan, l'EBITDA de Lexibook s'établirait à plus de 8 M€, ce qui représenterait une augmentation de plus de 30% par rapport au point haut historique atteint sur le dernier exercice clôturé.

L'EBITDA du 31/03/2025, de 9.7 millions d'euros, était déjà supérieur à la cible au 31/03/2029.

Le taux de marge d'EBITDA des exercices clos en mars 2024 et mars 2025 étaient respectivement de 12.7% et 13.1%.

I21. Compte de résultat consolidé – exercices 2024-2025 / 2023-2024

| En K€ | 31 MARS 2025 | 31 MARS 2024 | Variation % |
|---|---------------|---------------|--------------|
| Chiffre d'affaires net | 74 012 | 58 621 | 26.3% |
| Coûts d'achat des produits vendus | -29 455 | -23 535 | 25.2% |
| Marge Brute | 44 557 | 35 086 | 27.0% |
| Services Extérieurs | -22 400 | -17 374 | 28.9% |
| Taxes (hors impôt société) | -58 | -25 | 134.4% |
| Dépenses de personnel | -6 713 | -6 185 | 8.5% |
| Autres produits et charges d'exploitation | -7 288 | -5 551 | 31.3% |
| Résultat d'exploitation | 8 098 | 5 951 | 36.1% |
| EBITDA | 9 721 | 7 459 | 30.3% |

Le niveau de BFR retenu par l'expert indépendant semble particulièrement élevé.

Détermination du besoin en fonds de roulement normatif

Le besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») de fin d'exercice a été estimé à environ 27% du chiffre d'affaires sur l'horizon du Plan d'Affaires.

Or en raison de la forte saisonnalité de l'activité, le BFR est sujet à une volatilité importante au cours de l'exercice fiscal de Lexibook. Historiquement, le BFR atteint un pic en novembre (liés aux stocks nécessaires pour la période de Noël) et est à un niveau proche d'un point bas en mars (déstockage et encaissement des ventes de Noël). Dans ce contexte, nous avons mené des analyses afin de déterminer un BFR normatif plus représentatif de la réalité économique de la Société (nécessité de conserver une trésorerie disponible pour couvrir les achats liés aux produits vendus sur la période des fêtes de fin d'année).

Sur la base de ces analyses, nous avons retenu un niveau de BFR égal à 40% du chiffre d'affaires annuel sur la période du plan, correspondant à un ajustement d'environ 1,5 fois le ratio BFR/chiffre d'affaires de fin mars tel que communiqué dans le Plan d'Affaires.

Il le détermine à 40% du chiffre d'affaires, volontairement plus élevé de 50% par rapport au plan d'affaires de la société.

Dans le flash valeur d'Euroland Corporate du 23/07/2024, juste après la première Offre Publique de Doodle sur les titres de Lexibook, à 4.00 € par action, on note que **le cabinet d'analyste, sous contrat avec la société Lexibook (et donc ayant accès aux budgets de l'entreprise), utilise dans ses modèles un taux de BFR/CA de 21.8%**. C'est un niveau plutôt en ligne avec l'historique.

Sur les 5 dernières années, même dans un scénario de stockage volontairement élevé pour éviter les ruptures d'approvisionnement dans un environnement de fret maritime rendu difficile par des conflits géopolitiques, le BFR n'a jamais atteint les 40% du chiffre d'affaires. Au pire il est monté à 31.6% du CA en 2022 du fait d'une reconstitution forte du stock post COVID comme explicitement mentionné dans le document de référence.

Sur les 5 dernières années, il a atteint deux ans 31.5% du CA environ (2022 et 2023), en 2021, 2024 et 2025 il a oscillé entre 21 et 23% du CA. Tout à fait en ligne avec l'historique.

La marge d'EBITDA retenue par l'expert est finalement de 10.0%. **Sur les 5 dernières années elle a dépassé ce niveau 4 ans sur 5, et s'améliore continuellement, fruit du levier opérationnel réel de l'entreprise.** Sur les exercices 2024 et 2025, elle était d'environ 13.0% (malgré les rémunérations très élevées du Directoire).

