



EXPERTISE INDÉPENDANTE DE LA SOCIÉTÉ MADE DANS LE CADRE DE L'OFFRE VOLONTAIRE DE RACHAT SUIVIE DE LA RADIATION D'EURONEXT ACCESS

SOMMAIRE

1. Introduction	p.4	4. Travaux d'évaluation	p.28
1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant	p.5	4.1. Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	p.29
1.2. Présentation du cabinet et déclaration d'indépendance	p.6	4.2. Méthodes d'évaluation retenues	p.32
1.3. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF	p.7	4.3. Méthodes d'évaluation écartées	p.34
1.4. Rémunération de l'Expert Indépendant	p.8	4.4. Référence du cours de bourse	p.36
1.5. Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	p.9	4.5. Valorisation par la méthode des transactions comparables	p.37
1.6. Diligences effectuées par l'expert	p.10	4.6. Valorisation par la méthode des DCF	p.38
1.7. Affirmations obtenues	p.12	4.7. Valorisation par la méthode de la rente du goodwill	p.40
2. Présentation de l'opération	p.13	4.8. Proposition d'une fourchette de valeur des titres MADE	p.42
2.1. Présentation de l'opération	p.14	5. Attestation sur le caractère équitable du prix proposé	p.43
3. Présentation de la société	p.15	6. Synthèse	p.45
3.1. Historique, activité et positionnement stratégique	p.16	6.1. Proposition d'une fourchette de valeur des titres MADE	p.46
3.2. Analyse sectorielle	p.19	7. Annexes	p.47
3.3. Diagnostic stratégique	p.21	7.1. Base documentaire	p.48
3.4. Analyse historique des comptes sociaux	p.23	7.2. Principales caractéristiques des transactions comparables	p.49
3.5. Analyse du business plan	p.27	7.3. Equipe dédiée à la mission et moyens matériels	p.50



SOMMAIRE

7.4. Circulaire COPA n°2 – Liquidité au sens du droit des OPA

p.52

7.5. Glossaire

p.53

INTRODUCTION

CADRE RÉGLEMENTAIRE DE L'INTERVENTION DE L'EXPERT INDÉPENDANT
PRÉSENTATION DU CABINET ET DÉCLARATION D'INDÉPENDANCE
ADHÉSION À UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AMF
RÉMUNÉRATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT
MISSIONS D'EXPERTISE INDÉPENDANTE RÉALISÉES AU COURS DES 36 DERNIERS MOIS
DILIGENCES EFFECTUÉES PAR L'EXPERT
AFFIRMATIONS OBTENUES



1. INTRODUCTION

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant

Conformément aux dispositions de l'article 3.2, 4) du Livre II des Règles d'Euronext Access en date du 2 mai 2024 (les « **Règles de Marché** »), la société NOVARC, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 3.900.446,75 euros, dont le siège social est 815 C Chemin du Razas, ZI Les Plaines, 26780 Malataverne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Romans sous le numéro 380 765 131 (indifféremment l'« **Initiateur** » ou « **NOVARC** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société MADE, société anonyme à conseil d'administration au capital de 256.330,00 euros, dont le siège social est Impasse de la Garrigue, 83 210 La Farlède, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Toulon sous le numéro 381 537 604 (indifféremment la « **Société** » ou « **MADE** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Access géré par Euronext Paris (« **Euronext Access** ») sous le code ISIN FR0010328302 (Mnémonique : MLMAD) (collectivement, les « **Actions** » et, individuellement, une « **Action** »), d'acquérir la totalité de leurs Actions à un prix unitaire de 12,00 euros (l'« **Offre** »).

Cette Offre sera suivie, si les conditions sont réunies, d'une radiation des Actions du marché Euronext Access, conformément aux dispositions de l'article 3.2, 4) du Livre II des Règles de Marché.

En date du 1er août 2025, les Initiateurs ont conclu avec les actionnaires majoritaires de la Société MADE un protocole de cession portant sur leur participation majoritaire au sein du capital de la Société sous conditions suspensives, et sur une Offre Volontaire de Rachat concernant les 381 442 actions ouvertes à la négociation sur le marché Euronext Access.

Le présent Rapport d'expertise indépendante a pour objectif d'éclairer les membres du Conseil d'administration de la Société sur le caractère justifié du prix de l'Action retenu dans l'Offre de rachat des Actions à venir en vertu des dispositions de l'article 3.2, 4) des Règles de Marché. Pour autant, nos travaux ne consistent pas en une analyse d'opportunité de l'opération.

Le Rapport comportera (i) une partie introductive présentant notamment le contexte et le cadre réglementaire (cf. section 1 et 2 du rapport), (ii) une description de la Société MADE (cf. section 3 du Rapport), (iii) nos travaux d'évaluation (cf. section 4 du Rapport), et (iv) une conclusion.

Le programme de travail mis en œuvre dans le cadre de la présente expertise indépendante est indiqué en section 1.6. La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en annexe 7.1.

1. INTRODUCTION

1.2. Présentation du cabinet et déclaration d'indépendance

Présentation synthétique du cabinet et de l'équipe

- ♦ Arthaud & Associés Audit est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes, inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables d'Auvergne Rhône-Alpes et à la Compagnie Régionale des Commissaires aux comptes de Lyon - Riom.
- ♦ Arthaud & Associés Audit est une filiale à 100% de Arthaud & Associés Group, qui compte plus de 100 collaborateurs. Le capital de Arthaud & Associés Group est détenu directement ou indirectement par ses 13 associés, personnes physiques.
- ♦ Arthaud & Associés Group est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 6 060 523 €, son siège social est situé à Tassin-la-Demi-Lune, 69160. Le groupe développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation, transaction services, expertise comptable et conseil. Chaque activité est animée par un ou plusieurs associés et dispose d'une équipe dédiée.
- ♦ Olivier Arthaud, Président de Arthaud & Associés Group, est diplômé en Évaluation & Transmission d'entreprise (Lyon 2), Expert de justice près la Cour d'appel de Lyon en Évaluation, Président du Comité Evaluation et Transmission du CSOEC, et membre de la Commission Evaluation de la CNCC depuis 2009. Il est également Co-concepteur du parcours de formation CNCC évaluation d'entreprise. Les missions d'évaluation sont réalisées par le département « Transaction Services » du cabinet, composé d'une vingtaine de collaborateurs dont 4 associés spécialisés.

Déclaration d'indépendance

- ♦ En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet et le signataire du présent rapport ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société et son actionnaire majoritaire la Société, ainsi que de leurs conseils juridiques et financiers respectifs et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08 susmentionnée. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :
 - N'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Opération, ou leurs conseils, susceptible d'affecter leur indépendance ;
 - N'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Opération ou qui réalise l'Opération au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
 - Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Opération, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Opération ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
 - N'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.
- ♦ Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise indépendante, ainsi que les moyens matériels mis à disposition sont présentés en annexe 7.3 au présent rapport.

1. INTRODUCTION

1.3. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF

- ♦ Le groupe Arthaud & Associés est membre de l'Association d'experts en Evaluation (A3E). L'association A3E a été reconnue par l'AMF, dans le cadre d'une procédure spécifique concernant l'Expertise Indépendante de certains de ses membres. Le groupe Arthaud & Associés est signataire d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante mise en place par l'A3E.

1. INTRODUCTION

1.4. Rémunération de l'Expert Indépendant

Rémunération de l'Expert Indépendant

- ♦ Le montant des honoraires perçus par Arthaud & Associés au titre de la présente mission s'élève à 35.000€, hors taxes et hors frais. Le montant des honoraires tient compte de la complexité de la mission, de la structuration juridique et de la taille du Groupe à évaluer.

1. INTRODUCTION

1.5. Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

- ♦ Au cours des 12 derniers mois, le cabinet n'a pas produit d'attestations d'équité et/ou de rapports d'expertise indépendante.

1. INTRODUCTION

1.6. Diligences effectuées par l'expert

- ♦ La présente mission est réalisée par Olivier Arthaud, associé fondateur du cabinet Arthaud & Associés, Maxime Hedelius, directeur associé spécialisé en évaluation financière des entreprises, conformément à la lettre de mission du 29 juillet 2025.
- ♦ Nos travaux ont été réalisés sur la base (i) des documents communiqués par la Société et ses conseils et (ii) des informations transmises lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :
 - La présentation de l'opération envisagée et son contexte.
 - La description de l'activité de la Société et de son marché.
 - Les comptes sociaux de la Société pour les exercices 2023 et 2024, ainsi que les situations comptables au 31 mars 2024 et au 31 mars 2025.
 - Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres au 31 mars 2025.
 - Le rapport de Due Diligence financière réalisé par le cabinet Deloitte en mai 2025 pour le compte de la société Novarc.
 - Le périmètre et l'incidence des opérations en cours.
 - L'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du business model.
 - La prise de connaissance des supports de présentation de l'opération et de la documentation juridique s'y rapportant.
 - L'examen de l'information publique et réglementée de la Société.
 - L'étude détaillée et contradictoire du plan d'affaires de la Société (le « Business Plan »).
- ♦ Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une analyse critique des hypothèses structurantes formalisées par La Société et ses conseils, ainsi qu'une valorisation multicritère de la Société, et une analyse du positionnement du prix de rachat par rapport à la valeur fondamentale du Titre découlant de la valorisation multicritère de la Société.

Nous nous sommes entretenus avec les personnes suivantes :

MADE :

- ♦ Marc Rivasseau : Président du Conseil d'Administration
- ♦ Grégoire Rivasseau : Responsable Administratif et Financier de la Société.

NOVARC :

- ♦ Benoît Fournand : Directeur financier
- ♦ Marius Leguy : Analyse financier

Cabinet LAMY LEXEL, conseil juridique de NOVARC :

- ♦ Vincent Medail : Avocat associé
- ♦ Typhanie Le Gall : Avocat

Remarques reçues d'actionnaires minoritaires :

Néant.

1. INTRODUCTION

1.6. Diligences effectuées par l'expert

- ♦ Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :
 - Des comptes sociaux audités 2023 et 2024 de la Société pour les exercices clos au *30 septembre 2023* et *30 septembre 2024*.
 - Des situations comptables semestrielles arrêtées au *31 mars 2024* et *31 mars 2025*.
 - De la présentation du Business Plan 2025-2032, établi par le management de la Société.
 - Le protocole de cession du bloc majoritaire en date du 1^{er} août 2025.
- ♦ Nous avons principalement utilisé les bases de données financières Infront Analytics et Epsilon Research, ainsi que les outils développés par le cabinet en lien avec l'A3E et la Commission Evaluation de la CNCC.
- ♦ Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente.
- ♦ Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.
- ♦ Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

1. INTRODUCTION

1.7. Affirmations obtenues

Affirmations obtenues et limites de la mission

- ♦ Nous avons obtenu des confirmations de la direction de la Société (la « Direction ») et, par voie d'entretien, avec les conseils juridiques et financiers de l'initiateur, des précisions sur des points relatifs à l'Opération.
- ♦ Nous avons obtenu une lettre d'affirmation en date du 13 octobre 2025.
- ♦ Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION



2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

2.1. Présentation de l'opération

Sociétés concernées

- ♦ Cessionnaire : NOVARC.
- ♦ Cédants : Familles SPADA, RIVASSEAU et DAIDONE, actionnaires de la société MADE.

Présentation du groupe NOVARC

- ♦ NOVARC est un groupe industriel français créé en 1993. Basé à Malataverne (26), le groupe de 1700 collaborateurs dispose d'une présence internationale grâce en partie à une croissance externe soutenue (3 ou 4 opérations par an).
- ♦ NOVARC compte trois business units :
 - NOVARC Networks, spécialisée dans les équipements pour la construction, la protection et la maintenance des réseaux électriques, ferroviaires et télécoms.
 - NOVARC Safety, qui conçoit, développe et commercialise du matériel d'exploitation de réseaux ainsi que du matériel de sécurité adapté aussi bien aux réseaux à basse et haute tension.
 - NOVARC Motion & Industry, spécialisée dans les consommables techniques d'équipement et de rénovation à destination des professionnels de l'automobile et de l'industrie.
- ♦ Le groupe compte les acteurs suivants parmi ses principaux clients : Enedis, RTE, Enel, Vinci Energy, Orange, Schneider, SNCF.

