



Crowe HAF

16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Cogelec SA

Rapport de l'expert indépendant
dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée
visant les actions de la société Cogelec SA
initiée par la société Legrand France SA

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 467 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	2
1.2 - Présentation du Groupe et de son marché	3
1.2.1 - Activité du Groupe	3
1.2.2 - Déclinaison du modèle économique du Groupe.....	4
1.2.2.1 - Présentation de la gamme de produits et services.....	4
1.2.2.2 - Présentation des principaux partenariats	5
1.2.2.3 - Présentation de l'intégration de l'écosystème d'offres	6
1.2.3 - Diversification géographique.....	8
1.2.4 - Historique du Groupe.....	9
1.2.5 - Actionnariat du Groupe	10
1.2.6 - Description du marché	11
1.2.6.1 - Présentation du marché des systèmes de sécurité en France	11
1.2.6.2 - Dynamisme du marché en France.....	12
1.2.6.3 - Présentation des grands acteurs du marché du contrôle d'accès en France	16
1.2.6.4 - Conclusion	18
1.2.7 - Comptes consolidés du Groupe	19
1.2.7.1 - Performance financière historique	20
1.2.7.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie.....	25
1.3 - Contexte et opération envisagée	28
1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération	28
1.3.2 - Termes de l'Offre	29
2 - Présentation de l'expert indépendant	30
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	30
2.1.1 - Présentation générale.....	30
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	30
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	31
2.3 - Déclaration d'indépendance	32
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	32
2.5 - Rémunération.....	32
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	33
2.6.1 - Programme de travail.....	33
2.6.2 - Calendrier de l'étude.....	35
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	35
2.6.4 - Informations utilisées	36
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	37

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé.....	38
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	38
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	38
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	39
3.1.3 - Plan d'affaires	40
3.1.3.1 - Construction et approbation.....	40
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon	41
3.1.3.3 - Communications ultérieures au plan d'affaires.....	41
3.1.3.4 - Tests de dépréciation (<i>impairment tests</i>)	42
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	43
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)	43
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	43
3.2.3 - Méthode des transactions comparables	43
3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes	44
3.2.5 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	44
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues	44
3.3.1 - Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle	45
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	46
3.3.2.1 - Définition de la méthode	46
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires.....	46
3.3.2.3 - Période d'extrapolation	52
3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie disponibles.....	53
3.3.2.5 - Détermination du flux du deuxième semestre 2025	53
3.3.2.6 - Détournage des flux de trésorerie disponibles entre Kibolt et les autres activités du Groupe	54
3.3.2.7 - Détermination des taux d'actualisation	54
3.3.2.8 - Calcul de la valeur terminale	55
3.3.2.9 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité	55
3.3.3 - Référence au cours de bourse (à titre principal).....	56
3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	56
3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse	57
3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	58
3.3.4 - Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	59
3.3.4.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues	59
3.3.4.2 - Analyse des comparables boursiers	61
3.3.4.3 - Multiples obtenus et choix des multiples	62
3.3.4.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBITDA).....	63
3.3.4.5 - Application de la méthode	63
3.3.4.6 - Résultats	64
3.4 - Analyse des synergies/dissynergies	64

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur	66
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	66
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :	66
4.2.1 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	66
4.2.1.1 - Hypothèses retenues sur la période explicite	67
4.2.1.2 - Extrapolation	69
4.2.1.3 - Flux normatif	69
4.2.1.4 - Détermination du taux d'actualisation	69
4.2.1.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 70	
4.2.1.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés	70
4.2.2 - Référence au cours de bourse	71
4.2.3 - Méthode des comparables boursiers	71
4.2.3.1 - Choix de l'échantillon	71
4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie	71
4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers	72
4.2.4 - Méthode des transactions comparables	72
4.2.4.1 - Choix de l'échantillon	72
4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie	72
4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables	73
4.2.5 - Référence aux cours cibles des analystes	73
4.2.6 - Référence à l'actif net comptable	73
5 - Analyse des éléments connexes à l'Offre	74
5.1 - Contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle	74
5.1.1 - Mécanisme de <i>locked-box</i> et Pertes de Valeur (leakage)	74
5.1.2 - Complément de prix	75
5.1.3 - Opération Préalable	76
5.2 - Engagement d'apport de la société H.R.C	76
5.3 - Résiliation du contrat de prestation de services avec la société H.R.C	77
5.4 - Mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites	78
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires	80
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations	80
6.2 - Analyse et appréciation des observations	80
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	81
8 - Annexe – Lettre de mission	83

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Cogelec SA le 28 août 2025 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, pouvant être suivie d'un Retrait Obligatoire (OPAS-RO).

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE
L'OFFRE PUBLIQUE d'ACHAT SIMPLIFIEE POUVANT ETRE SUIVIE D'UN
RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE COGELEC SA
INITIEE PAR LA SOCIETE LEGRAND FRANCE**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, pouvant être suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après l'« Offre » ou l'« OPAS-RO ») portant sur les actions de la société Cogelec SA (ci-après la « Société », ou avec l'ensemble de ses filiales « Cogelec » ou le « Groupe ») initiée par la société Legrand France SA (ci-après « Legrand » ou l'« Initiateur »), nous avons été nommés le 28 août 2025 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée en application (i) des articles 261-1 I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, les dirigeants de la Société ayant conclu des accords avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance et tenant compte de l'ensemble des éléments connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix d'offre, et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre s'établit à 29,00€ par action (ci-après le « Prix d'Offre »).

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par le Groupe, l'Initiateur, ou leurs conseils respectifs, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur
5. Analyse des éléments connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

L'Initiateur est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé au 128 Avenue Marechal de Lattre de Tassigny, 87000 Limoges, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Limoges sous le numéro 758.501.001, filiale du groupe Legrand.

Présent sur le territoire français depuis le 19^{ème} siècle, le groupe Legrand est un groupe industriel historique du secteur des infrastructures électriques et numériques, opérant dans les domaines du bâtiment résidentiel, tertiaire et industriel.

Spécialisé dès 1949 dans la production et l'appareillage de matériel électrique, l'Initiateur se distingue par sa capacité à innover (techniques de productions, introduction de nouveaux matériaux...) et à diversifier son offre de produits (développement de l'offre domotique).

Disposant de sa première implantation à l'international en 1970, l'Initiateur poursuit depuis une dynamique de croissance en France et à l'international en renforçant ses implantations régionales et en consolidant son savoir-faire à travers le développement de filiales et des acquisitions ciblées, relatives à des sociétés de petite et moyenne taille leaders sur leurs marchés et complémentaires de ses activités.

Ses clients incluent des distributeurs, des installateurs, des architectes, des tableautiers ou des consommateurs finaux (applications domestiques et professionnelles).

L'Initiateur se positionne comme un acteur de référence des gammes d'interrupteurs et des systèmes de pose de câbles, et est présent dans plus de 90 pays à travers le monde. Il réalise un chiffre d'affaires de 8.648,9m€ au 31 décembre 2024, et dispose d'un effectif de près de 39.000 collaborateurs.

L'Initiateur détient, à la date de notre rapport et préalablement au dépôt de l'OPAS-RO, indirectement (i) par l'intermédiaire de Cogelec Développement et de S.R.C 5.347.065 actions Cogelec, et (ii) 600.611 actions Cogelec auto-détenues, l'ensemble de ces actions étant assimilées à celles détenues en propre par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce, soit un total de 5.947.676 actions et 11.294.741 droits de vote théoriques, représentant 66,84% du capital et 79,28% des droits de vote théoriques de la Société.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La Société est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé au 370 rue de Maunit, 85290 Mortagne-sur-Sèvre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de La Roche-sur-Yon, sous le numéro 433.034.782, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché d'Euronext Growth à Paris (« Euronext Growth Paris ») sous le code ISIN FR0013335742, mnémorique « ALLEC ».

1.2 - Présentation du Groupe et de son marché

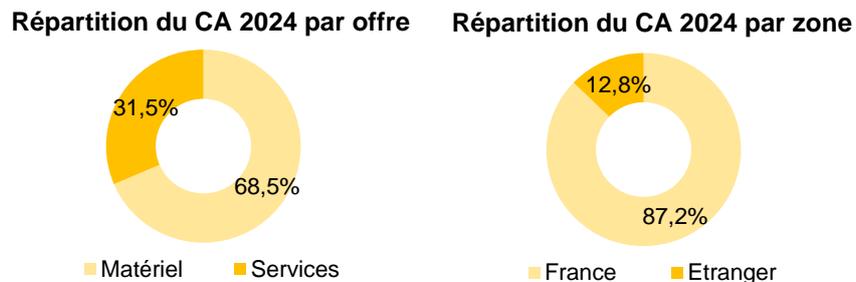
1.2.1 - Activité du Groupe

Le Groupe Cogelec, fondé en 2000 à Mortagne-sur-Sèvre, est un groupe français principalement d'envergure nationale, spécialisé dans le secteur du contrôle d'accès notamment à l'aide de la technologie sans fil GSM, au service de l'habitat (collectif et individuel), du secteur tertiaire et des collectivités.

Il propose une gamme étoffée de produits composée de systèmes d'interphonie filaire et sans fil, de badges d'accès, de boîtes aux lettres et serrures connectées, ainsi qu'une offre de services relative notamment à l'accès aux applications web de gestion à distance, à la maintenance des applications et à la formation des gestionnaires, commercialisées sous les marques Intratone, Hexact, Rozoh et Kibolt.

Disposant d'une position de leader sur son marché en France en raison de la différenciation de son offre, le Groupe s'est implanté à l'international à partir de 2018 afin de disposer de nouveaux relais de croissance, avec la création de filiales en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas.

La répartition du chiffre d'affaires 2024 par offre et par zone géographique est présentée ci-dessous :



Ayant placé l'innovation au cœur de sa stratégie, avec le lancement d'un nouveau produit tous les deux mois environ, le Groupe a fait le choix de consacrer l'ensemble de ses moyens humains autour des phases de conception et d'assemblage final des produits commercialisés, sur ses deux sites de Mortagne-sur-Sèvre et de Nantes, et de nouer différentes typologies de partenariats avec des acteurs de référence, afin d'assurer le reste des fonctions motrices liées à sa chaîne de valeur produit (approvisionnement de composants, assemblage non critique, commercialisation...).

Dans le cadre du déploiement de ses opérations, il s'appuie notamment sur un maillage territorial étoffé, composé de réseaux d'installateurs-intégrateurs bénéficiant de relations privilégiées avec les bailleurs sociaux et gestionnaires, mais également de grossistes qui disposent d'un plus grand potentiel de distribution.

Si le Groupe s'est implanté à l'international, il n'a jamais réalisé d'opérations de croissance externe, ayant ainsi connu exclusivement une croissance historique organique.

En 2024, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 74,5m€ et un résultat opérationnel courant de 7,4m€¹, avec plus de 364 collaborateurs, et détient 67 familles de brevets, 36 marques et 35 modèles.

¹ Rapport financier Annuel 2024, Groupe Cogelec.