Le taux d'impôt sur les sociétés retenu par l'expert était de 22.5%. Pourtant grâce aux déficits reportables de Lexibook, sur les 5 dernières années, son taux effectif d'IS n'est monté qu'à 13% au maximum...

Enfin le taux d'actualisation retenu est très élevé, 14.50% permettant de réduire drastiquement la valorisation en sortie de modèle DCF.

L'expert justifie ce taux, entre autres, par une prime de risque supplémentaire du fait de la taille de l'entreprise.

Cela lui semble pertinent dans la mesure où une taille significative de l'entreprise permettrait d'avoir un meilleur pouvoir de négociation des prix avec les clients et avec les fournisseurs. Cela n'a aucun sens d'intégrer cette « prime de taille » le pouvoir de négociation avec les clients et les fournisseurs est déjà reflété par le taux de marge brute de l'entreprise et par l'ampleur du BFR. Ajouter une prime de taille de 4.04% est donc une manière de pénaliser deux fois la valorisation de l'entreprise pour une même raison.

2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques montrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF¹³.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Kroll aboutit à une estimation de la prime de taille de 4,04%¹⁴.

Au cas d'espèce, l'application d'une telle prime nous paraît opérationnellement justifiée dans la mesure où une taille significative permet notamment d'accroître son pouvoir de négociation vis-à-vis de ses clients (fixation des prix) et fournisseurs (économies d'échelle).

Un taux d'actualisation proche de 10.0% est beaucoup plus cohérent et reste bien supérieur à ce qui est appliqué aux plus grosses capitalisations boursières du marché.

Conclusion et valorisation

Tous ces éléments dimensionnants du DCF, ont été visiblement orientés par le plan d'affaires de la société afin d'entraîner une forte sous valorisation du modèle de l'expert indépendant SORGEM EVALUATION.

Il est également coutume des dirigeants, d'adopter **un ton volontairement pessimiste** sur les perspectives dans les communiqués, pour finalement, publier des résultats bien supérieurs ... un exemple parmi de nombreux chaque année :

18/11/2024 communiqué des résultats semestriels arrêtés au 30/09/2024 la société évoque « un contexte général anxieux du fait des incertitudes géopolitiques mondiales, le Groupe Lexibook est raisonnablement confiant sur son niveau d'activité ».

Pour finalement publier le 14/02/2025 des ventes du 3^{ème} trimestre **en croissance de 31%** (arrêté au 31/12/2024) donc 6 semaines seulement après les perspectives « moroses », sur le trimestre le plus fort de l'exercice comptable puisqu'il inclut la période de Noël...

Sur ce communiqué ils écrivent « Le T4 2024-25 est attendu à un niveau similaire à celui de 2023-2024, portant le chiffre d'affaires annuel du Groupe Lexibook sur l'exercice fiscal complet à un niveau proche de 70M€. » pour publier le 17/06/2025 un chiffre d'affaires annuel de 74 millions d'euros, **ce qui signifie, par soustraction, que le 4^{ème} trimestre a généré 10.06 millions de chiffres d'affaires affichant une croissance de près de 58%**.

Je m'interroge donc sur la robustesse et l'indépendance de ces références et celles ayant permis aux dirigeants de proposer une nouvelle offre à 8.00 € par action.

Etant donné que l'OPAS en cours, dont vous avez charge de l'évaluation et de l'attestation d'équité, risque d'assécher suffisamment le flottant pour entraîner une OPRO alors la valorisation proposée aux minoritaires est particulièrement importante.

Au regard des fondamentaux économiques récents de la société, de sa rentabilité très élevée, de sa trajectoire de croissance et de la surperformance massive délivrée depuis la dernière valorisation de l'été 2024, **une valorisation équitable serait de 20 euros par action.**