Présentation de l'opération

- ♦ Le projet porte sur l'acquisition de 100% des titres MADE par le groupe NOVARC.
- ♦ L'objectif est de l'intégrer à la business unit Safety qui représente aujourd'hui un total de 140 m€. L'expertise de MADE viendra compléter l'offre existante grâce à sa spécialisation dans la détection de réseaux électriques, gaz et eau.
- ♦ L'opération aura lieu en deux temps :
 - La cession majoritaire relative aux 900 208 titres des cédants.
 - L'opération public d'achat relative aux 381 442 actions ouvertes à la négociation sur le marché Euronext Accès.
- ♦ Le financement est permis grâce à un emprunt senior existant. La totalité du prix sera versé au cédant sous forme de virement bancaire.
- ♦ L'opération implique la démission de MM. Marc RIVASSEAU, Didier SPADA et Alain DAIDONE de leurs fonctions respectives à la date de réalisation. Cependant, un contrat de travail sera conclu entre M. Marc RIVASSEAU et la société. Ce dernier occupera le poste de directeur du développement jusqu'au terme de son contrat, le 31 décembre 2026.
- ♦ L'opération impliquera également la résiliation du bail actuel conclu avec la SCI LA MAISON BLANCHE. Ce dernier sera remplacé par un nouveau bail avec des conditions financières identiques, soit un loyer annuel à 93 k€ TTC.
- ♦ A la date de réalisation de l'opération, le cessionnaire procédera à une attribution gratuite d'actions ordinaires au profit de Mme. Corinne DE BOISTEL, M. Philippe PICON, M. Olivier GOEURY et M. Grégoire RIVASSEAU.

Clauses suspensives

- ♦ Le protocole de cession intégrait les clauses suspensives suivantes (i) l'obtention de l'accord du co-contractant Impulse Radar dans le cadre du changement de contrôle de la Société, et (ii) l'absence de survenance d'un évènement significatif défavorable jusqu'à la date de réalisation. La clause suspensive « Impulse Radar » a été levée et la cession du bloc majoritaire a pu intervenir conformément au calendrier.

PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

HISTORIQUE, ACTIVITÉ ET POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

ANALYSE SECTORIELLE

DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE

ANALYSE HISTORIQUE DES COMPTES SOCIAUX

ANALYSE DU BUSINESS PLAN



3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.1. Historique, activité et positionnement stratégique

Présentation générale de la société MADE

Activité

- ♦ MADE est une société anonyme à conseil d'administration fondée le 28 mars 1991. Elle est basée à La Farlède (83).
- ♦ Il s'agit d'une société française spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements électroniques professionnels. Leurs solutions innovantes se basent sur un savoir-faire pluridisciplinaire en électronique, information embarquée et mécanique. Ces solutions sont distribuées dans plus de 50 pays.
- ♦ La société intervient dans les domaines d'activités de l'exploitation électrique, la géo-détection, les télécom, la détection de lignes aériennes Haute Tension et la Défense.

Cotation

- ♦ La première cession d'actions de la société MADE sur le marché libre a eu lieu le 23 juin 2006. Elle est actuellement listée sur le segment Euronext Access.
- ♦ La répartition des 1 281 650 actions ordinaires composant le capital de la société MADE au 09/09/2025 est la suivante :
 - Cédant : 900 208 actions, soit 70% du capital.
 - Flottant : 381 442 actions, soit 30% du capital.

Produits

- ♦ Son offre se compose de :
 - Outils pour l'exploitation des réseaux électriques (identificateur de câble électrique, testeur de fusible...)
 - Dispositifs pour la localisation des réseaux enterrés (localisateurs de câble de Merytronic et Radiodétection, géoradars...)
 - Détecteurs de lignes aériennes à haute tension,
 - Solutions d'aide à la téléconduite du réseau électrique sur tout type de support de transmission
 - Equipements de sécurité (Equipement de protection individuelle électrique, testeur de tension...).

Partenaires

- ♦ Elle compte parmi ses partenaires historiques des groupes de secteurs variés dont Enedis, Engie, GrDF, DCNS, Orange, Naval Group, Point P...

KPI de la société



1991
Création



La Farlède (83)
Siège social



47
Effectifs 2025



1,7 m€
EBITDA FY24

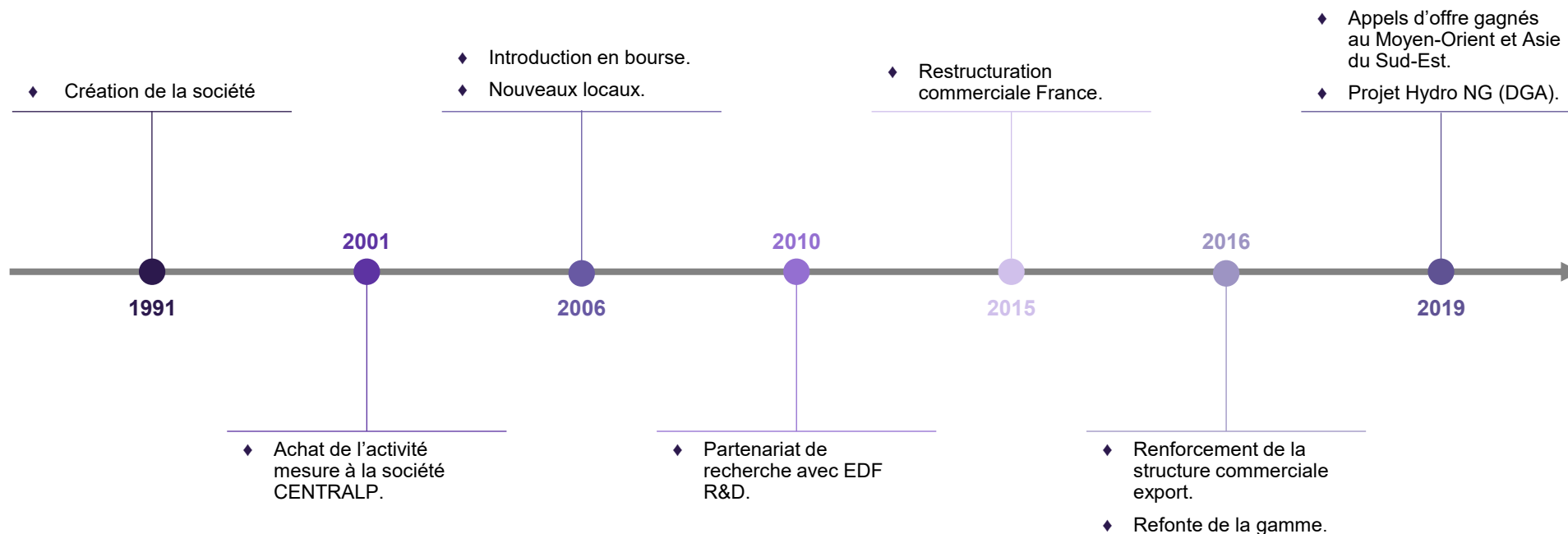


9,7 m€
CA FY24

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.1. Historique, activité et positionnement stratégique

Historique de la société MADE



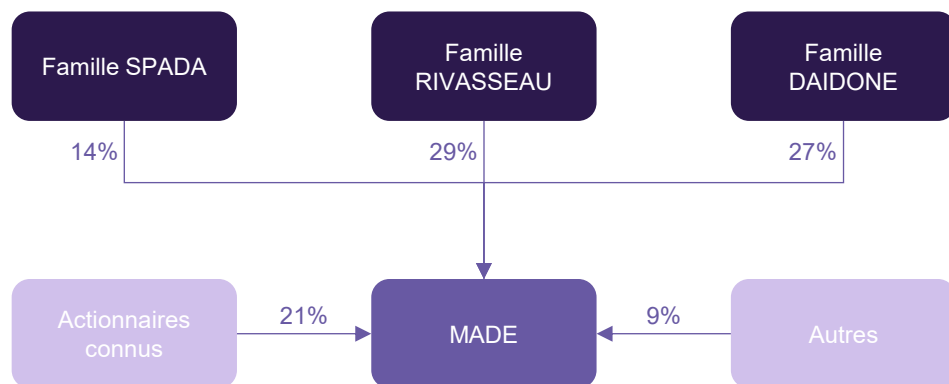
♦ Depuis sa création, MADE conçoit et développe régulièrement de nouveaux produits afin de compléter et faire évoluer ses gammes.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.1. Historique, activité et positionnement stratégique

Organigramme juridique de la société

Organigramme juridique



Fiche signalétique

MADE	
Date immatriculation	28/03/1991
Forme juridique	Société anonyme à conseil d'administration
Capital	256 330,00 €
Code NAF	26.51B (Fabrication d'instrumentation scientifique et technique)
RCS	381 537 604 R.C.S. Toulon
Adresse du siège	167 Impasse de la garrigue, 83210 La Farlède
Date de clôture	30 septembre
Président Directeur Général	Marc RIVASSEAU
CAC	Société Audit Consulting et Associés

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.2. Analyse sectorielle

Étude Xerfi – La fabrication d'appareils de mesure et de navigation – Mai 2025

- ♦ L'étude retenue est celle qui présente la plus grande proximité avec le secteur analysé, bien qu'elle demeure relativement large. Il convient toutefois de préciser que la société évaluée exerce dans un domaine de niche.

Codes NAF concernés :

- ♦ 26.51A : « Fabrication d'équipements d'aide à la navigation » ;
- ♦ 26.51B : « Fabrication d'instrumentation scientifique et technique ».

Périmètre de l'étude :

- ♦ L'étude porte sur la fabrication d'appareils de mesure et de navigation, à l'exclusion des appareils de pesage. Les instruments de mesure sont majoritairement destinés au contrôle industriel alors que les instruments de navigation s'adressent aux professionnels de l'aéronautique et de la construction navale.

Produits

- ♦ Les professionnels du secteur fabriquent 4 grands types de produits :
 - Les instruments de mesure.
 - Les appareils de contrôle.
 - Les compteurs d'électricité, gaz, essence.
 - Les instruments de navigation.

Marchés clients

- ♦ Le secteur compte un large panel de marchés clients, dont :
 - L'industrie aéronautique et spatiale.
 - La construction de matériel de transport, dont les industries automobile et navale.
 - L'industrie manufacturière.
 - Les énergies et les télécommunications.
 - Les acteurs du transport et des services publics.
 - Les laboratoires de biologie médicale et centres de R&D.

Un secteur à forte intensité concurrentielle

- ♦ A l'échelle nationale, le secteur pesait 9 milliards d'euros en 2023. Ses professionnels occupent par ailleurs une forte position dans la navigation aérospatiale, ce qui représentait 2,4 milliards d'euros cette année-là.
- ♦ L'activité du secteur est fortement concentrée, avec notamment 4 multinationales (i.e. Safran, Thalès) qui captent plus de 50% du chiffre d'affaires. Ces dernières disposent d'importantes capacités de fabrications et d'une expertise poussée.
- ♦ Bien que la France se place en seconde position sur le secteur européen, l'intensification de la concurrence étrangère pousse certains sites à la fermeture et augmente le nombre de défaillances des petites structures. Les professionnels français optent pour la spécialisation. En effet, ces derniers passent par l'innovation et la montée en gamme pour contrer la concurrence bon marché venue d'Asie et de l'Europe de l'Est. Le tissu économique français compte ainsi un nombre important de start-ups et de technologies de pointe.