1.2.2 - Déclinaison du modèle économique du Groupe

Nous exposons ci-après les principaux éléments caractéristiques du modèle économique du Groupe, à savoir le détail de la gamme de produits et services, les principaux partenariats mis en place, et l'intégration de l'écosystème d'offres.

1.2.2.1 - Présentation de la gamme de produits et services

Le Groupe propose à sa clientèle les gammes de produits et services présentées dans le tableau ci-dessous :

Présentation des activités par produits				
Gammes de produits et Services	Description	Listes de produits et services	Clients	Illustrations
 Equipements d'accès	Ensemble de solutions combinée à des lecteurs, qui gère les autorisations d'accès afin de sécuriser les accès aux bâtiments	<ul style="list-style-type: none"> Centrales de contrôle d'accès Badges et clés électroniques Kits de gestion de portes Claviers codés et lecteurs d'accès Centrales GSM (à distance via carte SIM/5g) Systèmes de clé unique (pour accéder à plusieurs espaces) 	Bailleurs sociaux, syndics de copropriété, gestionnaires d'immeubles collectifs, entreprises, collectivités locales, bâtiments tertiaires (bureaux, sites industriels)	
 Interphonie filaire & non filaire	Systèmes de communication audio et vidéo entre visiteurs et résidents	<ul style="list-style-type: none"> Interphones vidéo (1 à 20 boutons, à défilement de noms) Interphones audio (1 bouton) Interphones sans fil 	Copropriétés, bailleurs sociaux, résidences étudiantes, collectivités locales (mairies, écoles, entreprises avec accueil visiteurs)	
 Solutions de verrouillage	Solutions connectées aux équipements d'accès permettant l'ouverture et la fermeture mécanique des portes	<ul style="list-style-type: none"> Serrures multipoints connectées (judas numérique) Coffres et armoires à clés communicant 	Particuliers, copropriétés, bailleurs sociaux, gestionnaires de logements, entreprises (locaux techniques, espaces partagés)	
 Equipements complémentaires	Outils permettant de relier et d'optimiser le fonctionnement des solutions de contrôle d'accès et d'interphonie	<ul style="list-style-type: none"> Boxes 4G pour la transmission des données et la gestion à distance Accessoires connectés pour élargir les capacités des centrales et interphones 	Gestionnaires d'immeubles collectifs, bailleurs sociaux, collectivités locales, entreprises multisites	
 Services	Accompagnement pour la mise en service et l'adaptation des solutions	<ul style="list-style-type: none"> Programmation et paramétrage des solutions Accompagnement lors d'un changement de gestionnaire ou administrateur Support technique (assistance et suivi opérationnel) SAV et optimisation logicielle (maintenance, mises à jour, formations) 	Installateurs, gestionnaires de sites, bailleurs sociaux, syndics de copropriété, sociétés de gestion immobilière, gestionnaires d'immeubles, collectivités locales, entreprises multisites	

Ainsi, le Groupe décline son activité au travers d'un modèle hybride intégrant la fourniture de matériel électronique (équipement d'accès, interphonie, solutions de verrouillage, équipements complémentaires), ainsi que de solutions de gestion d'accès associées (technologie GSM, plateforme SaaS) et d'un accompagnement technique (assistance, maintenance, formations...).

Sa gamme de produits et services est commercialisée au travers de quatre marques se distinguant notamment soit par la typologie de produits et services commercialisés, soit par la typologie de clients finaux :

- Intratone, première marque spécialisée dans le contrôle d'accès et l'interphonie sans fil à l'aide de la technologie GSM au service du secteur résidentiel (habitat individuel et collectif), constitue la locomotive du Groupe. Elle représente environ 88% du chiffre d'affaires lié à l'offre de produits en 2024 ;
- Hexact, marque historique spécialisée dans le contrôle d'accès et l'interphonie filaire, et très implantée auprès des bailleurs sociaux (70% équipés de l'outil de gestion), évolue sur un marché mature qui se contracte sous l'effet de l'essor de nouvelles technologies. Elle représente environ 8% du chiffre d'affaires lié à l'offre de produits en 2024 ;
- Rozoh, marque spécialisée dans le contrôle d'accès et l'interphonie sans fil à l'aide de la technologie GSM au service des collectivités, de l'industrie et du tertiaire, a été créée dans le cadre de la stratégie de pénétration de nouveaux marchés. Elle représente environ 3% du chiffre d'affaires lié à l'offre de produits en 2024 ;
- Kibolt, marque qui s'inscrit en rupture en rapport des précédentes, fournit une nouvelle gamme de produits à la croisée des systèmes mécaniques et électroniques, afin d'améliorer la sécurité des portes et la gestion des flux résidentiels. Elle représente moins de 1% du chiffre d'affaires 2024.

En sus de sa gamme de produits, le Groupe fournit des prestations de services correspondant notamment aux consommations « voix » et données liées à la technologie GSM, à l'accès aux applications web de gestion (plateforme SaaS), à la maintenance des applications, ainsi qu'à la formation des gestionnaires, principalement sous la forme de prépayés ou d'abonnements.

Afin de dynamiser son activité, le Groupe apporte une attention particulière au maintien d'une importante capacité d'innovation, que ce soit dans le cadre de l'amélioration de sa gamme actuelle ou du développement de nouveaux produits, en dédiant près de 20% de ses effectifs aux actions de recherche et développement, ce qui lui permet de lancer sur le marché un nouveau produit ou service tous les deux mois environ.

Notamment, le Groupe a développé au cours de ces dernières années une serrure multipoints mécanique connectée, équipée d'un judas numérique, qui permet de gérer l'accès à un logement pour des proches ou des intervenants, sur place ou à distance, avec une clé, un badge ou un smartphone, baptisée Kibolt Home, ainsi qu'un système d'accès généralisé basée sur des serrures connectées et une clé cryptée unique permettant d'ouvrir plusieurs accès (hall d'immeuble, local à vélo, logement, gymnase, salle de sport...) en fonction des droits programmés, baptisée Kibolt Smart.

Les effets liés au lancement et à l'accélération de l'offre de produits Kibolt ont été pris en compte par le Management dans le cadre de l'élaboration du plan d'affaires du Groupe (voir section 3.3.2.2).

1.2.2.2 - Présentation des principaux partenariats

Dans le cadre de la réalisation de son cycle opération, la Société a noué des partenariats avec différents types d'acteurs. Les principaux partenariats sont décrits ci-dessous

Le Groupe est dépendant de ses partenariats avec Vigik (badges d'accès) et les opérateurs téléphoniques (cartes SIM relatives aux consommations « voix » et données) dans le cadre de la déclinaison de sa proposition de valeur *end-to-end* (principe du *one-stop-shop*), dans la mesure où son offre de produits et de services repose principalement sur le dispositif Vigik et sur la technologie GSM, indispensables à la sécurisation du parc résidentiel sous gestion et au fonctionnement de ses solutions connectées.

Par ailleurs, le Groupe a fait le choix de définir sa proposition de valeur autour de la gestion de flux d'accès, et non simplement autour de la fourniture d'équipements d'interphonie et de contrôle d'accès (voir section 1.2.2.1). Dans le cadre de la déclinaison de cette proposition de valeur, il a mis en place une stratégie d'investissement *asset-light*, consistant à sous-traiter auprès de partenaires commerciaux la fabrication des pièces et équipements électroniques, ainsi que les phases d'assemblage primaire, afin de ne conserver que les phases critiques liées à l'assemblage final, au contrôle qualité et au *testing*, lui permettant de concentrer son effort d'investissement notamment sur la mise en place d'actions de conquête commerciale, sur la conception de nouvelles gammes de produits et services et sur la diversification de son empreinte géographique (voir section 1.2.3).

En outre, le Groupe intervient principalement sur le secteur résidentiel (nous rappelons que l'offre liée au secteur industriel et tertiaire, ainsi qu'aux collectivités, génère un montant marginal aux bornes du chiffre d'affaires du Groupe en 2024), en particulier au service des habitations collectives, caractérisé par un important maillage territorial de réseaux d'installateurs-intégrateurs qui bénéficient de relations commerciales privilégiées avec les bailleurs sociaux et gestionnaires. Afin d'assurer le maximum de débouchés à sa gamme de produits, le Groupe a privilégié les réseaux de distributions indirects avec l'intermédiation de réseaux composés de grossistes et d'installateurs-intégrateurs.

Enfin, le Groupe a développé depuis sa création un capital immatériel significatif (savoir-faire, méthodes et process, notoriété, réseau de distribution, technologies et capacité d'innovation...), qui lui ont notamment permis d'opérer la différenciation de son offre, de gagner des parts de marchés et de maîtriser la chaîne de valeur du secteur. L'ensemble des ressources à la

disposition du Groupe lui ont permis de nouer des partenariats stratégiques avec des entreprises nécessitant son expertise et son savoir-faire, et ainsi de disposer d'une part de nouveaux relais de croissance et d'autre part de leviers d'amélioration de la profitabilité.

Ainsi, les principaux partenariats du Groupe peuvent se diviser en quatre grandes catégories :

- les partenariats technologiques, visant *in fine* à assurer non seulement la qualité de la communication entre les dispositifs du système de contrôle d'accès, mais également la sécurité du parc résidentiel sous gestion, et qui concernent d'une part les principaux opérateurs téléphoniques français (Orange, SFR et Bouygues Télécom), et d'autre part le système Vigik ;
- les partenariats industriels, visant *in fine* à assurer à la fois la gestion efficiente des coûts de revient et l'optimisation de la qualité des produits, et qui concernent notamment les sociétés Syscom (distributeur en composants électroniques), OMP (expert en assemblage mécanique) et Sirlam (fabricant de serrures) ;
- les partenariats commerciaux, visant *in fine* à assurer le maximum de débouchés à la gamme de produits et services, tout en définissant une feuille de route et un cahier des charges permettant de maximiser les bénéfices communs, et qui concernent notamment des sociétés telles que Francofa Eurodis, ATM Distribution, Intégral Système, Eurelec Distribution, Rexel et Point Fort Fichet ;
- les partenariats stratégiques, visant *in fine* à mobiliser les atouts du Groupe afin de maximiser la croissance et la rentabilité de l'activité, et qui concernent notamment des sociétés telles que Legrand, Amazon, Assa Abloy, Kone ou Portaconnect ;

Notamment, le Groupe a pris une participation de 35% au capital de la société Portaconnect, qui développe une solution connectée de surveillance à distance du fonctionnement des portes et portails automatiques, et conclu avec elle un contrat d'exclusivité commerciale en fin d'année 2023.

En vertu de ce contrat, le Groupe doit reverser à la société Portaconnect une redevance relative à la vente de ses produits, et composée d'un montant unitaire (sur chaque produit) ainsi que d'un pourcentage du chiffre d'affaires réalisé.

Les effets liés au lancement de l'offre de produits Portaconnect ont été pris en compte par le Management dans le cadre de l'élaboration du plan d'affaires du Groupe (voir section 3.3.2.2).