Celle-ci est obtenue par DCF avec la projection de flux suivantes :

| RÉSULTAT DE LA VALORISATION | | | | | |
|-----------------------------|--------------------------|---------|-----------------------|---------|----------------|
| Valeur d'entreprise | Valeur des fonds propres | | Prix par action (DCF) | | |
| 147 698 K€ | 154 844 K€ | | 19,95 € | | |
| 148,0 M€ | VE + trésorerie nette | | +156% vs -7,80 € | | |
| PROJECTION DES FLUX (EN K€) | | | | | |
| Ligne | FY2026E | FY2027E | FY2028E | FY2029E | Val. terminale |
| CA | 96216 | 115459 | 132778 | 152694 | |
| EBIT | 12508 | 15010 | 17261 | 19850 | |
| NOPAT | 10507 | 12608 | 14499 | 16674 | |
| Capex + R&D | 481 | 577 | 664 | 763 | |
| BFR/CA (%) | 23,0% | 22,3% | 21,7% | 21,0% | |
| Δ BFR | 5255 | 3656 | 2983 | 3297 | |
| FCF | 4771 | 8375 | 10853 | 12613 | 12865 |
| FCF actualisé | 4357 | 6985 | 8266 | 8774 | 119317 |
| VE actualisée (K€) | 147 698 | | | | |

La croissance du CA de mars 2026 est estimée à +30%. Le second semestre de Lexibook est historiquement plus dynamique que le premier, et le premier semestre 2025/2026 affiche déjà 23% de croissance.

Dans le modèle, la croissance de l'activité ralentie à 20% en 2027, 15% en 2028 et 2029. Soit une croissance annualisée de 19.8% par an sur 4 ans. Ce qui est très inférieur aux 4 dernières années qui ont délivré une croissance annualisée de 28.2% alors même que le marché américain n'était pas encore adressé par la société. Pour rappel cette zone géographique a délivré 63 % de croissance d'activité sur l'exercice clos en mars 2025.

Ces hypothèses sont donc relativement prudentes à la fois du fait de l'historique récent et des perspectives commençant à se matérialiser fortement sur le continent américain. Il ne serait pas étonnant que la société surperforme une fois encore ce plan d'affaires, tant le marché américain offre une profondeur exponentielle par rapport à l'activité actuelle de la société.

Dans cette valorisation, la croissance terminale est de 2.0% et le WACC de 9.5%, en ligne avec le taux sans risque et la prime de risque actuelle du marché.

La marge d'EBIT augmente légèrement pour converger vers 13% reflétant l'effet de levier opérationnel de la société et le retraitement partiel des rémunérations très élevées des dirigeants comme expliqué lors de l'analyse de la rentabilité des capitaux employés.

Le taux d'IS serait supérieur à l'historique au fur et à mesure de l'apurement des déficits reportables.

Le BFR/CA convergerait progressivement vers le niveau historique et le niveau de capex est en ligne avec la moyenne historique.

La table de sensibilité suivante affiche la variabilité du modèle au taux d'actualisation et au taux de croissance terminale choisi.

| WACC \ g | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 8% | 21,95 € | 23,37 € | 25,02 € | 26,97 € | 29,32 € | 32,18 € | 35,77 € |
| 9% | 19,15 € | 20,20 € | 21,39 € | 22,77 € | 24,38 € | 26,28 € | 28,56 € |
| 10% | 16,98 € | 17,78 € | 18,68 € | 19,70 € | 20,86 € | 22,20 € | 23,77 € |
| 11% | 15,25 € | 15,88 € | 16,57 € | 17,35 € | 18,22 € | 19,21 € | 20,34 € |
| 12% | 13,84 € | 14,34 € | 14,89 € | 15,50 € | 16,17 € | 16,93 € | 17,78 € |

Je vous demande en conséquence :

- de tenir compte dans votre rapport d'équité, des éléments factuels et chiffrés que je vous communique aujourd'hui ;
- de préciser les hypothèses retenues dans le DCF (taux d'actualisation, valeur terminale, plan d'affaires) et leur source ;
- de vous assurer que votre rapport mentionne explicitement les limites méthodologiques liées aux conflits d'intérêts des dirigeants, initiateurs de l'offre par le biais de leur holding Doodle.

Je suis à votre disposition pour tout échange écrit ou un rendez-vous par téléconférence et vous prie d'agréer, Monsieur, l'expression de mes salutations distinguées.

Monsieur Prénom NOM

Actionnaire de Lexibook