Une balance commerciale excédentaire

- ♦ La balance commerciale de la France pour les appareils de mesure est excédentaire. En effet, le secteur est tourné vers l'export avec près de 36% du chiffre d'affaires global réalisé à l'exportation en 2023. Les principaux clients internationaux se trouvent en Europe, en Asie et aux Etats-Unis. Face à l'intensification des tensions géopolitiques, la demande des pays de l'OTAN devrait soutenir le segment de la défense.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

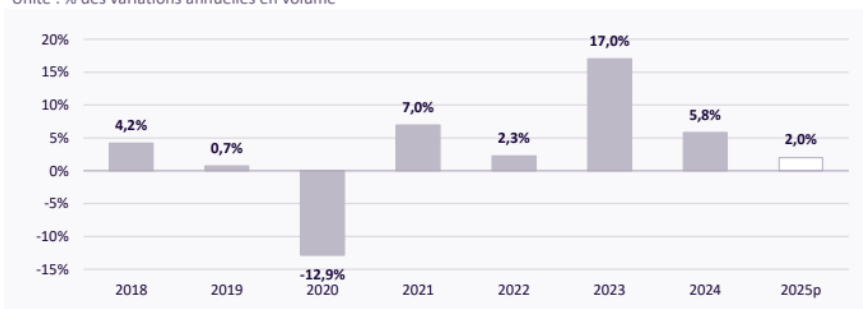
3.2. Analyse sectorielle

Tendances historiques

- ♦ La demande en appareils de mesure a été ralentie en 2024, notamment sur le segment aéronautique qui n'a progressé que de +0,3%.
- ♦ La situation s'est avérée encore plus dégradée pour le segment automobile avec une chute de la production de 18% en France et 9% en Europe, pour cause le repli de la demande en véhicules neufs. Un ralentissement a également été constaté pour les branches de métrologie pour machinisme et celle des compteurs électriques, gaz, essence.
- ♦ Les exportations ont néanmoins permis de limiter les impacts négatifs du déclin du marché local.
- ♦ Une même tendance était observable pour les prestations de services, dont le chiffre d'affaires a reculé de 1,8% en 2024.
- ♦ En 2024, le chiffre d'affaires du secteur a soutenu par le dynamique du secteur de la défense et par les revalorisations tarifaires. Néanmoins, le recul du volume de facturations de services (-10%) a pesé sur l'activité. Ce ralentissement a mené, entre autres, à l'annulation de services non essentiels comme la modernisation d'équipements ou les prestations d'assistance technique.

Production française d'appareils de mesure et de navigation

Unité : % des variations annuelles en volume



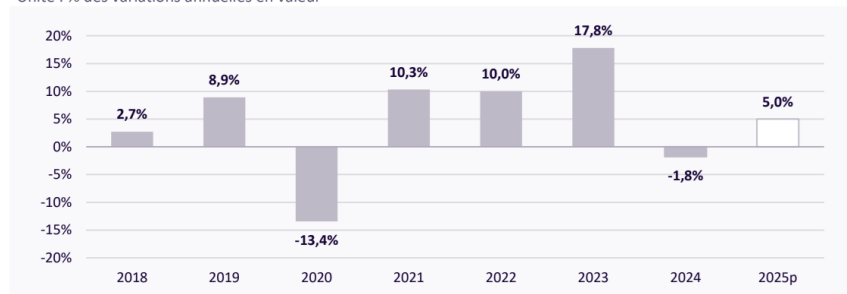
Traitement et prévision Xerfi / Source : Insee

Tendances 2025

- ♦ En 2025, la demande en appareils de mesure et de navigation devrait progresser, soutenue entre autres, par la hausse de la production aéronautique. La demande devrait également être bien orientée pour les équipements automobiles de suivi et détection, les instruments de mesure topographique et les compteurs d'énergies. Néanmoins, le secteur le plus porteur restera celui de la défense, du fait de la loi de programmation militaire.
- ♦ Il ne devrait pas y avoir d'important effet-prix en 2025. La hausse du chiffre d'affaires sectoriel devrait être de +5%, notamment soutenue par la demande en services d'entretien et maintenance. Les services représentent près de 50% du chiffre d'affaires global.

Chiffre d'affaires des fabricants français d'appareils de mesure et de navigation

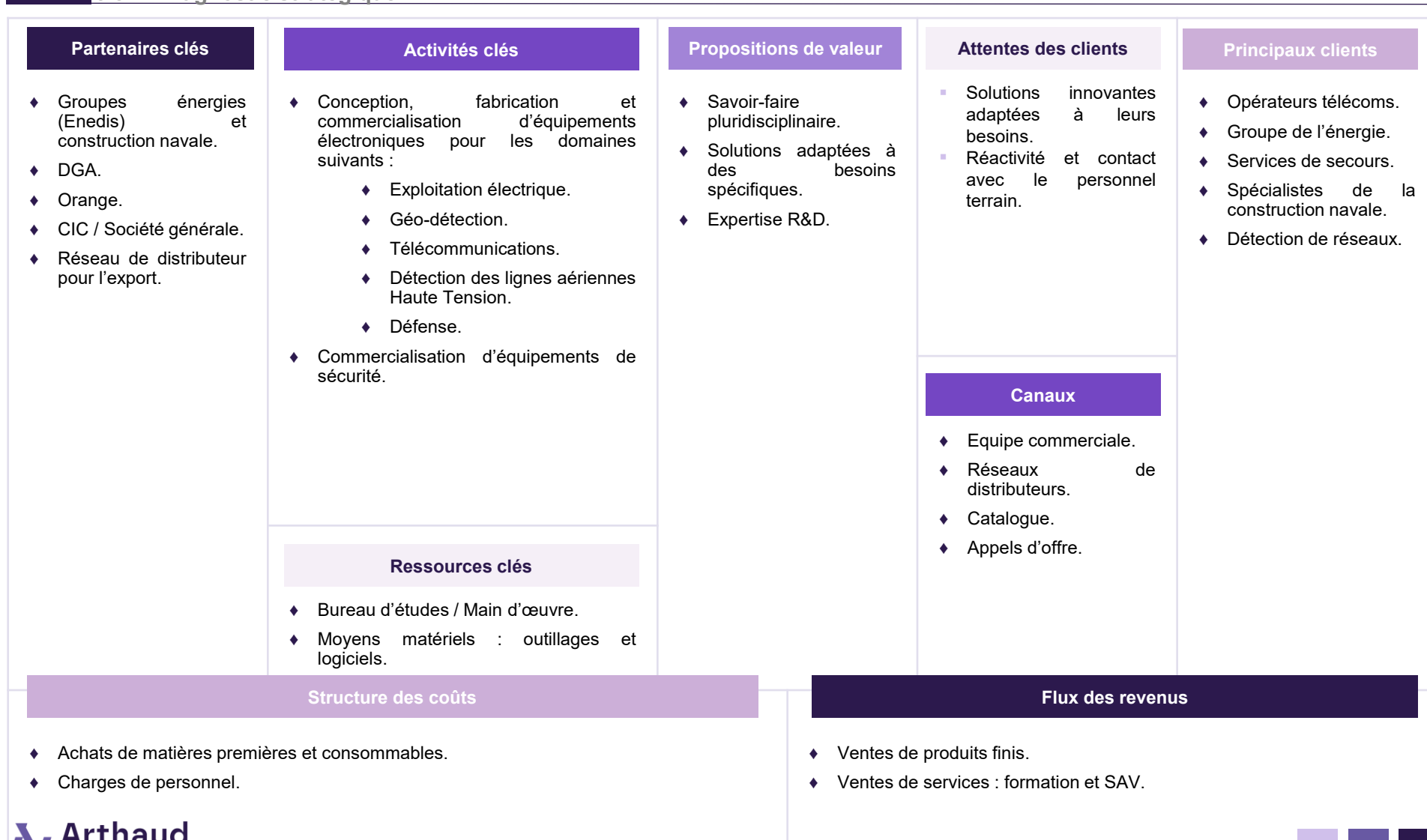
Unité : % des variations annuelles en valeur



Traitement et prévision Xerfi / Source : Insee

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.3. Diagnostic stratégique



3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.3. Diagnostic stratégique



3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.4. Analyse historique des comptes sociaux

La société affiche un taux de marge brute constant aux clôtures FY23 et FY24.

en k€	sept-23 12m	mars-24 6m	sept-24 12m	mars-25 6m	Var. 03/24 vs 03/25
Chiffre d'affaires	8 718	5 314	9 684	4 786	(10)%
Chiffre d'affaires	8 718	5 314	9 684	4 786	(10)%
Production immobilisée	606	303	610	305	1 %
Production de l'exercice	9 323	5 617	10 294	5 091	(9)%
Production stockée	(174)	201	352	291	45 %
Achats directs	(3 510)	(1 998)	(4 329)	(2 153)	8 %
Sous-traitance directe	(132)	(69)	(115)	(60)	(13)%
Marge brute	5 507	3 750	6 201	3 169	(15)%
Frais généraux	(1 000)	(559)	(1 148)	(567)	1 %
Charges de personnel	(3 170)	(1 813)	(3 320)	(1 707)	(6)%
Impôts et taxes	(70)	(49)	(77)	(47)	(3)%
Autres produits et charges	10	6	17	(1)	(110)%
EBITDA	1 278	1 335	1 674	847	(37)%
Dotations aux amort.	(438)	(160)	(521)	(289)	81 %
EBIT	840	1 175	1 153	558	(53)%
Résultat financier	(17)	(5)	(17)	(3)	(39)%
Résultat exceptionnel	(7)	-	(11)	(0)	n.a
Impôt sur les bénéfices	43	(288)	(20)	(134)	(53)%
Résultat net	858	882	1 104	420	(52)%

KPI (en % du CA)

Marge brute	63 %	71 %	64 %	66 %	(4,4)pp
Frais généraux	(11)%	(11)%	(12)%	(12)%	(1,3)pp
Charges de personnel	(36)%	(34)%	(34)%	(36)%	(1,5)pp
EBITDA	15 %	25 %	17 %	18 %	(7,4)pp
EBIT	10 %	22 %	12 %	12 %	(10,5)pp
Résultat net	10 %	17 %	11 %	9 %	(7,8)pp

Sources : Comptes annuels, situations comptables, analyses A&A

Chiffre d'affaires et production de l'exercice

- ♦ En FY24, le chiffre d'affaires de MADE se porte à 9 684 k€ et se décompose de la façon suivante :
 - 6 212 k€ liés à la vente des produits manufacturés.
 - 3 235 k€ liés l'activité négoce et aux prestations de services.
 - 237 k€ de revenus autres.
- ♦ Enedis, le principal client de MADE, représente 30% du total.
- ♦ Entre FY23 et FY24, le poste a progressé de +11% pour atteindre 9 684 k€. Tandis qu'entre mars 2024 et mars 2025, il a enregistré un recul de 10%.
- ♦ La production immobilisée est quant à elle relativement stable d'une période à l'autre. Elle se porte à 610 k€ à la clôture FY24 contre 305 k€ à la situation FY25. Elle correspond à des heures consacrées à des projets R&D.

Marge brute

- ♦ La production stockée augmente de 45% en mars 2025, en comparaison à mars 2024. Elle se constitue essentiellement d'appareils de démonstration.
- ♦ Les achats directs représentent en moyenne 45% du chiffre d'affaires en septembre 2024 et mars 2025, soit 5 points de plus qu'en septembre 2023.
- ♦ Le poste des achats directs se compose en grande partie d'achats de matières premières et de consommables, soit 4 238 k€ à fin septembre 2024. Le poste comprend également 92 k€ de frais liés à l'énergie et aux petits équipements.
- ♦ La sous-traitance directe de 115 k€ à la clôture FY24, représente en moyenne 12% du chiffre d'affaires, sauf en FY23 où elle représentait 15% du poste.