1.2.2.3 - Présentation de l'intégration de l'écosystème d'offres

Comme précisé en section 1.2.2.1, le Groupe propose à ses clients une offre de produits et de services notamment composée de dispositifs de contrôle d'accès et de solutions de gestion associées.

Le chiffre d'affaires lié à l'offre de produits correspond à la vente directe aux grossistes et installateurs, à la vente de matériel lié aux offres prépayées, et à la vente de matériel correspondant à de la location-financement lié aux offres d'abonnement.

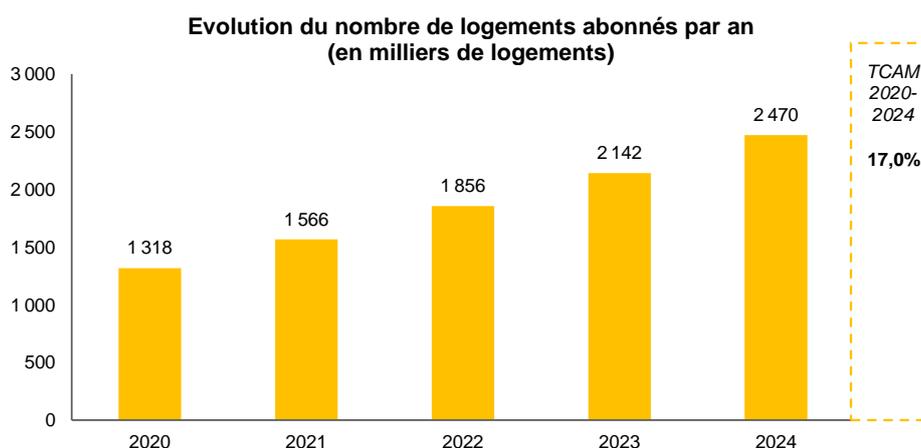
Le chiffre d'affaires lié à l'offre de services correspond aux offres prépayées, soit des contrats conclus dans le cadre de contrôle d'accès sans interphonie (prépayées données) et avec interphonie (prépayées « voix »), sur une période correspondant généralement à 10 ou 15 ans, aux offres d'abonnement comprenant notamment la mise à disposition d'un module de transmission, la maintenance du matériel, les accès aux applications web de gestion d'accès, la maintenance de ces applications, et la formation des gestionnaires, et de manière marginale à d'autres prestations n'entrant pas dans le cadre des offres prépayées et d'abonnement.

La modèle d'affaires du Groupe est particulièrement vertueux, dans la mesure où il induit en raison de sa proposition de valeur une intégration de l'écosystème d'offres, avec une offre de

produits qui alimente l'offre de services, grâce à l'existence de captives au niveau du parc résidentiel sous gestion.

En sus de ces captives, qui rendent difficile le changement de prestataire de contrôle d'accès en raison des potentiels désagréments liés à l'installation du nouveau matériel, mais également de la courbe d'apprentissage qui serait nécessaire afin d'assurer la maîtrise des nouveaux outils de gestion par la clientèle, la qualité de service et la fluidité de l'expérience client ont permis au Groupe de maintenir un taux d'attrition des contrats relatifs à son offre de service extrêmement faible, inférieur à 1%.

Du fait de la conjonction de l'ensemble des éléments, le nombre de logements abonnés a connu une croissance continue ces dernières années, passant de 1.318 milliers de logements en 2020 à 2.470 milliers de logements en 2024 (soit un TCAM de 17,0% sur la période), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :



Dans la mesure où la croissance de l'offre de service est portée par l'évolution du nombre de logements abonnés, il existe une tendance « naturelle » de surcroissance de cette offre en rapport de l'offre de produits (toutes choses égales par ailleurs, l'absence de croissance de l'offre de produits engendre par exemple la croissance de l'offre de services puisqu'elle ne signifie pas que le nombre de logements abonnés est constant).

Entre 2021 et 2024, cette tendance naturelle a engendré une évolution du mix d'activité au profit de l'offre de services, qui est passé de 26,6% du chiffre d'affaires en 2019 à 31,5% du chiffre d'affaires en 2024 (voir section 1.2.7.1).

L'évolution du mix d'activité au profit de l'offre de services a deux principaux effets favorables pour le Groupe :

- une récurrence/résilience plus importante du chiffre d'affaires (l'offre de services étant moins sensible à la conjoncture économique que l'offre de produits), et une croissance soutenue de l'activité couplée à une amélioration de la profitabilité (la marge brute et la marge opérationnelle post-ventilation des coûts directs et indirects de l'offre de services étant plus importante que celles de l'offre de produits) ;
- une amélioration sensible du BFR engendrant une génération significative de flux de trésorerie opérationnel ; offre de prépayés supposant un encaissement préalable à la réalisation de prestations sur un temps long (10 ou 15 ans).

L'intégration de l'écosystème d'offres entretient nécessairement la dynamique du Groupe, puisqu'elle lui permet *in fine* d'optimiser sa capacité d'autofinancement, d'entretenir son autonomie financière et sa capacité à autofinancer ses actions de recherche et développement, et de multiplier les relais de croissance.

1.2.3 - Diversification géographique

Fort de son succès commercial en France, et afin de bénéficier de relais de croissance supplémentaires, le Groupe a étendu ses activités en Europe à partir de la fin de l'année 2017, avec la création de trois filiales : Intratone GmbH en Allemagne, Intratone Ltd au Royaume-Uni et Intratone BV aux Pays-Bas.

Si le Groupe entend répliquer au travers de ces filiales le modèle d'affaires du Groupe à l'étranger, il a conservé les principales fonctions liées à la définition et à la déclinaison de la stratégie en France. Ainsi, les filiales assurent quasiment exclusivement des fonctions de commercialisation et de distribution de la gamme de produits et services sur leurs marchés respectifs.

En raison du modèle économique associé à une activité de distribution, qui suppose un décalage entre la mise en place d'une structure de coûts relativement fixe (par paliers) et le retour sur investissement lié à la montée en puissance des actions commerciales et à la pénétration du marché sous-jacent, les filiales étrangères du Groupe n'ont pas encore atteint leur seuil de rentabilité, en raison de l'insuffisance de leur volume d'activité, et demeurent dépendantes d'un appui financier de leur maison mère afin de couvrir en partie les coûts liés à la distribution et à la logistique.

En outre, si le modèle économique apparaît aisément répliquable, porté en *sus* par une forte traction de marché (voir *supra*), le développement des filiales a été confronté à des spécificités propres à chaque marché local, ainsi qu'à des différences notables dans les profils de clientèle.

En particulier, et dans la mesure où la distinction entre habitat individuel et habitat collectif varie sensiblement selon les pays, le Groupe a dû mettre en oeuvre d'importants efforts d'adaptation organisationnelle et commerciale, visant à ajuster son offre aux caractéristiques et attentes spécifiques de chaque marché, dans une optique d'optimisation de la captation de la demande.

En Allemagne, la structure du marché résidentiel repose principalement sur des logements privés administrés par des syndicats, tandis que les bailleurs sociaux n'y occupent qu'une place marginale. Cette configuration limite le potentiel de diffusion des solutions prépayées ; les syndicats se montrant généralement réticents à consentir des investissements initiaux significatifs. L'activité s'est ainsi historiquement concentrée sur l'interphonie, segment caractérisé par des processus de commercialisation longs et complexes, impliquant notamment des validations en assemblée générale ou des approbations résidentielles.

À l'inverse, le contrôle d'accès se prête à des cycles de décision plus courts et à une mise en oeuvre plus rapide, ce qui justifie la volonté affichée du Groupe de rééquilibrer progressivement son mix produit à l'horizon moyen-long terme. Dans cette perspective, des produits spécifiquement adaptés aux contraintes locales ont été développés, tels que des systèmes simplifiés d'affichage et de sélection des résidents sur les interphones.

Au Royaume-Uni, la situation se distingue par la présence significative des bailleurs sociaux, représentant environ un tiers du marché. Cette configuration favorise le déploiement des offres prépayées, particulièrement adaptées à ce type de clientèle, disposée à s'engager dans des solutions contractuelles simples et sans investissement initial lourd. En parallèle, l'essor des abonnements contribue à accroître la part des revenus récurrents, notamment par la conversion de clients historiques qui basculent progressivement vers des solutions Intratone, générant une visibilité accrue sur le chiffre d'affaires.

Aux Pays-Bas, la demande est majoritairement orientée vers les solutions de contrôle d'accès, au détriment de l'interphonie. Le Groupe a progressivement adapté son offre afin de répondre à cette structure particulière du marché, dans une logique de différenciation et de spécialisation.

Au 31 décembre 2024, les contributions des filiales internationales demeurent marginales au niveau du chiffre d'affaires consolidé, représentant environ 13% du total (4,2m€ pour Intratone Ltd, 3,7m€ pour Intratone BV, et 1,5m€ pour Intratone GmbH - voir section 1.2.1), illustrant ainsi le poids encore limité de l'activité du Groupe hors du marché français.

Les effets liés au *ramp-up* des filiales ont été pris en compte par le Management dans le cadre de l'élaboration du plan d'affaires du Groupe (voir section 3.3.2.2).

1.2.4 - Historique du Groupe

Les étapes marquantes du développement du Groupe sont les suivantes :

- **2000** : création du groupe Cogelec, spécialisé dans le contrôle d'accès et la fabrication d'interphones, par Roger Leclerc et cinq autres associés. Le Groupe obtient l'accréditation Vigik et déploie son activité avec le lancement de la marque Hexact, spécialisée dans le contrôle d'accès et l'interphonie filaire, et très implantée auprès des bailleurs sociaux ;
- **2001** : mise en conformité des produits de la marque Hexact au standard Vigik pour répondre aux besoins de sécurité de la clientèle, et implémentation de la première *roadmap* liée aux process de *testing* ;
- **2006** : mise en place d'un partenariat technologique avec Orange, fournisseur de cartes SIM dans le cadre de l'élaboration de dispositifs équipés de la technologie GSM ;
- **2007** : introduction sur le marché de la première solution de gestion à distance et en temps réel pour l'interphonie et le contrôle d'accès à l'aide de la technologie GSM au service du secteur résidentiel (habitat individuel et collectif), avec le lancement de la marque Intratone, qui constitue aujourd'hui la locomotive du Groupe ;
- **2009** : lancement du premier interphone vidéo 3G, marquant une étape notable en matière d'innovation technologique pour le Groupe ;
- **2010** : lancement du premier interphone équipé d'un tableau d'affichage numérique, consolidant le rôle moteur du Groupe en matière d'innovation sur son marché ;
- **2012** : lancement de la gamme de gestion des clés, comprenant notamment des armoires à clés et coffres à clés communicants, ainsi que des solutions de gestion de contrôle d'accès en temps réel et à distance ;
- **2015** : lancement du premier module de transmission 3G-IP, solution novatrice permettant d'assurer la mise à jour et l'ouverture des accès à distance, sans intervention physique ;
- **2016** : lancement de la première caméra de vidéosurveillance tout inclus (SeeSeebox) dédiée aux halls d'immeuble, permettant l'élargissement de la gamme de produits, et mise en place d'un partenariat technologique avec Bouygues Télécom, dans le cadre de la poursuite des actions de diversification de l'approvisionnement du Groupe ;
- **2018** : introduction en bourse du Groupe, afin notamment de financer l'accélération de son développement en Europe, et ouverture de trois filiales en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas ;
- **2019** : lancement de la marque Rozoh, spécialisée dans le contrôle d'accès et l'interphonie sans fil à l'aide de la technologie GSM au service des collectivités, de l'industrie et du tertiaire, et mise en place d'un partenariat stratégique avec Legrand, visant à intégrer à sa marque BTicino, dédiée au contrôle d'accès et à l'interphonie, les produits de la gamme Hexact, avec notamment la solution Vigik ;
- **2023** : mise en place d'un partenariat stratégique avec Koné, visant à développer et déployer une nouvelle offre de services connectés associant leurs deux technologies intelligentes, notamment de nouvelles solutions connectées dans les résidences, et acquisition d'une participation minoritaire au capital de la société Portaconnect qui développe une solution connectée de surveillance à distance du fonctionnement des

portes et portails automatiques, concomitante à la conclusion d'un contrat d'exclusivité commerciale et mise en place d'un partenariat ;