EBITDA

- ♦ Le poids des frais généraux dans le chiffre d'affaires se fixe en moyenne à 12%. A la clôture FY24, ils se composent principalement de :
 - 309 k€ de locations immobilières dont 292 k€ relatifs aux locaux loués à la SCI des dirigeants et 17 k€ en lien avec un local modulaire fourni par Algeco.
 - 232 k€ de frais de déplacements et missions.
 - 125 k€ de frais de transports.
- La répartition est similaire à fin mars 2025.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.4. Analyse historique des comptes sociaux

La société affiche un taux de marge brute constant aux clôtures FY23 et FY24.

en k€	sept-23 12m	mars-24 6m	sept-24 12m	mars-25 6m	Var. 03/24 vs 03/25
Chiffre d'affaires	8 718	5 314	9 684	4 786	(10)%
Chiffre d'affaires	8 718	5 314	9 684	4 786	(10)%
Production immobilisée	606	303	610	305	1 %
Production de l'exercice	9 323	5 617	10 294	5 091	(9)%
Production stockée	(174)	201	352	291	45 %
Achats directs	(3 510)	(1 998)	(4 329)	(2 153)	8 %
Sous-traitance directe	(132)	(69)	(115)	(60)	(13)%
Marge brute	5 507	3 750	6 201	3 169	(15)%
Frais généraux	(1 000)	(559)	(1 148)	(567)	1 %
Charges de personnel	(3 170)	(1 813)	(3 320)	(1 707)	(6)%
Impôts et taxes	(70)	(49)	(77)	(47)	(3)%
Autres produits et charges	10	6	17	(1)	(110)%
EBITDA	1 278	1 335	1 674	847	(37)%
Dotations aux amort.	(438)	(160)	(521)	(289)	81 %
EBIT	840	1 175	1 153	558	(53)%
Résultat financier	(17)	(5)	(17)	(3)	(39)%
Résultat exceptionnel	(7)	-	(11)	(0)	n.a
Impôt sur les bénéfices	43	(288)	(20)	(134)	(53)%
Résultat net	858	882	1 104	420	(52)%

KPI (en % du CA)

Marge brute	63 %	71 %	64 %	66 %	(4,4)pp
Frais généraux	(11)%	(11)%	(12)%	(12)%	(1,3)pp
Charges de personnel	(36)%	(34)%	(34)%	(36)%	(1,5)pp
EBITDA	15 %	25 %	17 %	18 %	(7,4)pp
EBIT	10 %	22 %	12 %	12 %	(10,5)pp
Résultat net	10 %	17 %	11 %	9 %	(7,8)pp

Sources : Comptes annuels, situations comptables, analyses A&A

EBITDA (suite)

- ♦ Les charges de personnel sont relativement stables et représentent 36% du chiffre d'affaires à fin mars 2025.
- ♦ Les impôts et taxes demeurent stables. Ils comprennent les taxes liées à la formation continue, la taxe d'apprentissage, les impôts fonciers, la CVAE et la CFE.
- ♦ Les autres produits et charges comprennent des subventions d'exploitation relatives aux aides pour les apprentis, ainsi que des jetons de présence (24 k€ par an) et des transferts de charges. Ces derniers expliquent la majorité de la variation du poste et sont liés à une indemnisation accordée en raison de la perte d'un colis.
- ♦ Le taux d'EBITDA s'élève à 18% en mars 2025, contre 25% en mars 2024.

Résultat financier et exceptionnel

- ♦ Le résultat financier se porte à -17 k€ à la clôture FY24. Il se compose uniquement d'agios.
- ♦ Le résultat exceptionnel se fixe quant à lui à -11 k€ et concerne un départ à la retraite.

Impôts sur les bénéfices

- ♦ La société bénéficie de crédit d'impôt recherche et de crédit d'impôt mécénat. En FY24, ils ont représenté respectivement des sommes de 260 k€ et 1 k€.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.4. Analyse historique des comptes sociaux

La société dispose d'un niveau élevé de stocks afin de répondre rapidement aux besoins de ses clients.

en k€	sept-23 12m	mars-24 6m	sept-24 12m	mars-25 6m	Var. 09/24 - 03/25
Immobilisations incorporelles	1 081	1 229	1 179	1 199	20
Immobilisations corporelles	31	31	32	31	(1)
Immobilisations financières	71	71	71	71	-
Actif immobilisé	1 183	1 331	1 282	1 301	20
Stocks	3 045	3 792	3 398	3 579	181
Clients et comptes rattachés	1 233	1 328	854	1 396	542
Fournisseurs et comptes rattachés	(542)	(734)	(321)	(859)	(538)
Autres créances et dettes	73	37	35	31	(4)
BFR d'exploitation	3 809	4 422	3 966	4 147	181
Dettes sociales	(471)	(596)	(515)	(471)	44
Dettes fiscales	(28)	(101)	(56)	(116)	(60)
Autres éléments	(14)	-	(14)	(17)	(2)
BFR hors exploitation	(512)	(697)	(586)	(604)	(18)
BFR	3 297	3 725	3 380	3 543	163
Créances / (dette) d'IS	337	(186)	184	7	(177)
PRC	-	-	-	-	-
Disponibilités	(170)	160	406	121	(286)
Trésorerie nette	(170)	160	406	121	(286)
Actif net	4 647	5 030	5 252	4 972	(280)
Capital social	256	256	256	256	-
Primes et réserves	3 533	3 891	3 891	4 295	404
Résultat de l'exercice	858	882	1 104	420	(684)
Capitaux propres	4 647	5 030	5 252	4 972	(280)

KPI

BFR/CA	38 %	39 %	35 %	37 %	(2,9)pp
Var. BFR	n.a	428	(345)	163	n.a

Sources : Comptes annuels, situations comptables, analyses A&A

Actif immobilisé

- ♦ A la clôture FY24, l'actif est en légère hausse et se fixe à 1 282 k€. Il comprend essentiellement des immobilisations incorporelles dont 1 178 k€ de prototypes. Cela correspond à de la production immobilisée, soit des heures réelles passées par les salariés sur des projets R&D.
- ♦ Les immobilisations corporelles sont composées d'agencements et de matériel de bureau amortis à 80%.
- ♦ MADE dispose également de 71 k€ de dépôts et cautionnements, dont 58 k€ pour les locaux loués auprès de la SCl des dirigeants.

BFR

- ♦ Les stocks de la société demeurent élevés, ils se fixent à 3 398 k€ à la clôture FY24. Ils sont composés de matières premières pour 2 036 k€ et de produits finis pour 1 362 k€. Aucune dépréciation n'est appliquée aux stocks au vu de la capacité de l'entreprise à écouler ses gammes.
- ♦ Une grande partie des stocks concerne le segment électricité afin de pouvoir répondre aux besoins du principal client.
- ♦ Les créances clients se portent à 854 k€ à fin septembre 2024. La société cède néanmoins une partie de ses créances à un factor afin d'améliorer le niveau de trésorerie.
- ♦ Les dettes fournisseurs se fixent à 321 k€ à la clôture FY24, soit une diminution de 220 k€ par rapport à la FY23.
- ♦ Le poste des autres créances et dettes comprennent les créances envers le factor.
- ♦ A la clôture FY24, les dettes sociales se décomposent en 150 k€ de provisions pour congés payés, 145 k€ de dettes envers les organismes sociaux, 83 k€ de rémunérations dues et 125 k€ de provisions pour l'intéressement. Le dernier poste explique une grande partie de la variation du total.
- ♦ Les dettes fiscales correspondent presque uniquement à de la TVA à payer.
 - Le BFR augmente légèrement pour se porter à 3 380 k€ à la clôture FY24.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.4. Analyse historique des comptes sociaux

La société dispose d'un niveau élevé de stocks afin de répondre rapidement aux besoins de ses clients.

en k€	sept-23 12m	mars-24 6m	sept-24 12m	mars-25 6m	Var. 09/24 - 03/25
Immobilisations incorporelles	1 081	1 229	1 179	1 199	20
Immobilisations corporelles	31	31	32	31	(1)
Immobilisations financières	71	71	71	71	-
Actif immobilisé	1 183	1 331	1 282	1 301	20
Stocks	3 045	3 792	3 398	3 579	181
Clients et comptes rattachés	1 233	1 328	854	1 396	542
Fournisseurs et comptes rattachés	(542)	(734)	(321)	(859)	(538)
Autres créances et dettes	73	37	35	31	(4)
BFR d'exploitation	3 809	4 422	3 966	4 147	181
Dettes sociales	(471)	(596)	(515)	(471)	44
Dettes fiscales	(28)	(101)	(56)	(116)	(60)
Autres éléments	(14)	-	(14)	(17)	(2)
BFR hors exploitation	(512)	(697)	(586)	(604)	(18)
BFR	3 297	3 725	3 380	3 543	163
Créances / (dette) d'IS	337	(186)	184	7	(177)
PRC	-	-	-	-	-
Disponibilités	(170)	160	406	121	(286)
Trésorerie nette	(170)	160	406	121	(286)
Actif net	4 647	5 030	5 252	4 972	(280)
Capital social	256	256	256	256	-
Primes et réserves	3 533	3 891	3 891	4 295	404
Résultat de l'exercice	858	882	1 104	420	(684)
Capitaux propres	4 647	5 030	5 252	4 972	(280)

KPI

BFR/CA	38 %	39 %	35 %	37 %	(2,9)pp
Var. BFR	n.a	428	(345)	163	n.a

Sources : Comptes annuels, situations comptables, analyses A&A

Créances / (dettes) d'IS

- ♦ Aux clôtures FY23 et FY24, le poste comprend essentiellement des créances liées au crédit d'impôt recherche. En FY23, le poste compte également 90 k€ de créance d'IS.

Trésorerie nette

- ♦ La trésorerie nette correspond uniquement aux disponibilités de la société, diminuées de ses concours bancaires courants le cas échéant. Elle ne dispose pas d'emprunt, ni de compte courant d'associés.
- ♦ A fin septembre 2024, la trésorerie se porte à 406 k€, contre -170 k€ l'exercice précédent. Le solde négatif s'explique par la distribution de dividendes au titre de l'exercice précédent.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.5. Analyse du business plan

Malgré un ralentissement de l'activité en FY25, le chiffre d'affaires de MADE devrait dépasser son niveau historique dès FY27.

	Historique		Business Plan			
en k€	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29
Chiffre d'affaires stand alone	9 684	8 970	9 419	9 890	10 384	10 903
Chiffre d'affaires	9 684	8 970	9 419	9 890	10 384	10 903
Production immobilisée	610	620	630	640	650	660
Production stockée	352	291	-	-	-	-
Production de l'exercice	10 646	9 881	10 049	10 530	11 034	11 563
Charges d'exploitation	(4 446)	(3 842)	(3 907)	(4 098)	(4 299)	(4 510)
Marge brute	6 200	6 040	6 141	6 431	6 735	7 053
Charges externes	(1 147)	(1 149)	(1 139)	(1 162)	(1 185)	(1 209)
Charges de personnel	(3 320)	(3 343)	(3 414)	(3 499)	(3 582)	(3 670)
Impôts et taxes	(77)	(84)	(86)	(87)	(89)	(91)
Autres produits nets de charges	17	(4)	15	9	9	10
EBITDA	1 674	1 458	1 517	1 692	1 888	2 093
Dot. d'exploitations nettes de reprises	(521)	(596)	(637)	(642)	(634)	(643)
EBIT	1 153	863	880	1 050	1 255	1 450

Source : Comptes historiques, management

Indicateurs Clés de Performance

% Croissance CA	11 %	(7)%	5 %	5 %	5 %	5 %
Taux de marge (%CA)	64 %	67 %	65 %	65 %	65 %	65 %
Taux EBITDA (%CA)	17 %	16 %	16 %	17 %	18 %	19 %
Taux EBIT (%CA)	12 %	10 %	9 %	11 %	12 %	13 %

Chiffre d'affaires

- ♦ Le chiffre d'affaires reculera de 7% en FY25, mais devrait ensuite afficher une croissance annuelle de 5% sur l'horizon explicite du business plan. Il devrait dépasser son niveau historique dès FY27 et se fixer à 10 903 k€ en FY29.

Production de l'exercice

- ♦ La production immobilisée devrait croître de 10 k€ par an jusqu'en FY29.

Marge brute

- ♦ Le taux de marge brute devrait reculer légèrement par rapport à FY25 (67%) et s'établira à 65% du chiffre d'affaires sur le reste des projections.