- **2024** : lancement de la marque Kibolt (début de la commercialisation), à la croisée des systèmes mécaniques et électroniques, et proposant notamment une serrure multipoints mécanique connectée, équipée d'un judas numérique, ainsi que des serrures connectées reliées à une clé cryptée unique ;
- **2025** : mise en place de partenariats stratégiques avec Amazon, visant à faciliter les livraisons Amazon dans les immeubles collectifs en intégrant la technologie Amazon Key aux systèmes de contrôle d'accès Intratone, et Assa Abloy, visant à développer une clé-badge intelligente 2-en-1 qui permet aux résidents d'accéder à toutes les zones de leur résidence avec un seul et même outil, et acquisition d'une participation majoritaire au capital de la Société par l'Initiateur, déclenchant le dépôt d'un projet d'OPAS-RO auprès de l'AMF.

1.2.5 - Actionnariat du Groupe

A la date du Projet de Note d'Information, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Cogelec - Détail des actions en circulation et droits de votes				
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% droits de vote
SAS S.R.C	5 347 065	60,09%	10 694 130	75,07%
Flottant	2 950 372	33,16%	2 951 635	20,72%
Actions auto-détenues	600 611	6,75%	600 611	4,21%
Total des actions	8 898 048	100,00%	14 246 376	100,00%

Source : *Projet de Note d'Information*

Nous précisons que les actions gratuites attribuées en vertu des plans d'AGA en vigueur (voir section 3.1.1) sont encore en période d'acquisition. Par conséquent, elles n'ont pas encore été émises, et ne figurent pas dans le tableau ci-dessus.

1.2.6 - Description du marché

1.2.6.1 - Présentation du marché des systèmes de sécurité en France

Le marché français des systèmes de sécurité, qui peuvent se définir comme l'ensemble des produits, dispositifs et systèmes permettant de répondre aux besoins de sécurisation des logements de particuliers et locaux professionnels, est particulièrement dynamique, porté à la fois par l'intensification des besoins en protection des biens et des personnes, et par la généralisation des technologies numériques, des systèmes d'information et des canaux de communication digitale.

Structuré autour d'une chaîne de valeur relativement complexe et holistique, allant de la conception des équipements à leur installation et leur maintenance, en passant par la distribution et l'intégration, le marché est globalement dominé par de grands groupes internationaux, souvent issus des conglomérats industriels, qui bénéficient d'une forte capacité de standardisation et de la profondeur de leurs gammes de produits et services.

Si ces grands groupes internationaux s'appuient à la fois sur des réseaux d'installateurs et d'intermédiaires spécialisés tels que grossistes et négociants afin d'assurer la massification des volumes, l'accessibilité des solutions au plus grand nombre, la fluidification de la chaîne logistique et la gestion active des stocks, une partie des segments du marché reste marquée par une importante fragmentation, en raison du rôle primordial des intégrateurs-installateurs, regroupés autour de pôles de compétence régionaux, au niveau de la chaîne de distribution majoritairement indirecte.

Le marché des systèmes de sécurité se divise en quatre grandes catégories d'équipements (solutions anti-intrusion, systèmes de détection d'incendie, vidéosurveillance et télésurveillance), et bénéficie à la fois de dynamiques sociales, démographiques, technologiques et réglementaires, et se décline auprès d'une clientèle diversifiée (acteurs institutionnels, entreprises du tertiaire, sites industriels et particuliers), lui garantissant à la fois une importante profondeur, des perspectives de développement et une faible exposition aux cycles économiques.

Notamment, le segment de marché relatif au contrôle d'accès occupe une place singulière, à la croisée des problématiques de sûreté, de confort d'usage et de gestion opérationnelle des bâtiments. Alors que les systèmes d'alarme ou de vidéosurveillance répondent principalement à une logique de dissuasion et de détection, le contrôle d'accès se distingue par sa fonction de régulation proactive des flux, permettant de conditionner et de tracer l'entrée dans des espaces déterminés.

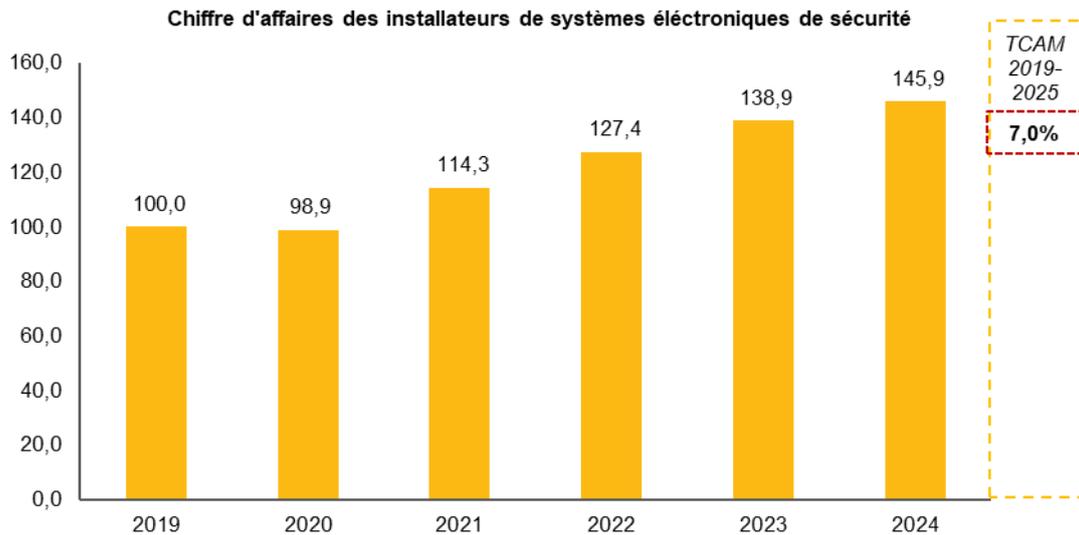
Comme présenté en section 1.2.1, le Groupe articule son offre de produits au niveau du marché du contrôle d'accès. Néanmoins, et tel qu'extériorisé en section 1.2.2, il décline une proposition de valeur particulièrement différenciée, reposant sur une forte capacité d'innovation, des produits équipés de la technologie GSM, une offre de service attrayante, la création d'offres prépayées, et globalement un focus sur la gestion de flux d'accès.

Enfin, et comme présenté en section 1.2.3, le Groupe décline majoritairement ses activités en France (qui représente ~90% du chiffre d'affaires 2024). A ce titre, nous nous bornerons à l'étude du marché du contrôle d'accès en France.

1.2.6.2 - Dynamisme du marché en France

1.2.6.2.1 - *Présentation des évolutions récentes du marché des systèmes de sécurité en France et de ses perspectives*

Entre 2019 et 2024, le chiffre d'affaires des installateurs de systèmes de sécurité a connu une croissance de +45,9%, représentant un TCAM de 7,8% sur la période, tel qu'illustré ci-dessous (en base 100) :



Entre 2019 et 2020, le chiffre d'affaires des installateurs de systèmes de sécurité s'est inscrit en repli (-1,0%), avec les effets de la crise sanitaire, engendrant un décalage des projets, ainsi que l'arrêt des chantiers non essentiels et des installations sur site, en raison des confinements successifs, ainsi que des difficultés d'approvisionnement en raison de la rupture de la chaîne logistique. Néanmoins, l'activité s'est relativement maintenue en raison de la continuité des dispositifs au niveau des sites sensibles, de la récurrence du chiffre d'affaires sur les contrats de maintenance, le développement de la télésurveillance et de la supervision en raison du télétravail, et de la réorientation de l'offre vers les dispositifs liés aux protocoles sanitaires de gestion de flux.

Entre 2020 et 2021, le chiffre d'affaires des installateurs de systèmes de sécurité croît fortement (+15,5%), profitant notamment d'un effet de rattrapage avec une forte reprise de l'activité, mais également de la dynamique sectorielle, avec un parc de dispositifs installé vieillissant, d'importants investissements publics consentis en sécurité électronique, une montée des préoccupations sécuritaires sur le marché résidentiel, et l'intensification des tentatives de déstabilisation des dispositifs organisationnels et systèmes d'information au niveau des entreprises, en lien avec la recrudescence des actions de dématérialisation.

Entre 2021 et 2022, le chiffre d'affaires des installateurs de systèmes de sécurité continue de croître, mais à un rythme plus modéré (+11,4%), avec des effets d'évolution technologique liés à la généralisation des dispositifs connectés et la montée en gamme de l'offre de produits, l'augmentation du cycle d'investissement public lié à la tenue prochaine d'événements mondiaux majeurs (coupe du monde de rugby, Jeux Olympiques de Paris...), un effet prix lié à des tensions d'approvisionnement dans un contexte géopolitique incertain, et le renforcement des exigences réglementaires (RGPD, cadre CNIL sur la vidéoprotection...).

Entre 2022 et 2023, la croissance du chiffre d'affaires des installateurs de systèmes de sécurité continue de s'effriter, tout en restant très importante (+9,1%), avec la continuité des évolutions technologiques (intégration de l'IA, solutions cloud et SaaS...), l'augmentation de l'investissement public pour la sécurisation des sites liés aux Jeux Olympiques de Paris, la traction du marché résidentiel liée à l'augmentation des cambriolages et actes d'incivilité, la dynamisme des contrats

de maintenance, et la professionnalisation du métier permettant de capter des relais de croissance supplémentaires (cybersécurité, intégration logicielle...).

Entre 2023 et 2024, la croissance du chiffre d'affaires des installateurs de systèmes de sécurité était plus modérée (+5,0%), avec un ralentissement dû en majeure partie à la complexification des technologies (automatisation, digitalisation, préservation des données...) et une intensification des normes et réglementations qui ont nécessité une adaptation des acteurs, et des tensions d'approvisionnement, en partie compensés par la tenue des Jeux Olympiques de Paris et l'augmentation des fonctionnalités dévolues aux dispositifs de contrôle d'accès (par exemple détection des comportements suspects et objets abandonnés).