EBITDA

- ♦ Les autres charges d'exploitation évolueront légèrement moins vite que l'activité, entraînant ainsi une hausse de 2 points du taux d'EBITDA qui s'établira à 19% en FY29, contre 17% en FY24.

EBIT

- ♦ Les dotations aux amortissements progresseront sous l'effet des acquisitions d'immobilisations prévues.

TRAVAUX D'ÉVALUATION

DONNÉES FINANCIÈRES SERVANT DE BASE AUX MÉTHODES D'ÉVALUATION

MÉTHODES D'ÉVALUATION RETENUES

MÉTHODES D'ÉVALUATION ÉCARTÉES

RÉFÉRENCE DU COURS DE BOURSE

VALORISATION PAR LA MÉTHODE DES TRANSACTIONS COMPARABLES

VALORISATION PAR LA MÉTHODE DES DCF

VALORISATION PAR LA MÉTHODE DE LA RENTE DU GOODWILL

PROPOSITION D'UNE FOURCHETTE DE VALEUR DES TITRES MADE



4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.1. Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

Endettement financier net

- Les travaux de due diligence financière menés par Deloitte et la situation financière à fin 03/2025 nous ont servi de base pour le calcul de l'endettement financier net.

en k€	mars-25
(+) Compte de factor	30
(-) Créances financées par affacturage	(657)
(+/-) Créance / (dette) d'IS	6
(-) Provisions IDR (montant net d'IS)	(315)
(+) Disponibilités	121
Trésorerie nette / (EFN)	(815)

Source : Rapport DDL, états financiers, analyses A&A

- Dans le cadre de ce calcul, nous avons ainsi pris en compte :
 - 30 k€ de fonds de garantie liés au factor.
 - 657 k€ correspondant au solde des créances financées par affacturage.
 - 6 k€ de créances d'IS.
 - 315 k€ de provisions indemnités départs à la retraite nettes d'IS.
 - 121 k€ de disponibilités.
- Dans la suite de nos travaux, nous retiendrons un endettement financier net de -815 k€.

EBITDA Ajusté

- Nos travaux d'évaluation se baseront sur l'EBITDA ajusté défini par Deloitte dans son rapport de Due Diligence.

en k€	sept.-23	sept-24	sept-25
EBITDA comptable	1 278	1 674	1 458
Ajustements comptables	18	17	
<i>Reclassement CVAE</i>	<i>16</i>	<i>16</i>	
<i>Crédit d'impôt mécénat</i>	<i>2</i>	<i>1</i>	
Ajustements de normalisation	154	(12)	
<i>Salon pollutec</i>	<i>7</i>	<i>(7)</i>	
<i>Maintenance et réparations</i>	<i>(0)</i>	<i>(19)</i>	
<i>Remplacement resp. commercial export</i>	<i>114</i>	-	
<i>Indemnités de départ</i>	-	14	
<i>Prime de partage de la valeur</i>	<i>22</i>	-	
<i>Perte sur créances douteuses</i>	<i>11</i>	-	
Ajustements pro forma	62	67	
<i>Pro forma rém. top management</i>	<i>65</i>	<i>72</i>	
<i>Coûts liés à la présence en bourse</i>	<i>(3)</i>	<i>(5)</i>	
EBITDA ajusté	1 511	1 746	1 458
Ajustements CIR	245	260	270
Production immobilisée	(606)	(610)	(620)
EBITDA ajusté du CIR et de la prod. immo	1 151	1 396	1 108

Source : Rapport DDL, états financiers, analyses A&A

- Etant donné la récurrence du crédit d'impôt recherche, nous réintégrons également ces montants à l'EBITDA. La montant 2025 nous a été communiqué par le management.
- Nous retraitons également la production immobilisée de l'EBITDA car il ne s'agit pas d'un produit cash réel, elle ne reflète ainsi pas une réelle performance opérationnelle.
- Dans la suite de nos travaux, nous retiendrons un EBITDA ajusté 1 151 k€ pour FY23, 1 396 k€ pour FY24 et 1 108 k€ pour FY25.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.1. Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

Calcul du coût des fonds propres

Le coût des capitaux propres (K_e) est déterminé à l'aide de la formule du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) :

$$K_e = R_f + \beta_i (R_m - R_f) + R_s$$

Avec :

- ↘ R_f = le taux d'intérêt sans risque
- ↘ β_i = la mesure du risque spécifique associé à l'activité
- ↘ $R_m - R_f$ = prime de risque du marché. Il s'agit de la différence entre le rendement des actifs risqués et celui des actifs non risqués
- ↘ R_s = prime de risque spécifique de la société

Taux sans risque (R_f)

- ♦ Il correspond au taux des emprunts souscrits par l'Etat sur une durée de 10 ans minimum, le risque de défaut de l'Etat étant considéré comme infime. Nous nous sommes basés sur l'étude publiée par Fairness-finance.com qui indique une moyenne sur 6 mois des taux OAT 10 ans.

- ↘ Nous retiendrons un taux sans risque de 3,33% au 29/08/2025.

Prime de risque de marché ($R_m - R_f$)

- ↘ La prime de risque de marché est égale à la différence entre la rentabilité attendue du marché actions et le taux sans risque. Nous nous sommes basés sur l'étude publiée par Fairness-finance.com qui indique une moyenne sur 6 mois des primes de risque du marché, calculée sur la base du SBF 120 et du taux OAT Tec10.
- ↘ Nous retiendrons une prime de risque de marché de 5,49% au 29/08/2025.

Bêta désendetté

- Le coefficient bêta est un coefficient mesurant la sensibilité d'un titre par rapport à un indice de la variation de valeur du portefeuille de marché.
- Un bêta de 1 signifie qu'une variation de l'indice entraînera une variation à l'identique du titre. Parallèlement, un bêta supérieur / inférieur à 1 signifie que le titre évoluera de façon plus / moins forte que l'indice.
- La prise en compte d'un bêta supérieur à 1 dans le taux d'actualisation permet de répercuter le contexte économique général dans l'évaluation de la société dans la mesure où il n'est pas pris en compte dans le business plan.
- Nous retenons un bêta désendetté sectoriel issu de la revue CCEF de février 2025. Le bêta désendetté du secteur matériel et équipements liés aux technologies ressort à 0,96.
- ↘ **Sur cette base, nous retiendrons un bêta désendetté de 0,96 dans la suite de nos travaux.**

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.1. Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

Calcul du bêta société

- La société présente un gearing de 0,07. Ainsi, sur la base du bêta sectoriel présenté précédemment, nous retenons le bêta suivant pour la société évaluée :

β désendetté sectoriel	0,96
Gearing société	0,07
Taux d'IS société évaluée	25,00 %
β société	1,01

Calcul de la prime de risque spécifique

- La société opère sur un secteur de niche et fait face à peu de concurrence directe. La concentration clients est cependant importante, et la taille de l'équipe externalise une dépendance à des hommes clés sur la partie innovation. Pour ces raisons, nous retiendrons une prime spécifique de 2,00%.

Calcul du coût des fonds propres

Taux sans risque	3,33 %
Prime de risque de marché	5,49 %
β endetté société	1,01
Prime de risque spécifique	2,00 %
Coût des fonds propres (K_e)	10,88 %

D'après nos hypothèses et paramètres de calcul, le coût des fonds propres issu de notre analyse ressort à 10,88%.

Calcul du coût de la dette

Coût de la dette avant IS	4,00 %
Taux IS société évaluée	25,00 %
Coût de la dette après IS (K_d)	3,00 %

➤ D'après nos calculs, le coût de la dette après IS ressort à 3,00%.

Calcul du WACC

$D/(D+E)$	6,58 %
$E/(D+E)$	93,42 %
WACC	10,36 %

➤ Nous retiendrons un WACC de 10,36% dans la suite de nos travaux.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.2. Méthodes d'évaluation retenues

Les méthodes d'évaluation retenues sont les suivantes :

♦ Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité, contexte transactionnel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

L'application de cette méthode permet de déterminer la valeur de l'entreprise à évaluer :

$$\text{Valeur entreprise} = \text{Multiple} \times \text{Agrégat financier}$$

Ensuite, pour passer d'une valeur d'entreprise à une valeur de titres, il convient d'enlever l'endettement financier net.

👉 Cette méthode sera mise en œuvre pour la société MADE.

♦ Méthode de la rente du Goodwill

La méthode de la rente du Goodwill consiste à estimer la valeur d'une entreprise sur la base de sa situation nette comptable à laquelle on rajoute la valeur du Goodwill. Il correspond à la valeur des capitaux propres minorée des non valeurs, autrement dit, à la somme des actifs (hors non valeurs) minorés de l'ensemble des engagements passifs.

Cette dernière est déterminée par l'actualisation d'une rente qui correspond à la différence entre la rentabilité de la société et une rémunération espérée de l'actif net investi.

👉 Cette méthode sera mise en œuvre pour la société MADE.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.2. Méthodes d'évaluation retenues

Les méthodes d'évaluation retenues sont les suivantes :

♦ Méthode des Discounted Cash Flow (DCF)

La méthode des flux de trésorerie disponibles, DCF, repose sur le principe selon lequel la valeur d'un actif est égale à la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs qu'il génère.

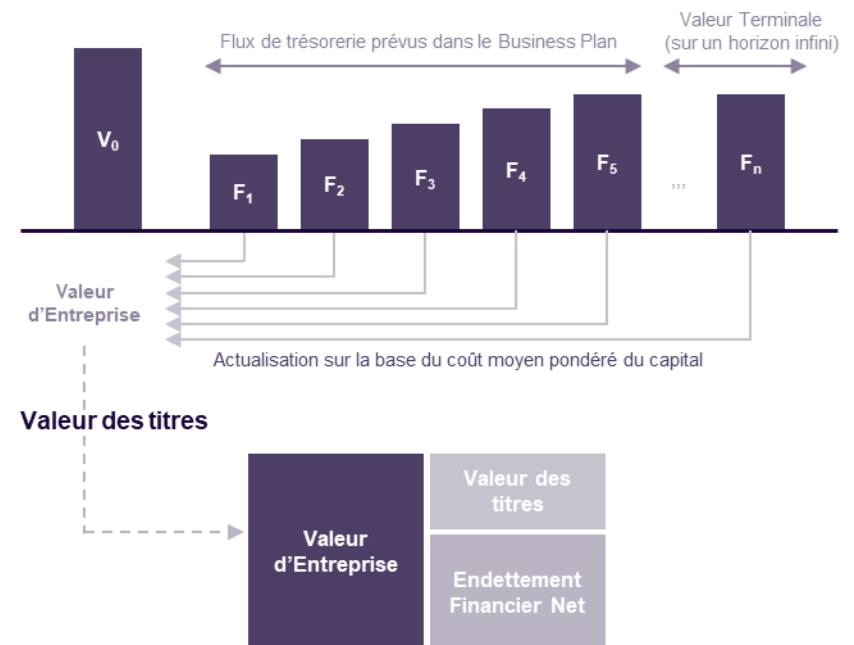
La valeur d'un actif, d'une entité est ainsi calculée comme la somme des flux de trésorerie générés, actualisés au taux reflétant le niveau de risque de l'actif ou de l'entité en question.

L'évaluation d'une entreprise par la méthode DCF repose sur une construction explicite des hypothèses sous-jacentes à une valorisation, à savoir les prévisions de croissance, d'investissement et de rentabilité à long terme ainsi que le taux d'actualisation des flux futurs reflétant le niveau de risque de l'activité et sa structure financière.

Les flux de trésorerie disponibles étant calculés avant paiement des charges financières, ils reviennent de ce fait aux actionnaires et aux bailleurs de fonds.

La valeur de l'entreprise est déterminée par actualisation des flux de trésorerie disponibles au coût moyen pondéré du capital. La valeur des capitaux propres est ensuite calculée par déduction de la dette financière nette.

👉 Cette méthode sera mise en œuvre pour la société MADE.



4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

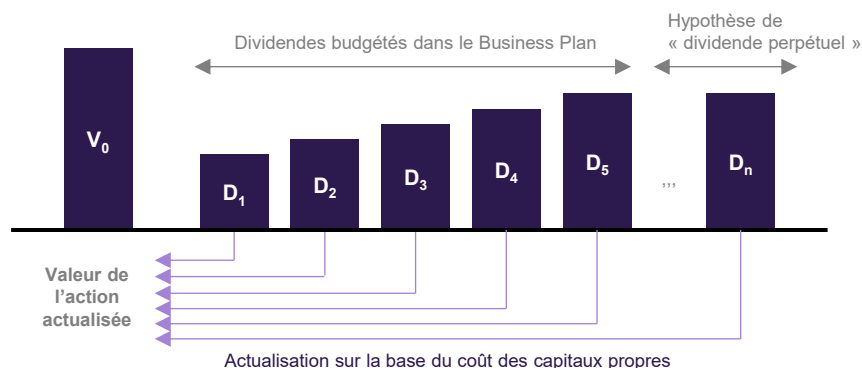
4.3. Méthodes d'évaluation écartées

Les méthodes écartées de notre approche multicritère sont les suivantes :

♦ Méthode de l'actualisation des dividendes

La méthode d'actualisation des dividendes consiste à évaluer une action à partir des flux de dividendes futurs qu'elle génère. Elle repose sur le même principe que la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles selon lequel la valeur d'un actif est égale à la valeur actualisée des flux futurs qu'il génère.

Ainsi la valeur d'une action est déterminée par actualisation des dividendes futurs au coût des capitaux propres. La principale limite de cette méthode se situe au niveau d'une forte dépendance de la valorisation obtenue de la politique de distribution de l'entreprise, ce qui explique pourquoi elle est désormais relativement peu utilisée, au profit de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, DCF.



La limite de cette méthode réside dans la difficulté d'anticiper le niveau de distribution futur. Par ailleurs il nous semble que cette méthode est redondante avec la méthode des DCF. D'autre part, cette méthode est quasi-systématiquement écartée par les évaluateurs comme présenté ci-avant.

- 👉 Cette méthode est écartée du fait de la difficulté de prévoir les capacités de distribution futures.

♦ Méthode de l'Actif Net Comptable (ANC)

La méthode de l'actif net comptable consiste à estimer la valeur d'une entreprise sur la base de sa situation nette comptable. Il correspond à la valeur des capitaux propres minorée des non valeurs, autrement dit, à la somme des actifs (hors non valeurs) minorés de l'ensemble des engagements passifs.

- 👉 Cette méthode est écartée car elle n'est pas adaptée en l'absence d'actifs hors exploitation. Pour mémoire, les capitaux propres de la société MADE s'établissent à 5 252 k€ au 30/09/2024.

♦ Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'un groupe à partir de la valeur de marché de ses actifs et passifs. Cette méthode est régulièrement utilisée pour les sociétés dont les acquisitions et cessions des actifs constituent son processus d'exploitation (holdings foncières par exemple).

- 👉 Cette méthode est écartée car elle n'est pas adaptée en l'absence d'actifs hors exploitation.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.3. Méthodes d'évaluation écartées

Les méthodes écartées de notre approche multicritère sont les suivantes :

♦ Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers est une méthode d'évaluation fondée sur la comparaison de l'entreprise avec des actifs ou des entreprises de même nature (activité, zone géographique).

Il s'agit d'une approche dont le fondement mathématique est la règle de trois et le fondement conceptuel est la théorie des marchés à l'équilibre : l'équilibre des marchés permettant de situer la valeur d'une entreprise par rapport aux autres.

La méthodologie consiste à déterminer le multiple de l'échantillon de groupes comparables, correspondant au rapport moyen existant entre la valeur de marché de ces entreprises et un agrégat financier défini (EBIT, EBITDA, CA) puis à l'appliquer au même agrégat de l'entité à évaluer.

Cependant le multiple doit tenir compte des spécificités de l'entreprise et des entreprises comparables. De plus, les groupes de l'échantillon doivent être suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance.

L'application de cette méthode permet de déterminer la valeur de l'entreprise à évaluer :

$$\text{Valeur entreprise} = \text{Multiple} \times \text{Agrégat financier}$$

Ensuite, pour passer d'une valeur d'entreprise à une valeur de titres, il convient d'enlever l'endettement financier net.

Afin de matérialiser la méthode des multiples, nous allons procéder de la manière suivante :

- Détermination du multiple par le biais d'un échantillon de comparables
- Détermination d'un agrégat financier normatif
- Valorisation des titres

↘ Cette méthode est écartée faute de comparables boursiers pertinents.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.4. Référence du cours de bourse

Description du marché Euronext Access Paris

- ♦ Le segment Euronext Access est un marché boursier non réglementé destiné aux petites entreprises et startups qui souhaitent accéder aux marchés financiers avec des contraintes allégées.
- ♦ Les sociétés cotées sur Euronext Access ne sont tenues qu'à la publication annuelle de leurs états financiers, sans obligation de comptes audités, ni de capital flottant minimum.

Analyse du cours de bourse de MADE

- ♦ Les actions de la société MADE ont été admises aux négociations sur le marché libre d'Euronext Paris en 2006.
 - Elles portent le code ISIN FR0010328302 et sont cotées sur le compartiment Access d'Euronext Paris.
 - Pour rappel, le flottant de la société représente 30% du capital de la société.

Evolution du cours de bourse du 1^{er} octobre 2015 au 15 septembre 2025

- ♦ La société n'étant pas suivie par des analystes, nous ne sommes pas en mesure d'expliquer les importantes variations du cours de bourse.



Source : Boursorama.com

Problématiques de liquidité et de volatilité

- ♦ L'Union Européenne définit les trois critères de liquidité suivants :
 - Flottant supérieur à 100 m€.
 - Nombre de transactions quotidiennes d'au moins 250.
 - Volume quotidien échangé d'au moins 1 m€.
- ✎ Au cours des 12 derniers mois, le volume moyen de transactions quotidiennes s'est établi à 252. La société ne respecte pas les 2 autres critères énoncés dans l'extrait de l'article 2 du règlement UE n°600/2014. En effet, les volumes échangés quotidiennement sont très faibles, donc inférieurs à 1 m€. Le flottant ne dépasse pas la valeur de 100 m€.
- ♦ Nous avons également effectué une analyse de la liquidité en suivant les recommandations de Rashid Bahr, professeur de l'Université de Genève, dans son article « Circulaire COPA n°2 – Liquidité au sens du droit des OPA » du 31 mars 2010 (annexe 7.4). Il recommande, sur une base mensuelle, de « déterminer le volume médian (et non moyen) pendant chacun des douze mois précédant l'offre. Si la médiane mensuelle du volume quotidien est égale ou supérieure à 0,04% pendant dix des douze derniers mois, le titre est réputé liquide ». En effectuant cette analyse sur le cours de MADE au 15/09/2025, il ressort que la médiane mensuelle du volume quotidien d'échanges est inférieure à 0,04% du flottant sur 11 des 12 derniers mois. Le titre n'est alors pas considéré comme liquide."

En conséquence, l'utilisation du cours de bourse en tant que méthode d'évaluation ne peut être retenue.

- ♦ Au 18 septembre 2025, le prix d'une action MADE sur le marché libre s'élève à 13,70 € du fait d'une récente et atypique hausse des cours.
- ♦ L'analyse du VWAP à 60 jours fait ressortir un prix de clôture de 10,24 €, ce qui est en-dessous du prix de 12,00 € par action proposé par l'acquéreur.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.5. Valorisation par la méthode des transactions comparables

Echantillon de transactions comparables

- ♦ A partir de la base de données Epsilon Research, nous avons constitué un échantillon de transactions comparables récentes concernant des sociétés des secteurs de équipements de tests et mesure, ainsi que de l'ingénierie et conseil en technologies.
- ♦ La présentation des principales caractéristiques des transactions se trouve en annexe 7.2.

Société	Pays	EV/EBITDA
Groupe AA	France	10,4 x
Houdec Innovation	France	9,7 x
Cotemp Sensing	France	9,3 x
Probent	France	10,6 x
Médiane		10,1 x
Multiple de comparables transactionnels retenu		10,1 x

Source : Epsilon Research - 15/09/2025

- Nous retiendrons un multiple de 10,1x l'EBITDA dans la suite de nos travaux.

Calcul de la valeur des titres

en k€	FY23	FY24	FY25e
EBITDA	1 151	1 396	1 108
<i>Pondération</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>2</i>
EBITDA normatif	1 232		
Multiple	10,1 x		
Valeur d'entreprise	12 382		
Trésorerie nette / (EFN)	(815)		
Valeur des titres	11 566		
Nombre d'actions	1 281 650		
Valeur par action	9,02		

- ♦ Dans le cadre de notre calcul d'EBITDA normatif, nous surpondérons les deux derniers exercices, car ils sont considérés comme plus représentatifs de l'activité actuelle.
- ♦ Malgré le poids significatif d'Enedis dans le chiffre d'affaires, nous n'appliquons pas de décote de dépendance clients. Cela se justifie par un nombre croissant de clients (env. 450 en FY25) et un savoir-faire difficilement substituable sur le marché, car hautement spécialisé.
- ♦ Il en ressort ainsi une valeur des titres de 11 566 k€ après retranchement de l'endettement net, soit une valeur de 9,02 € par action.

Table de sensibilité

en k€	-10%	-5%	0%	5%	10%
Valeur multiple	9,0 x	9,5 x	10,1 x	10,6 x	11,1 x
Valeur Entreprise	11 143	11 763	12 382	13 001	13 620
Valeur des titres	10 328	10 947	11 566	12 185	12 805
Valeur par titre (€)	8,06	8,54	9,02	9,51	9,99

D'après la méthode des comparables transactionnels, la valeur des titres de la société MADE est comprise entre 10 328 k€ et 12 805 k€ avec une valeur centrale de 11 566 k€. La valeur par action s'établit ainsi selon une fourchette allant de 8,06 € à 9,99 €, avec une valeur centrale de 9,02 € par titre.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.6. Valorisation par la méthode des DCF

Calcul de la valeur des titres

en k€	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	Flux
	Historique	Business Plan					normatif
Chiffre d'affaires	9 684	8 970	9 419	9 890	10 384	10 903	11 121
<i>croissance du CA</i>		(7)%	5 %	5 %	5 %	5 %	-
Excédent brut d'exploitation (EBITDA)	1 674	1 458	1 517	1 692	1 888	2 093	2 135
<i>% du CA</i>	<i>17 %</i>	<i>16 %</i>	<i>16 %</i>	<i>17 %</i>	<i>18 %</i>	<i>19 %</i>	<i>19 %</i>
(-) Dotations amort / prov nets reprises	(521)	(596)	(637)	(642)	(634)	(643)	(643)
Résultat d'exploitation (EBIT)	1 153	863	880	1 050	1 255	1 450	1 492
<i>% du CA</i>	<i>12 %</i>	<i>10 %</i>	<i>9 %</i>	<i>11 %</i>	<i>12 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>
(-) Charges d'IS	(288)	(216)	(220)	(262)	(314)	(362)	(373)
<i>Taux d'IS applicable</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>
Résultat d'exploitation après IS	865	647	660	787	941	1 087	1 119
<i>% du CA</i>	<i>9 %</i>	<i>7 %</i>	<i>7 %</i>	<i>8 %</i>	<i>9 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>
(-) Variation du BFR		(543)	(321)	(1)	(31)	(44)	(44)
(+) Dotations amort / prov nets reprises		596	637	642	634	643	643
(+) Retraitements CIR		270	280	290	300	310	310
(-) Production immobilisée		(620)	(630)	(640)	(650)	(660)	(660)
Flux de trésorerie (Free Cash Flow)		349	626	1 078	1 193	1 337	1 368
<i>Période</i>		<i>0,5</i>	<i>1,5</i>	<i>2,5</i>	<i>3,5</i>	<i>4,5</i>	
<i>Coefficient d'actualisation</i>		<i>95,2 %</i>	<i>86,3 %</i>	<i>78,2 %</i>	<i>70,8 %</i>	<i>64,2 %</i>	
Flux de trésorerie actualisés		332	540	843	845	858	
Flux de trésorerie actualisés cumulés		332	872	1 715	2 560	3 418	
Valeur terminale	16 363						
Valeur terminale actualisée	10 500						
Valeur d'entreprise (VE)	13 918						
Trésorerie nette / (EFN)	(815)						
Valeur de société (titres)	13 102						
Nombre d'actions	1 281 650						
Valeur par action (€)	10,22						

Hypothèses retenues

Taux de croissance à l'infini (TCI)	2,00%
Taux d'actualisation (WACC)	10,36%
Taux de marge d'EBITDA normatif	19,19%
Taux IS applicable	25,00%

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.6. Valorisation par la méthode des DCF

Méthode des DCF

- ◆ Nous avons retenu les hypothèses suivantes :
 - Un WACC de 10,36%, dont le calcul est détaillé en partie 4.1.
 - Un taux d'EBITDA normatif correspondant au dernier exercice projeté.
 - Un taux d'IS théorique de 25%.
 - Un taux de croissance à l'infini de 2%.
- ◆ De même manière que pour le calcul de l'EBITDA ajusté, nous retraits le CIR et la production immobilisée.