En 2025, il est attendu un fléchissement de la croissance du chiffre d'affaires des installateurs de systèmes de sécurité (+3,0%), dans un contexte de fin des dispositifs liés à la sécurisation des Jeux Olympiques de Paris, d'incertitudes économiques et de tensions budgétaires qui inciteront les entreprises et collectivités à repousser les projets d'installation, ainsi que d'intensification de la pression concurrentielle due à la baisse du prix des matières premières. Les installateurs de systèmes de sécurité profiteront malgré tout d'un effet haussier lié à la récurrence du chiffre d'affaires sur les contrats de maintenance, la croissance du parc installé avec la reprise du marché immobilier dans l'ancien et le renforcement de l'offre en domotique créant de *l'upselling*.

1.2.6.2.2 - Focus sur le marché du contrôle d'accès en France

Tandis que le marché des systèmes de sécurité demeure fortement concentré autour de grands conglomérats industriels aux offres généralistes, celui du contrôle d'accès se caractérise par une fragmentation plus marquée, ainsi que par la présence d'acteurs spécialisés et disposant de dispositifs innovants. Ces derniers s'attachent à développer des solutions adaptées à des segments précis, tels que le résidentiel collectif ou la gestion numérique des accès, en complément des solutions standardisées proposées par les leaders internationaux.

Cette configuration confère au contrôle d'accès une dynamique concurrentielle singulière, portée par l'innovation technologique, l'interopérabilité des systèmes et l'évolution rapide des usages.

Le marché du contrôle d'accès en France repose sur un ensemble de solutions complémentaires destinées à sécuriser les bâtiments résidentiels et tertiaires. Ces technologies répondent à des enjeux de sûreté, de fluidité des accès et de conformité réglementaire. Parmi les principales technologies qui existent sur le marché, on retrouve principalement :

- le clavier à code, qui constitue l'une des solutions les plus répandues. Simple d'usage, il permet de déverrouiller une porte par saisie d'un code PIN ou à l'aide d'une carte RFID (carte à radio-identification, utilisant une puce et une antenne intégrées pour permettre une lecture et une authentification sans contact), mais présente comme principal inconvénient le partage ou la perte des identifiants, ce qui peut en réduire la fiabilité ;
- les interphones et portiers vidéo, fréquemment installés en complément, qui autorisent l'identification visuelle et vocale des visiteurs avant leur entrée. Leur intégration avec d'autres dispositifs de contrôle d'accès renforce leur pertinence pour les immeubles collectifs et les copropriétés ;
- le système Vigik, qui s'impose comme un standard du marché résidentiel et professionnel. Il repose sur des badges électroniques sécurisés et largement adoptés par les syndicats, bailleurs sociaux et gestionnaires d'immeubles ;
- la technologie de dématérialisation par QR code, plus marginale, qui représente une innovation récente permettant aux visiteurs de scanner un code à l'entrée d'un bâtiment afin d'accéder à l'annuaire des résidents depuis leur smartphone et d'interagir directement avec eux. Outre la réduction des besoins en équipements matériels, ce système présente une plus grande flexibilité dans la gestion des accès ;

- les serrures connectées, qui représentent également une innovation récente à l'essor marqué, facilitent une gestion high-tech et traçable des droits d'accès, souvent via une application mobile liée au cloud, et existent sous différentes formes (cylindres électroniques, verrous ou poignées intelligentes...). Elles répondent à la demande croissante de sécurisation et de simplification dans la gestion quotidienne des bâtiments.

Le marché français du contrôle d'accès allie ainsi solutions traditionnelles et innovations connectées, répondant aux besoins de sécurité et de praticité, et favorisant la flexibilité et l'efficacité de la gestion des accès toujours grâce à la technologie.

Sur la période historique, le marché du contrôle d'accès se caractérise par une croissance solide et régulière, comparable à celle des systèmes de sécurité dans leur ensemble, avec une mutation progressive des dispositifs vers des solutions plus connectées et sécurisées, assurant ainsi la génération de plus en plus importante de revenus récurrents et stables.

1.2.6.2.3 - Présentation des déterminants du marché du contrôle d'accès en France

L'évolution du marché du contrôle d'accès en France est influencée par de nombreux facteurs exogènes. Nous présentons ci-dessous les principaux déterminants structurant son offre et sa demande, relatifs à un ensemble d'éléments tels que l'augmentation des flux physiques et digitaux, le vieillissement de la population, l'innovation technologique, le cadre réglementaire, ou encore la structure concurrentielle.

L'augmentation des flux physiques et digitaux

Les effets de l'urbanisation et de la densification résidentielle ont engendré un accroissement des préoccupations liées aux cambriolages, aux intrusions et aux incivilités, et rendu indispensable la mise en place de dispositifs capables de réguler et de sécuriser l'accès aux immeubles collectifs et aux résidences fermées.

A ces effets s'ajoutent le développement des modes de consommation, avec l'importante croissance du e-commerce et de la livraison à domicile, qui ont engendré une forte demande concernant la mise en place de solutions d'accès d'entrées à la fois sécurisées et suffisamment flexibles pour intégrer les flux temporaires de tiers, à l'instar des livreurs.

Enfin, les entreprises et des collectivités ont fait évoluer leurs exigences en matière de protection des environnements sensibles (bureaux, centres de recherche, hôpitaux, établissements scolaires...), en réponse à la multiplication des phénomènes liés par exemple à la mondialisation, à la géopolitique et à l'évolution des mœurs de société.

Le vieillissement de la population

Les économies développées telles que la France connaissent ces dernières décennies une évolution démographique tendant vers le vieillissement généralisé de leur population. Ce vieillissement s'accompagne d'une plus grande vulnérabilité et d'une perte d'autonomie d'une partie de la population, qui renforce le sentiment de nécessité d'évolution des dispositifs de sécurité.

Cette évolution démographique a poussé les collectivités, les bailleurs sociaux et les fabricants de systèmes de contrôle d'accès à développer des technologies plus sûres, connectées et simples d'utilisation.

Les interphones vidéo, les systèmes d'accès sans clé, ou encore les dispositifs de surveillance à distance répondent à ces nouveaux besoins en renforçant la sécurité des résidences collectives

et individuelles, tout en facilitant le maintien à domicile en autonomie des seniors, dans un environnement sécurisé et rassurant.

L'innovation technologique

L'innovation technologique constitue l'un des principaux piliers du marché du contrôle d'accès, en mutation permanente en raison du renouvellement profond des usages liées au développement de nouvelles solutions, telles que les solutions connectées (serrures intelligentes, applications mobiles, dispositifs biométriques...).

La digitalisation et la montée en puissance des solutions SaaS ont favorisé, à travers la migration vers des plateformes *cloud*, la gestion centralisée des accès, la traçabilité en temps réel et l'intégration de services à plus forte valeur ajoutée.

La généralisation des dispositifs connectés (objets IoT) a également permis d'intégrer les systèmes de contrôle d'accès au sein des écosystèmes de *smart home* et de *smart building*, avec des dispositifs capables d'assurer une gestion à distance et une interopérabilité pour une multitude de sites et d'utilisateurs, renforçant ainsi la flexibilité opérationnelle et l'efficacité organisationnelle.

Si, en raison de ces éléments, le marché des dispositifs traditionnels (technologies filaires) s'est essouffé et s'est retrouvé progressivement phagocyté par les dispositifs connectés, l'évolution reste néanmoins relativement lente en raison de l'importante élasticité prix du marché ; les coûts d'équipement et de maintenance demeurant un critère décisif dans l'adoption d'un dispositif de contrôle d'accès.

La cybersécurité représente un enjeu d'avenir majeur dans le cadre du développement du secteur, avec la montée des risques de piratage qui impose le déploiement de mécanismes de chiffrement et d'authentification robustes afin de garantir la protection des données et la sécurité des infrastructures.

Le cadre réglementaire

Les exigences en matière d'accessibilité imposent la mise en place de dispositifs adaptés aux personnes en situation de handicap, ce qui oriente la conception et l'évolution des solutions proposées.

Parallèlement, certaines obligations encadrant la gestion des immeubles collectifs contribuent à harmoniser les pratiques et à fixer des standards d'équipement pour l'ensemble du secteur.

Sur le plan de la gestion des données, le Règlement Général sur la Protection des Données (RGPD) encadre strictement la collecte et le stockage d'informations personnelles par les systèmes de contrôle d'accès, renforçant les exigences en matière de confidentialité et de cybersécurité.

En outre, l'ensemble du secteur est soumis à des normes techniques et certifications, notamment européennes et internationales, qui conditionnent la mise sur le marché des équipements et garantissent leur fiabilité, leur compatibilité et leur conformité aux standards de sécurité mais peuvent également ralentir l'innovation dans le secteur et entraîner des retards de mises en œuvre et de remplacement des équipements.

Enfin, les exigences de durabilité et de réduction de l'empreinte environnementale orientent le développement vers des solutions moins énergivores et nécessitant une maintenance réduite, telles que la dématérialisation via QR code, conciliant performance technique et responsabilité écologique.

La structure concurrentielle

Le marché présente une intensité concurrentielle relativement élevée, mêlant de grands acteurs internationaux de la sécurité électronique, qui disposent d'une forte notoriété, d'un réseau étendu et d'un important portefeuille de clients, et des acteurs spécialisés aux dispositifs innovants capables d'apporter des réponses ciblées et différenciées.

Toutefois, les barrières à l'entrée restent relativement importantes, en raison de l'importance de l'innovation technologique et de la réglementation, mais également de l'importance de l'aspect réputationnel sur le secteur.

Sur les prochaines années, le marché est attendu en phase de consolidation, avec l'émergence d'opérations de concentration au profit des grands acteurs internationaux, ce qui devrait avoir pour incidence une pression tarifaire limitant la croissance prospective.

1.2.6.3 - Présentation des grands acteurs du marché du contrôle d'accès en France

Le marché du contrôle d'accès se caractérise par une diversité d'acteurs aux profils et stratégies très contrastés, allant des grands groupes technologiques multisectoriels aux entreprises spécialisées qui en font leur cœur d'activité.

Certains conglomérats internationaux, sans être historiquement positionnés sur ce créneau, y voient un relais de croissance stratégique et un levier de cohérence pour leurs offres globales dans les domaines de la sécurité, de la connectivité et de la gestion intelligente des bâtiments.

Ainsi, Amazon, à travers ses filiales *Ring* et *Blink*, a investi le segment du contrôle d'accès résidentiel connecté en s'appuyant sur la puissance de son infrastructure cloud (*Amazon Web Services*) et sur son expertise en intelligence artificielle. Le groupe a notamment développé Amazon Key, une solution intégrée permettant l'ouverture sécurisée des portes via une application mobile, combinant gestion des accès à distance, livraison à domicile et contrôle vidéo en temps réel. Bien que cette activité ne représente qu'une part marginale (moins de 1%) de son chiffre d'affaires global, elle illustre la volonté du groupe d'occuper le segment stratégique de la sécurité domestique et de l'habitat connecté, complémentaire de son offre de services numériques.