Table de sensibilité sur la valeur des titres

Table de sensibilité sur la valeur des titres						
		Taux d'actualisation				
		11,36%	10,86%	10,36%	9,86%	9,36%
Taux de croissance à l'infini	1,50%	11 014	11 695	12 453	13 303	14 262
	1,75%	11 260	11 973	12 768	13 663	14 677
	2,00%	11 520	12 266	13 102	14 046	15 119
	2,25%	11 793	12 577	13 457	14 455	15 593
	2,50%	12 082	12 906	13 834	14 890	16 101

La méthode des Discounted Cash Flow fait ressortir une fourchette de valorisation comprise entre 11 973 k€ 14 455 k€, avec une valeur centrale de 13 102 k€. La valeur par action s'établit ainsi selon une fourchette allant de 9,34 € à 11,28 €, avec une valeur centrale de 10,22 €.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.7. Valorisation par la méthode de la rente du goodwill

Détermination de l'ANCR

en k€	mars-25
Capitaux propres	4 972
(+) Créances d'IS	6
(-) Engagement IFC (net d'IS)	(315)
Actif net corrigé réévalué (ANCR)	4 663

- ♦ Les capitaux propres à mars 2025 prennent en compte le versement de 700 k€ de dividendes au titre de l'exercice 2024 effectué lors du premier trimestre 2025.
- ♦ Au 31 mars 2025, l'actif net réévalué se porte à 4 663 k€.

Détermination de la rémunération annuelle sans risque

Coût des fonds propres	10,88%
ANCR	4 663
Rémunération annuelle sans risque	507

- ♦ A cette date, la rémunération annuelle se porte quant à elle à 507 k€.

Calcul du goodwill

- ♦ Le calcul du goodwill est présenté dans la slide suivante.

Calcul de la valeur des titres

en k€	
ANCR	4 663
Goodwill	5 474
Valeur des titres	10 137
Nombre d'actions	1 281 650
Valeur par action (€)	7,91

- Selon la méthode de la rente du goodwill, la valeur des titres de la société MADE ressort à 10 137 k€, soit 7,91 € par action.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.7. Valorisation par la méthode de la rente du goodwill

Calcul du goodwill

en k€	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	Flux normatif
EBIT	863	880	1 050	1 255	1 450	1 492
(-) IS	(216)	(220)	(262)	(314)	(362)	(373)
Bénéfice normatif net d'impôt	647	660	787	941	1 087	1 119
(-) Rémunération annuelle sans risque	(507)	(507)	(507)	(507)	(507)	(507)
Rente du Goodwill	140	153	280	434	580	612
<i>Période</i>	<i>0,50</i>	<i>1,50</i>	<i>2,50</i>	<i>3,50</i>	<i>4,50</i>	
<i>Coefficient d'actualisation</i>	<i>94,97 %</i>	<i>85,65 %</i>	<i>77,25 %</i>	<i>69,67 %</i>	<i>62,83 %</i>	
<i>Taux d'actualisation</i>	<i>10,88 %</i>	<i>10,88 %</i>	<i>10,88 %</i>	<i>10,88 %</i>	<i>10,88 %</i>	
Rente du Goodwill actualisée	133	131	216	302	364	
Valeur terminale	6 887					
<i>Taux de croissance à l'infini</i>	<i>2,00%</i>					
Valeur terminale actualisée	4 327					
Goodwill	5 474					

♦ Les hypothèses retenues pour le calcul sont les suivantes :

- Une rémunération annuelle sans risque de 507 k€, dont le détail du calcul est présenté dans la slide précédente.
- Un taux d'IS théorique de 25%.
- Un coût des fonds propres de 10,88%.
- Une croissance à l'infini de 2%.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.8. Proposition d'une fourchette de valeur des titres MADE

Synthèse des valorisations de MADE

en k€	Valeur mini	Valeur centrale	Valeur maxi
Méthode des transactions comptables	10 328	11 566	12 805
Méthode des DCF	11 973	13 102	14 455
Méthode de la rente du goodwill	10 137	10 137	10 137
Valeur centrale des titres	10 812	11 602	12 465
Nombre d'actions	1 281 650	1 281 650	1 281 650
Valeur par action (€)	8,44	9,05	9,73

La valeur de la société MADE est comprise entre 10 812 k€ et 12 465 k€ suivant les méthodes d'évaluation retenues, avec une valeur centrale de 11 602 k€.
La fourchette de valeur par action est ainsi comprise entre 8,44 € et 9,73 €, avec une valeur centrale de 9,05 €.



ATTESTATION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DU PRIX PROPOSÉ



5. ATTESTATION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DU PRIX PROPOSÉ

- ♦ Nous avons évalué la société MADE à l'aide de plusieurs méthodes reconnues d'évaluation, en conformité avec la recommandation AMF DOC-2006-15, notamment ses articles relatifs à la pluralité des approches, à la transparence des hypothèses retenues et à la justification des méthodes écartées.
- ♦ Les méthodes retenues sont :
 - La méthode du multiple d'EBITDA (en référence à des transactions comparables)
 - La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)
 - La méthode de la rente de goodwill
- ♦ Méthode du multiple d'EBITDA (en référence à des transactions comparables) :
 - En appliquant, un multiple issu de transactions comparables à un EBITDA normatif, la valeur des capitaux propres ressort dans une fourchette comprise entre 10 328 197€ (8,06€ / action) et 12 804 521€ (9,99€ / action), avec une valeur centrale de 11 566 359€ (9,02€ / action). Cette méthode reflète la capacité bénéficiaire stabilisée de la société à partir d'un niveau d'activité retraité des éléments non récurrents.
- ♦ Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) :
 - En intégrant des flux de trésorerie futurs cohérents avec la croissance de l'activité et la rentabilité historiques, et un taux d'actualisation (WACC) de 10,36% conforme aux données de marché et aux spécificités de MADE, la valeur des capitaux propres ressort dans une fourchette comprise entre 11 972 544€ (9,34€ / action) et 14 454 505€ (11,28€ / action), avec une valeur centrale de 13 102 485€ (10,22€ / action). Cette méthode met en perspective la capacité future de la société à générer du cash.
- ♦ Méthode de la rente de goodwill :
 - En déterminant le goodwill, par l'actualisation d'une rente qui correspond à la différence entre la rentabilité de la société et une rémunération espérée de l'actif net investi, la valeur des capitaux propres ressort à 10 136 729€ (7,91€ / action).

Conclusion sur la valeur et le caractère équitable

- ♦ Le cabinet Arthaud & Associés Audit, représenté par Olivier Arthaud, agissant en qualité d'expert indépendant en vue d'établir le rapport d'évaluation requis dans le cadre de l'offre en application des dispositions de l'article 3.2, 4) du Livre II des Règles d'Euronext Access, attestons en notre nom et sous notre seule responsabilité que :
 - Les travaux décrits dans le présent rapport ont été conduits en toute indépendance, selon les normes professionnelles applicables en matière d'évaluation d'entreprise.
 - Les trois méthodes d'évaluation mises en œuvre conduisent à une fourchette de valeur par action comprise entre 8,44€ et 9,73€, avec une valeur centrale de 9,05€.
 - Le prix de l'offre publique, situé à 12,00€ par action, fait ressortir une prime de 32,6% par rapport à la valeur centrale de nos travaux d'évaluation. Il peut donc être considéré comme équitable pour l'ensemble de actionnaires de MADE, et notamment les actionnaires minoritaires.
 - L'Initiateur s'engage de manière irrévocable à acquérir auprès des actionnaires de MADE, toutes les actions visées par l'offre. Cette offre sera suivie, si les conditions sont réunies, d'une radiation des Actions du marché Euronext Access, conformément aux dispositions de l'article 3.2, 4) du Livre II des Règles de Marché.
 - L'offre à 12,00€ par action constitue pour les actionnaires, une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation.
 - Sur la base de (i) nos différentes observations et des éléments qui nous ont été fournis, (ii) du contexte actuel de taux d'intérêt et d'inflation, (iii) du marché financier et de l'environnement économique actuel, et (iv) de nos travaux de valorisation, **nous jugeons le prix de 12,00€ par action MADE équitable.**



SYNTHÈSE

PROPOSITION D'UNE FOURCHETTE DE VALEUR DES TITRES MADE



6. SYNTHÈSE

6.1. Proposition d'une fourchette de valeur des titres MADE

Proposition d'une fourchette de valeur des titres de la société MADE

en k€	Valeur mini	Valeur centrale	Valeur maxi
Méthode des transactions comptables	10 328	11 566	12 805
Méthode des DCF	11 973	13 102	14 455
Méthode de la rente du goodwill	10 137	10 137	10 137
Valeur centrale des titres	10 812	11 602	12 465
Nombre d'actions	1 281 650	1 281 650	1 281 650
Valeur par action (€)	8,44	9,05	9,73

Conclusion

- 👉 La valorisation des titres MADE à la date d'émission de notre rapport se situe entre 10 812 k€ (soit 8,44 € par titre) et 12 465 k€ (soit 9,73 € par titre), avec une valeur centrale de 11 602 k€ (soit 9,05 € par titre).

Fait à Tassin-la-Demi-Lune, le 13 octobre 2025

Olivier Arthaud

Associé

ANNEXES

BASE DOCUMENTAIRE

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES TRANSACTIONS COMPARABLES

EQUIPE DÉDIÉE À LA MISSION ET MOYENS MATÉRIELS

CIRCULAIRE COPA N°2 – LIQUIDITÉ AU SENS DU DROIT DES OPA

GLOSSAIRE



7. ANNEXES

7.1. Base documentaire

Général

Contrat de cession du contrôle de la société MADE sous conditions suspensives.

Plaquette de présentation de la société.

Actionnariat

Répartition du capital et des droits de vote de la société MADE à la date d'évaluation.

Eléments financiers et juridiques

Rapports des commissaires aux comptes 2022, 2023 et 2024.

Comptes sociaux 2022, 2023 et 2024.

Situations comptables arrêtées aux 31/03/2023, 31/03/2024 et 31/03/2025.

Fichiers d'écritures comptables des exercices 2022, 2023 et 2024, ainsi qu'au 31/03/2025.

Business plan 2025 à 2029 établi par l'expert-comptable de la société.

Top 10 clients 2023-2024.

Détail du chiffre d'affaires Enedis 2023-2024.

Rapport de due diligence du 23/05/2025.

Détails des dividendes versés au titre des exercices 2020 à 2024.

PV d'AG, KBIS et Status

Analyse boursière

Boursorama

Euronext

Analyse sectorielle et évaluation

Etude Xerfi : « La fabrication d'appareils de mesure et de navigation ».