De son côté, Bosch développe, au sein de sa division *Building Technologies*, une offre complète de sûreté électronique incluant contrôle d'accès, vidéosurveillance et détection incendie. Cette activité représente environ 5% du chiffre d'affaires du groupe, mais s'inscrit dans une logique d'intégration au sein de sa stratégie globale de digitalisation des bâtiments, articulant performance énergétique, automatisation et sécurité connectée.

Enfin, Siemens, via sa branche *Smart Infrastructure et Access Control Systems*, adopte une démarche comparable : le contrôle d'accès y constitue un sous-segment de la division bâtiminaire, estimé à près de 3% du chiffre d'affaires consolidé, mais dont la croissance est soutenue par la demande accrue de solutions de gestion intelligente et de cybersécurité appliquées au bâtiment.

Ces groupes généralistes ne sont toutefois pas les acteurs dominants du secteur : leur présence contribue davantage à élargir les frontières du marché qu'à en structurer le cœur.

Celui-ci demeure principalement porté par les spécialistes mondiaux du contrôle d'accès, dont l'activité repose sur un savoir-faire historique, une couverture internationale et un portefeuille technologique étendu. Parmi eux, Assa Abloy, Dormakaba et Allegion s'imposent comme les leaders incontestés, fixant les standards techniques et économiques du secteur.

Le groupe suédois Assa Abloy, leader mondial des solutions d'accès et de sécurité, tire plus de 45% de son chiffre d'affaires du contrôle d'accès au sens large (mécanique, électronique et numérique). Présent dans plus de 70 pays, il combine serrures mécaniques, systèmes

électroniques et solutions logicielles connectées, tout en menant une politique d'acquisitions ciblées lui permettant d'adresser les marchés à forte valeur ajoutée.

Dormakaba, groupe implanté en Suisse, réalise environ 60 % de ses revenus sur les solutions d'accès et de gestion des flux, le reste provenant de services connexes (maintenance, systèmes hôteliers). Le groupe mise sur la digitalisation de son portefeuille et sur l'interopérabilité de ses solutions, notamment via des technologies d'accès mobile et de gestion centralisée.

Quant à Allegion, acteur américain coté au NYSE, environ 70% de son activité est directement liée au contrôle d'accès et aux systèmes de verrouillage. Porté par un portefeuille de marques fortes (Schlage, CISA, Von Duprin), il se distingue par une stratégie centrée sur la convergence entre sécurité physique et logicielle, notamment à travers des partenariats technologiques et le développement de solutions cloud.

Ces grands groupes structurent la chaîne de valeur mondiale, imposant leurs standards technologiques et influençant la dynamique concurrentielle sur l'ensemble du marché.

En parallèle de ces leaders internationaux, le marché du contrôle d'accès se distingue par la présence d'entreprises de taille intermédiaire ou plus restreinte, mais entièrement dédiées à cette activité, à l'instar du Groupe. Contrairement aux conglomérats pour lesquels le contrôle d'accès constitue un segment complémentaire et marginal de leur activité, ces acteurs concentrent l'essentiel, voire la totalité, de leur chiffre d'affaires sur cette offre. Ils se caractérisent par une forte spécialisation technique, une proximité commerciale étroite avec les installateurs et une capacité d'innovation adaptée aux besoins spécifiques du marché français.

Parmi eux, Urmet, groupe d'origine italienne spécialisé dans les systèmes d'interphonie et de contrôle d'accès, réalise près de 90% de son chiffre d'affaires sur ce segment. Présent en France depuis plus de quarante ans à travers sa filiale Urmet France, le groupe s'est imposé comme un partenaire privilégié des bailleurs sociaux, promoteurs immobiliers et gestionnaires de copropriétés. Il propose une offre complète de solutions destinées à la sécurisation des immeubles collectifs, combinant robustesse des équipements, simplicité d'installation et compatibilité avec les systèmes de gestion centralisée. Urmet poursuit par ailleurs son développement sur le marché européen, en renforçant ses gammes connectées et ses interfaces numériques, notamment autour des technologies IP et des services de maintenance à distance.

Comelit, également groupe italien, concentre plus de 80% de son chiffre d'affaires sur les systèmes d'interphonie, de vidéosurveillance et de contrôle d'accès. L'entreprise, historiquement positionnée sur le segment résidentiel et collectif haut de gamme, fonde sa différenciation sur le design, l'ergonomie et l'intégration domotique de ses produits. Présente dans plus de 70 pays, Comelit mise sur une stratégie d'innovation continue centrée sur la maison connectée, avec des solutions compatibles avec les principaux écosystèmes de gestion intelligente du bâtiment. Le groupe développe également sa présence en France, marché clé pour ses gammes de vidéophones IP et de solutions sans fil destinées au résidentiel collectif.

Aiphone, groupe japonais historique fondé en 1948, tire plus de 85% de ses revenus de l'interphonie et des systèmes de communication sécurisée. Fort d'une implantation mondiale dans plus de 60 pays, le groupe s'est imposé comme une référence en matière de fiabilité technique et de qualité de fabrication, notamment sur les marchés tertiaire et institutionnel (bureaux, établissements de santé, infrastructures publiques). Aiphone propose une large gamme de produits allant des systèmes analogiques traditionnels aux plateformes IP de contrôle d'accès intégrées, et poursuit sa stratégie d'expansion en Europe en capitalisant sur sa réputation de durabilité et sa maîtrise des technologies de communication numérique.

1.2.6.4 - Conclusion

Ainsi, le marché du contrôle d'accès en France se structure autour de trois grandes catégories d'acteurs complémentaires : d'un côté, les groupes technologiques généralistes qui intègrent le contrôle d'accès dans une offre plus large dédiée aux bâtiments connectés ; de l'autre, les leaders mondiaux spécialisés qui en font un pilier industriel et technologique ; et enfin, les sociétés à taille humaine, très spécialisées, qui concentrent leurs efforts sur des segments ciblés du marché français.

Malgré sa taille modeste au regard des grands groupes internationaux du secteur, Cogelec se positionne comme une ETI technologique française, disposant d'une organisation suffisamment structurée pour adresser des projets de grande envergure sur le marché du contrôle d'accès collectif, tout en conservant une agilité industrielle et commerciale lui permettant d'assurer une forte réactivité vis-à-vis de sa clientèle et de ses partenaires. Ce positionnement intermédiaire, entre les majors internationaux et les petites structures locales, est renforcé par une expertise reconnue dans les systèmes d'interphonie connectés et de contrôle d'accès sans fil, notamment à travers sa marque Intratone, largement déployée auprès des bailleurs sociaux et des gestionnaires d'immeubles collectifs.

Par ailleurs, il convient de noter que le chiffre d'affaires 2024 de Cogelec s'élève à environ 75m€, contre un marché global du contrôle d'accès en France estimé à plus d'un milliard d'euros sur la même période. L'entreprise représente ainsi une part marginale du marché, et la croissance de son activité n'influence de ce fait en aucun cas la dynamique globale du secteur.

Dans ce contexte, les études généralistes s'avèrent peu pertinentes dans le cadre de la mise en perspective des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires présentées dans le plan d'affaires du Groupe.

Nous privilégierons ainsi la mise en perspective de cette croissance en rapport de la croissance du chiffre d'affaires historique du Groupe.

1.2.7 - Comptes consolidés du Groupe

Le périmètre de consolidation du Groupe, dont la société tête de groupe est la Société, comprend 5 sociétés, dont 4 consolidées par la méthode de l'intégration globale et 1 par la méthode de la mise en équivalence au 30 juin 2025. Il comprenait les sociétés présentées dans le tableau ci-dessous :

Périmètre de consolidation du groupe Cogelec				
Société	Siège social	Méthode de consolidation	% de contrôle	% d'intérêts
Cogelec	MORTAGNE SUR SEVRES (85)	Société mère	Société consolidante	
FRANCE				
Portaconnect	RAMONVILLE ST AGNE (31)	Mise en équivalence	35%	35%
INTERNATIONAL				
Intratone UK	LONDRES (ROYAUME-UNI)	Intégration globale	24%	24%
Intratone GmbH	DUSSELDORF (ALLEMAGNE)	Intégration globale	100%	100%
Intratone BV	AMSTERDAM (PAYS-BAS)	Intégration globale	100%	100%

Source : Rapport financier annuel 2024 du Groupe

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés, le Groupe applique le référentiel comptable IFRS. Ceux-ci ont fait l'objet de certifications sans réserve par les commissaires aux comptes au titre de l'ensemble des exercices clos inclus dans notre analyse.

Le Groupe applique entre autres les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019, à la fois en tant que bailleur et en tant que locataire.

Les impacts de la norme IFRS 16 au niveau des contrats pour lesquels le Groupe agit en tant que bailleur s'observent au niveau des créances client (valeur actualisée des paiements futurs) et des immobilisations corporelles (élimination de l'immobilisation liée à la location-financement du matériel) au bilan, ainsi que du chiffre d'affaires (valeur actualisée des paiements futurs, nette des loyers), de la production immobilisée (élimination de l'immobilisation liée à la location-financement du matériel), des dotations aux amortissements (élimination des dotations aux amortissements relatives à la location-financement du matériel) et des produits d'intérêt (désactualisation de la créance client).

Les impacts de la norme IFRS 16 au niveau des contrats pour lesquels le Groupe agit en tant que locataire s'observent au niveau des immobilisations (droits d'utilisation venant s'ajouter à ces dernières) et de la dette financière (contrepartie des droits d'utilisation) au bilan, ainsi que des loyers (élimination de la charge opérationnelle), des dotations aux amortissements (amortissement des droits d'utilisation) et de la charge d'intérêt (coût implicite de la dette IFRS 16) au compte de résultat.

Dans la mesure où nos travaux de valorisation s'appuient notamment sur des agrégats opérationnels et des niveaux de dettes financières nettes n'intégrant pas les effets de la norme IFRS 16, nous avons retraité dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère les agrégats opérationnels prospectifs et le niveau de dette financière nette du Groupe des effets de cette norme.

1.2.7.1 - Performance financière historique

Le Groupe clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat consolidé des trois derniers exercices, ainsi qu'au 30 juin 2025, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Cogelec - Compte de résultat				
En m€	FY22	FY23	FY24	HY25
	<i>(12 mois)</i>	<i>(12 mois)</i>	<i>(12 mois)</i>	<i>(6 mois)</i>
Chiffre d'affaires - Produits	43,1	46,0	51,1	29,3
Chiffre d'affaires - Services	16,6	20,0	23,4	13,3
Chiffre d'affaires total	59,7	66,0	74,5	42,6
Croissance (%)	15,9%	10,5%	12,9%	16,1%
Achats matières premières, autres appro. & var. de stocks	-20,9	-22,6	-25,2	-14,3
Marge brute	38,8	43,4	49,3	28,3
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>65,0%</i>	<i>65,7%</i>	<i>66,2%</i>	<i>66,5%</i>
Production immobilisée	1,5	1,5	2,0	1,0
Charges externes	-11,0	-11,3	-11,7	-6,8
Charges de personnel	-20,8	-22,9	-26,8	-16,0
Dotations aux provisions nettes des reprises	-0,3	-0,6	-0,1	0,4
Autres charges et produits d'exploitation	0,5	0,6	0,1	-0,4
Impôts taxes	-0,8	-0,7	-0,8	-0,5
EBITDA	7,9	10,0	12,1	6,1
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>13,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,3%</i>
Dotations aux amortissements	-4,4	-4,9	-4,7	-2,6
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-7,3%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-6,1%</i>
Résultat opérationnel courant	3,5	5,1	7,3	3,5
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>5,9%</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,1%</i>
Autres produits et charges opérationnels	-1,2	-0,3	-0,3	0,1
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>0,1%</i>
Résultat opérationnel	2,3	4,8	7,0	3,5
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,9%</i>	<i>7,3%</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,3%</i>
Coût de l'endettement net	-0,3	0,2	0,4	0,2
Autres produits et charges financiers	-0,4	0,1	0,4	-0,3
Impôt sur le résultat	-2,0	-0,6	-2,1	-1,0
Quote-part de résultat des autres sociétés mises en équivalence			-0,1	0,0
Résultat net	-0,3	4,5	5,7	2,4
<i>dont :</i>				
<i>Part du Groupe</i>	<i>-0,3</i>	<i>4,5</i>	<i>5,6</i>	<i>2,5</i>
<i>Part des minoritaires</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>

Source : Comptes annuels au 31 décembre, 2022, 2023 et 2024 et semestriels 2024 et 2025 de Cogelec

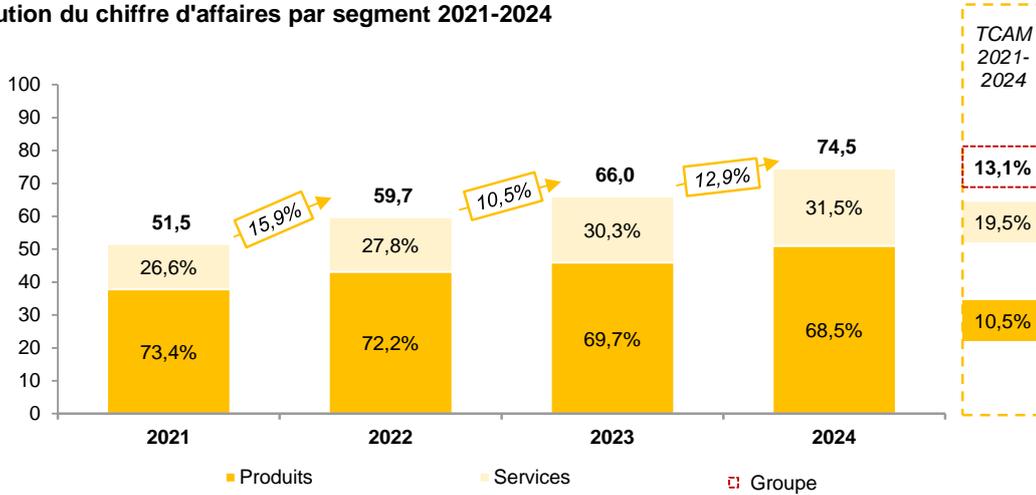
*Croissance du CA au 30 juin 2025 calculée en rapport du CA au 30 juin 2024

Charges en % du chiffre d'affaires				
Chiffre d'affaires	59,7	66,0	74,5	42,6
Production immobilisée	2,5%	2,3%	2,6%	2,4%
Charges externes	(18,4%)	(17,1%)	(15,7%)	(16,0%)
Charges de personnel	(34,8%)	(34,8%)	(35,9%)	(37,6%)
Dotations aux provisions nettes des reprises	(0,6%)	(0,9%)	(0,1%)	0,8%
Autres charges et produits d'exploitation	0,8%	0,9%	0,2%	(0,8%)
Impôts taxes	(1,3%)	(1,1%)	(1,0%)	(1,1%)
Dotations aux amortissements	(7,3%)	(7,4%)	(6,4%)	(6,1%)
Autres produits et charges opérationnels	(2,0%)	(0,5%)	(0,4%)	0,1%
Charges opérationnelles	(61,1%)	(58,5%)	(56,8%)	(58,3%)

Chiffre d'affaires

Entre 2021 et 2024, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 51,5m€ à 74,5m€, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (ci-après le « TCAM ») de 13,1% sur la période, avec une relative homogénéité des croissances annuelles, tel que présenté dans le graphe ci-dessous :

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2021-2024



Entre 2021 et 2022, le chiffre d'affaires consolidé enregistre une progression de 15,9%, passant de 51,5m€ à 59,7m€.

La croissance de l'offre de produits est principalement impulsée par la performance opérationnelle de la marque Intratone, avec une croissance de l'ordre de 20% portée à la fois par la hausse du volume d'activité, avec l'introduction d'une nouvelle gamme d'interphones personnalisables (Vendone), l'amélioration de la visibilité permise par la création d'une vitrine parisienne (*showroom*), la mise en œuvre d'actions de conquête commerciale (gain de parts de marché), et la montée en puissance des filiales, ainsi que par des hausses tarifaires sur l'ensemble de la gamme de produits.

La croissance globale de l'offre de produits est inférieure à celle de la marque Intratone en raison de la performance opérationnelle de la marque Hexact, en décroissance de l'ordre de 10% en raison de la perte de parts de marché au profit de l'interphonie sans fil GSM, et ce malgré le déploiement commercial de la marque Rozoh.

L'offre de services connaît une croissance du même ordre que la marque Intratone au niveau de l'offre de produits, en lien avec la croissance organique du parc résidentiel sous gestion, dynamisée par l'existence d'un taux d'attrition extrêmement faible (voir section 1.2.2.3).

Entre 2022 et 2023, le chiffre d'affaires consolidé enregistre une progression de 10,5%, passant de 59,7m€ à 66,0m€.

La croissance de l'offre de produits s'inscrit nettement en retrait de celle de l'année précédente, avec une moindre performance opérationnelle de la marque Intratone, avec une croissance de l'ordre de 7%, dans un contexte de marché tendu qui a engendré une relative stagnation du volume d'activité, avec en *sus* la mise en place de mesures d'incitations commerciales auprès des partenaires distributeurs, et de hausses tarifaires sur l'ensemble de la gamme de produits.

La performance opérationnelle de la marque Hexact est en ligne avec celle de 2022, en raison d'un effet prix qui compense la baisse des volumes, tandis que Rozoh continue de bénéficier des effets de son déploiement commercial.

L'offre de services connaît une croissance similaire à celle de l'année 2022, nettement supérieure à celle de l'offre de produits en raison de la continuité de la croissance organique du parc résidentiel sous gestion.

Entre 2023 et 2024, le chiffre d'affaires consolidé enregistre une progression de 12,9%, passant de 66,0m€ à 74,5m€.

La croissance de l'offre de produits repart à la hausse, et est toujours principalement impulsée par la marque Intratone, avec une croissance de l'ordre de 9%, en raison notamment de la reprise de la dynamique sectorielle après les tensions de 2023, entraînant une augmentation du volume d'activité avec une importante évolution des commandes effectuées par les grossistes en France, et la reprise du rythme de croissance historique au niveau des filiales.

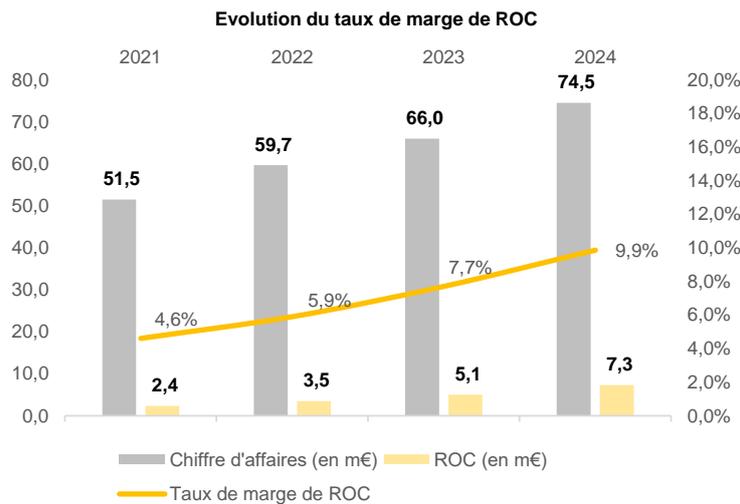
La performance opérationnelle de la marque Hexact s'inscrit en ligne avec celle de la marque Intratone, avec un regain d'activité au niveau des partenaires commerciaux en interphonie filaire, tandis que Rozoh continue de bénéficier des effets de son déploiement commercial, bien que sa croissance s'essouffle en rapport des années précédentes.

L'offre de services connaît une croissance légèrement inférieure à celle de l'année 2023, autour de 17%, en raison d'une croissance moindre du nombre de nouveaux contrats souscrits au niveau du parc résidentiel sous gestion.

Le Résultat Opérationnel Courant (ROC)

Le Résultat Opérationnel Courant du Groupe correspond à son chiffre d'affaires majoré des autres produits de l'activité et de la production immobilisée, et minoré des achats consommés, des charges externes, des charges de personnel, d'autres charges et produits d'exploitation, d'impôts et taxes d'exploitation, de dotations aux amortissements et de dotations aux provisions nettes de reprises.

Entre 2021 et 2024, le Résultat Opérationnel Courant du Groupe est passé de 2,4m€ à 7,3m€, avec une évolution relativement linéaire du taux de marge opérationnelle sur la période tel que présenté ci-dessous :



Entre 2021 et 2022, le taux de marge opérationnelle du Groupe passe de 4,6% à 5,9% du chiffre d'affaires, soit une augmentation de 130 points de base.

Le taux de marge brute reste stable, passant de 65,2% en 2021 à 65,0% en 2022, avec une évolution favorable du mix d'activité en raison de la croissance plus importante de l'offre de

services, ainsi que la mise en place d'un mécanisme de *pass-through* (augmentation tarifaire en lien avec la hausse des matières premières), qui compensent l'effet négatif des taux de change (le Groupe s'approvisionnant en partie en USD) et la hausse du coût des matières premières, limités d'une part grâce à la mise en place de mesures de *hedging* (couverture financière), et d'autre part grâce à une gestion efficiente des approvisionnements.

L'évolution du taux de marge opérationnelle provient principalement de l'effet d'économies d'échelle au niveau des charges de personnel, malgré l'évolution des rémunérations variables et la politique générale de hausse salariale, dans un contexte d'évolution modérée du nombre d'ETP et d'accroissement de la productivité, notamment au niveau des filiales, et de stabilité des dotations aux amortissements, et qui permettent de pallier notamment la hausse des charges externes due au renforcement des équipes informatiques (prestataires externes) et la hausse des frais de déplacement liés à la reprise des événements avec les partenaires et au déploiement commercial de Rozoh.