Convergence – Hors-série N°16 de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF) / Février 2025.

Epsilon Research.

7. ANNEXES

7.2. Principales caractéristiques des transactions comparables

Cible	Acquéreur	Date de transaction	Activité de la cible	CA (k€)	EBITDA (k€)	EV/EBITDA
 Groupe AA	Capital export	25/03/2025	Fondée en 1979, AA Group est spécialisé dans la conception et la fabrication de composants opto-acoustiques, radiofréquence et micro-ondes à destination du contrôle et de la modulation laser, l'instrumentation, le brouillage et la télémétrie. Ces produits s'adressent aux secteurs de la recherche scientifique, la défense, le médical et bio-médical, des contrôles de process industriels...	18 000	3 600	10,4x
 Houdec Innovation	Arcys	20/12/2024	Conception et fabrication d'instruments de mesure pour les niveaux de gaz et de liquides, ainsi que des mesures de débit. La société compte plus de 300 clients sur les 5 continents et dans les secteurs du nucléaire, du pétrole et du gaz, du naval et de l'industrie.	2 880	776	9,7x
 Cotemp Sensing	UI Investissement	20/02/2023	Conception et fabrication de solutions de contrôle de la température pour les industries comme l'aérospatial, le nucléaire, la pétrochimie et les semi-conducteurs.	20 000	1 700	9,3x
 Probent	Clemessy	31/01/2024	Probent est un groupe d'ingénierie diversifié fournissant des solutions pour la réalisation de projets industriels complexes. Il compte parmi ses activités la fabrication et le prototypage de mécanique de précision, d'ingénierie électrique et électronique notamment. Il s'adresse à divers secteurs dont le maritime et la défense, ou le nucléaire et les énergies.	27 010	2 127	10,6x

Source : Epsilon Research - 15/09/2025

7. ANNEXES

7.3. Equipe dédiée à la mission et moyens matériels

Equipe dédiée à la mission

Olivier Arthaud
Partner Transaction Services



PRÉSENTATION

- Agréé Expert indépendant auprès de l'AMF
- Expert judiciaire près la Cour d'Appel de Lyon
- Membre du Comité Evaluation du CNOEC

COMPÉTENCES

- Due diligences comptables, financières, juridiques
- Evaluation d'entreprise et Expertise indépendante
- Audit légal et contractuel
- Etablissement des comptes consolidés
- Fusions – acquisitions

Maxime Hedelius
Associate Partner Transaction Services



PRÉSENTATION

- Membre de l'A3E
- Co-auteur du livre « Les documents de synthèse de l'entreprise »

COMPÉTENCES

- Due diligences comptables, financières, juridiques
- Evaluation
- Intervention sur des missions d'expertise indépendante
- Audit des comptes sociaux et consolidés
- Élaboration de business plans

7. ANNEXES

7.3. Equipe dédiée à la mission et moyens matériels

Pôle Transaction Services

- ♦ **Arthaud & Associés** est notamment membre de l'A3E (Association d'évaluateurs).
- ♦ Par ailleurs, **Arthaud & Associés** est chargé de la conception du parcours de formation certifiant en évaluation de la CNCC.
- ♦ Les équipes TS de **Arthaud & Associés** sont chargées de cours en Master Banque Finance et Evaluation/ Transmission d'entreprise, à l'Université Lyon II.
- ♦ **Arthaud & Associés** a constitué une équipe dédiée, bâtie sur l'expérience de 4 associés spécialisés, ainsi qu'une vingtaine de collaborateurs expérimentés.

- ♦ **Arthaud & Associés** intervient dans les opérations suivantes :
 - Accompagnement de ses clients dans le processus d'acquisition, dans le cadre de projets de croissance externe avec notamment des due diligences comptables, financières, fiscales, sociales et juridiques,
 - Accompagnement de ses clients dans le processus de cession de leur entreprise (VDD, Data Room, Négociations),
 - Commissariat aux apports,
 - Commissariat à la fusion.

Moyens utilisés

- ♦ XERFI
- ♦ INFRONT ANALYTICS
- ♦ EPSILON Research
- ♦ Boursorama
- ♦ Euronext

7. ANNEXES

7.4. Circulaire COPA n°2 – Liquidité au sens du droit des OPA

Circulaire COPA n° 2 – Liquidité au sens du droit des OPA

Rashid Bahar, 31 mars 2010.

Être ou ne pas être liquide ? Cette question est cruciale pour les offrants et les destinataires d'offres obligatoires, car selon la réponse qui lui est apportée le prix minimum sera fixé soit selon le VWAP des 60 jours de bourse précédant l'offre (ou son annonce préalable) soit sur la base d'une évaluation par l'organe de contrôle avec des conséquences favorables ou défavorables pour les un ou les autres selon les circonstances. Néanmoins, malgré son importance, jusqu'à peu, la COPA s'est contentée d'une définition relativement grossière : si un titre était négocié pendant 30 des 60 derniers jours précédant l'offre, elle était présumée liquide, tout en réservant les circonstances particulières. Si cette règle avait l'avantage de la simplicité, l'affaire Harwanne a mis en lumière ses limites. La COPA a donc senti l'obligation de revoir cette règle et la remplacer par un critère plus robuste. C'est ce qu'elle vient de faire en adoptant – sur la base d'un rapport d'experts, mais sans procédure de consultation – le 26 février 2010, une nouvelle **Circulaire n° 2 – Liquidité au sens du droit des OPA**.

Cette circulaire adopte une approche en deux temps : premièrement, elle pose la fiction que toutes les Blue Chips appartenant à l'indice SLI sont liquides. Deuxièmement, elle adopte pour les autres titres un critère plus sophistiqué que l'indicateur de fréquence de transactions utilisé jusqu'alors. Elle considère qu'un titre est liquide, si pendant au moins dix des douze mois calendaires précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % du nombre titres de participation librement négociables (*free float*). Ce critère consiste ainsi, dans un premier temps, à mesurer le volume quotidien des transactions en bourse du titre. Puis, sur une base mensuelle, déterminer le volume médian (et non moyen) pendant chacun des douze mois précédant l'offre. Si la médiane mensuelle du volume quotidien est égale ou supérieure à 0,04% pendant dix des douze derniers mois, le titre est réputé liquide. Cette conclusion semble irréfutable, puisque la Commission des OPA n'a pas réservé des circonstances exceptionnelles lui permettant de revoir la question plus avant.

La nouvelle circulaire utilise ainsi un indicateur de l'activité de négoce afin de mesurer la liquidité : si le volume négocié est important, le titre est liquide. La liquidité est ainsi mesurée seulement en termes de facilité de vendre ou acheter à court terme des titres, sans s'intéresser à l'importance du *spread* ou l'impact de transactions importantes sur le cours, qui en définitive sont plus proches des objectifs poursuivis par l'art. 40 OOPA qui vise à garantir que le cours de bourse soit suffisamment représentatif afin de servir de prix minimum pour une offre obligatoire.

Néanmoins, le critère retenu a l'avantage d'une simplicité relative qui permet à tous les acteurs intéressés de le vérifier sur la base de données publiquement disponibles. Par ailleurs, ce test a l'avantage d'être relativement difficile à manipuler : le choix d'une période d'observation longue de douze mois et le recours à la médiane – et non la moyenne – limitent l'impact de grosses fluctuations et de cas extrêmes. De même, en fixant la barre à 0,04%, elle garantit que la plupart des volumes négociés sont des titres liquides (99,75% des volumes agrégés et 97,5% de la capitalisation de marché est liquide). Certes, à peine plus de la moitié des titres émis sont liquides, ce qui veut dire que l'évaluation sera la règle plus que l'exception en présence d'une OPA sur une petite ou moyenne capitalisation. En définitive, ce résultat n'est guère choquant, car il ne fait que refléter la réalité du marché suisse où la liquidité est concentrée entre les grandes *blue chips*, ne laissant qu'un petit filet de négoce pour les autres émetteurs.

La principale faiblesse de cette norme se situe au niveau de la définition du *free float*. A titre anecdotique, relevons que la circulaire se réfère à tort à la fraction librement négociable des titres de participation pour définir cette notion, alors qu'il est évident que c'est sur le nombre de titres librement négociables qu'elle se base. Toutefois, le problème tient aussi du fond : le *free float* est une notion délicate à définir et mesurer. C'est pourquoi la COPA entend simplifier le travail en reprenant la définition utilisée par la SIX Swiss Exchange pour les titres qui y sont cotés, ou, pour les autres, la définition employée par la bourse où les titres sont cotés et à défaut de cotation présumer que le *free float* est de 100%. Cette définition apparemment objective cache quelques biais : la SIX Swiss Exchange détermine le *free float* sur la base des annonces de participation et d'autres informations auxquelles elle a accès, tout en excluant les participations de certains investisseurs institutionnels – banques et négociants en valeurs mobilières exclus, même s'il s'agit d'investisseurs à long terme qui ne négocient pas leurs titres. En incluant ces titres dans le *free float*, les règles de la SIX rendent les titres plus liquides qu'ils ne le sont en réalité : le *free float* augmentant un volume proportionnellement plus faible suffira à rendre le titre liquide au sens de la circulaire. En même temps, la circulaire ouvre la porte à certaines manœuvres de la part de l'offrant : pendant la phase préalable à la publication de l'offre, l'offrant accroîtra sa participation réduisant ainsi le *free float*. Dans des cas limites, il pourra accélérer ou retarder ses opérations selon qu'il cherche à fonder le prix minimum sur le cours de bourse ou sur une évaluation, ce d'autant que la COPA entend reprendre les données déterminées par la bourse sans les revoir.

En définitive, cette nouvelle circulaire offre un critère plus robuste que son prédécesseur afin de déterminer si un titre est liquide. Elle est indéniablement plus complexe que la règle du 30/60 appliquée jusqu'à peu, mais elle est également moins susceptible d'être manipulée que cette dernière. Certes, malgré les promesses du rapport d'experts, le risque d'utilisation stratégique d'opérations préalables afin d'influencer le *free float* et indirectement la liquidité au sens du droit des OPA ne peut être éliminé. Néanmoins, la circulaire apporte un élément essentiel à un ordre juridique efficient : la sécurité du droit. Désormais, la plupart des offrants et investisseurs savent quel sort les attend en cas d'offre obligatoire. Un seul regret subsiste, si la règle adoptée par la circulaire est indéniablement meilleure que son prédécesseur, le processus réglementaire aurait pu être lui aussi amélioré : à défaut d'une règle formelle introduite dans l'OOPA – une circulaire n'est, comme l'a récemment rappelé le Tribunal administratif fédéral, qu'une ordonnance administrative sans effet obligatoire pour les particuliers (B-7765/2008) – au moins une procédure de consultation aurait été bienvenue.

Reproduction autorisée avec indication de la source :
Rashid Bahar, <http://cms.unige.ch/droit/cdbf>, article n° 678, 31 mars 2010.

7. ANNEXES

7.5. Glossaire

Abréviations générales

k€/m€ : Milliers d'euros / Millions d'euros

na/n.a. : Non applicable

nc/n.c. : Non communiqué

ns : Non significatif

CA : Chiffre d'affaires

CAGR : Taux de croissance annuel moyen

BFR : Besoin en fonds de roulement

Capex : « Capital Expenditure », Investissement

D&A : Dotations aux amortissements

DSO : Délai de règlements clients

DPO : Délai de règlements fournisseurs

EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

EBIT : Earnings Before Interest and Taxes

FCF : Free Cash Flows

FYXX : « Fiscal Year » Année fiscale clôturant au 31 décembre

IFC/IDR : Indemnités de Fin de Carrière / de Départ à la Retraite

IS : Impôt sur les sociétés

LTM : 12 mois glissants

P&L : « Profit & Loss », Compte de résultat

PRC : Provisions pour risques et charges

VB : Valeur brute

VNC : Valeur nette comptable

WACC : « Weighted Average Cost of Capital », Coût moyen pondéré du capital

y.c. : y compris