Entre 2022 et 2023, le taux de marge opérationnelle du Groupe passe de 5,9% à 7,7% du chiffre d'affaires, soit une augmentation de 180 points de base.

Le taux de marge brute s'améliore légèrement, passant de 65,0% en 2022 à 65,7% en 2023, avec un ensemble de facteurs explicatifs correspondant à ceux présentés pour l'année 2022, ainsi qu'à l'amélioration de la performance achat permise par la croissance de l'activité (augmentation des volumes).

L'évolution du taux de marge opérationnelle provient principalement de l'effet de rationalisation des charges externes, avec le moindre recours au personnel externe compensant la hausse des honoraires, dans un contexte de stabilité des charges de personnel malgré la politique générale de hausse salariale, avec la continuité de l'accroissement de la productivité au niveau des filiales.

Entre 2023 et 2024, le taux de marge opérationnelle du Groupe passe de 7,7% à 9,9% du chiffre d'affaires, soit une augmentation de 220 points de base.

Le taux de marge brute continue sa progression, passant de 65,7% en 2023 à 66,2% en 2024, avec un ensemble de facteurs explicatifs correspondant à ceux présentés pour l'année 2022, ainsi qu'à la poursuite de l'amélioration de la performance achat permise par la croissance de l'activité (augmentation des volumes).

L'évolution du taux de marge opérationnelle provient principalement d'une part de la continuité de la rationalisation des charges externes, avec la baisse des frais de déplacement et des frais de marketing au niveau de la filiale allemande compensant la hausse des prestations externes au niveau du bureau d'étude et du recours au personnel intérimaire dans le cadre de la production, et d'autre part de l'effet d'économies d'échelle au niveau des dotations aux amortissements, dans un contexte d'augmentation des charges de personnel liées à la matérialisation sur l'exercice de charges au titre des cotisations sociales sur les plans d'AGA et de la participation des salariés.

Le résultat opérationnel (RO)

Le passage entre le ROC et le RO correspond à la comptabilisation d'éléments compris dans le poste « Autres produits et charges opérationnels », de nature non récurrente.

Sur les trois dernières années, ce poste est majoritairement constitué par les résultats de cession d'actifs, les dotations nettes de reprises aux provisions exceptionnelles, ainsi que par divers autres éléments tels que le redressement faisant suite à un contrôle fiscal en 2024, et l'impact de la mise au rebut du projet Kibolt V1 en 2022.

Sur la période, le résultat opérationnel passe de 2,3m€ en 2022 à 7,0m€ en 2024 ; les variations du RO étant majoritairement explicitées par celles du ROC.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe s'établit à -0,6m€ en 2022, 0,3m€ en 2023 et 0,8m€ en 2024. Il est principalement composé de gains et pertes de change en lien avec la filiale anglaise, de charges d'intérêts sur emprunts et de produits de trésorerie sur comptes à terme.

Le résultat net consolidé

Le résultat net consolidé, qui s'élève à -0,3m€, 4,5m€ et 5,7m€ respectivement en 2022, 2023 et 2024, découle de l'ensemble des éléments décrits ci-avant, après l'intégration notamment d'une charge d'impôt sur le résultat avant impôt du Groupe.

Point sur l'évolution de la performance au 30 juin 2025

Le chiffre d'affaires consolidé est en croissance d'environ 16% sur le premier semestre 2025, passant de 36,7m€ à 42,6m€, avec une continuité de la trajectoire en rapport de celle extériorisée entre 2021 et 2024.

Cette croissance est portée par les fondamentaux du Groupe : une croissance de l'offre de produits principalement liée à la performance opérationnelle de la marque Intratone, et une croissance de l'offre de services liée à celle du parc résidentiel sous gestion, qui bénéficie en outre des effets liés à un taux d'attrition extrêmement faible.

La trajectoire de croissance des filiales s'inscrit toutefois en retrait de l'historique en raison d'un effet calendrier, avec le décalage de projets, qui devrait être gommé sur le deuxième semestre 2025 (la dynamique commerciale des filiales restant particulièrement positive).

Par ailleurs, la dynamique commerciale de Kibolt s'inscrit en retrait du budget 2025 dans un contexte de montée en compétence sur les sujets liés à la maîtrise des process industriels et de la chaîne de valeur produit (l'offre de produit de la marque ayant fait l'objet d'un début de commercialisation à la fin de l'année 2024, pour un chiffre d'affaires associé sur l'année non significatif de moins de 0,1m€).

Le taux de marge opérationnelle du Groupe passe de 9,6% à 8,1% du chiffre d'affaires sur la période, soit une augmentation de 130 points de base.

Le taux de marge brute reste stable, passant de 66,3% en 2021 à 66,5% en 2022, avec notamment la continuité de l'évolution favorable du mix d'activité en raison de la croissance plus importante de l'offre de services, et la limitation de la hausse du coût des matières premières (hedging et gestion efficiente des approvisionnements).

L'évolution négative du taux de marge opérationnelle sur la période provient essentiellement de la constatation sur le premier semestre 2025 d'une charge opérationnelle supplémentaire liée au plan d'AGA (en lien avec la forte augmentation du cours de bourse sur la période), en augmentation d'environ 1,1m€ sur la période (0,3m€ au 30 juin 2024, contre 1,4m€ au 30 juin 2025).

Après retraitement de la charge, le taux de marge opérationnelle du Groupe s'inscrit en progression d'environ 100 points de base, passant de 10,4% à 11,4% du chiffre d'affaires.

Notamment, le Groupe a confirmé, dans le cadre de la publication des comptes semestriels au 30 juin 2025, les objectifs 2025 annoncés lors de la présentation des résultats 2024 aux investisseurs.

1.2.7.2 - Equilibre bilancier et trésorerie

Le bilan économique consolidé des trois derniers exercices, ainsi qu'au 30 juin 2025, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Cogelec - Bilan économique				
En m€	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
Immobilisations incorporelles	7,3	7,2	8,7	9,2
Immobilisations corporelles	13,0	13,4	13,2	12,8
Titres mis en équivalence	-	0,4	0,3	0,3
Autres actifs financiers	0,6	0,5	0,5	0,6
Actif immobilisé	20,9	21,5	22,8	22,9
Actif courant	41,3	45,0	50,6	57,2
Passif courant	-49,3	-53,9	-66,3	-70,0
Besoin en Fonds de Roulement	-8,0	-8,9	-15,7	-12,9
Impôts différés (nets)	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3
Capitaux Employés	12,6	11,9	6,8	9,7
Capital social	4,0	4,0	4,0	4,0
Prime d'émission	18,6	4,8	4,8	4,8
Autres éléments du résultat global	0,5	-0,1	-0,4	0,3
Réserves consolidées	-15,7	-3,2	-1,7	-0,7
Résultat de l'exercice	-0,3	4,5	5,6	2,5
Capitaux Propres - part du Groupe	7,1	10,0	12,3	10,8
Intérêts minoritaires	-	-2,0	-2,1	-2,1
Capitaux Propres	7,1	7,9	10,2	8,7
Provisions pour IDR*	0,4	0,4	0,5	0,6
Provisions pour risques et charges	1,7	1,7	1,7	1,1
Provisions non courantes	2,1	2,1	2,2	1,7
Dette financière	26,9	24,4	19,0	23,8
Trésorerie et équivalents	-23,4	-22,5	-24,6	-24,4
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	3,4	1,9	-5,6	-0,6
Capitaux Investis	12,6	11,9	6,8	9,8

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2021, 2022, 2023, 2024 et semestriel 2025 de Cogelec

Au 30 juin 2025, l'actif immobilisé du Groupe s'élève à 22,9m€ et se compose essentiellement d'immobilisations incorporelles et d'immobilisations corporelles (dont des droits d'utilisation relatifs à IFRS 16).

Les immobilisations incorporelles, qui s'élèvent à 9,2m€, se composent essentiellement de frais de recherche et développement capitalisés (principalement liés aux frais engagés sur les projets KiboltV2 et son application, Vigik 3 ou encore la platine RenoV2), ainsi que d'autres immobilisations corporelles (notamment coûts d'obtention de contrat immobilisés conformément à la norme IFRS 15).

Les immobilisations corporelles, qui s'élèvent à 12,8m€, se composent principalement de droits d'utilisation IFRS 16 relatifs aux locaux du Groupe (en France et à l'étranger) et aux véhicules de fonction, et dans une moindre mesure de matériel (blocs et modules non rattachés à des contrats de location), et d'immobilisations en cours en lien avec les projets en phase de développement.

Les titres mis en équivalence, qui s'élèvent à 0,3m€, correspondent aux titres de la société Portaconnect, détenue à 35,0% par le Groupe.

Les autres actifs financiers, qui s'élèvent à 0,6m€, correspondent à une créance sur la société Portaconnect, des parts sociales bancaires et des dépôts et cautionnements versés.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets, qui résultent principalement de décalages fiscaux, de retraitements comptables, d'indemnités de départ à la retraite et de déficits fiscaux reportables.

Les capitaux propres (part du Groupe) s'élèvent à 10,8m€ au 30 juin 2025, contre 7,1m€ au 31 décembre 2022. Cette augmentation est notamment due aux résultats générés sur la période, compensée en partie par la distribution de dividende en 2025 au titre des résultats de l'exercice 2024.

Les provisions, qui s'élèvent à 1,7m€, se composent essentiellement de provisions pour indemnités de départ à la retraite (0,6m€), de provisions garanties (0,9m€), et d'autres provisions pour litiges et pertes (0,2m€).

La trésorerie nette comptable du Groupe s'élève à 0,6m€ au 30 juin 2025 et se compose :

- d'emprunts bancaires, pour -12,2m€ ;
- de dettes sur crédits bail et location simples, relatives à la norme IFRS 16, pour -6,8m€ ;
- du montant du dividende à verser au titre des résultats de l'exercice 2024, pour -4,8m€ ;
- de trésorerie et d'équivalents trésorerie pour 24,4m€.

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») des trois derniers exercices, tel que ressortant des comptes consolidés dans un premier temps puis ajusté par nos soins dans un second temps, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Cogelec - Besoin en Fonds de Roulement				
En m€	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
Stocks	16,0	16,0	20,8	25,0
<i>en jours de CA</i>	<i>98 jours</i>	<i>89 jours</i>	<i>102 jours</i>	<i>114 jours</i>
Créances clients	19,0	20,8	21,3	22,5
<i>en jours de CA</i>	<i>116 jours</i>	<i>115 jours</i>	<i>104 jours</i>	<i>102 jours</i>
Charges constatées d'avance	3,5	4,0	5,3	6,1
<i>en jours de CA</i>	<i>21 jours</i>	<i>22 jours</i>	<i>26 jours</i>	<i>28 jours</i>
Créances fiscales et sociales	2,2	2,3	2,5	2,9
<i>en jours de CA</i>	<i>14 jours</i>	<i>13 jours</i>	<i>12 jours</i>	<i>13 jours</i>
Avances et acomptes versés	0,2	0,1	0,1	0,2
<i>en jours de CA</i>	<i>1 jours</i>	<i>1 jours</i>	<i>1 jours</i>	<i>1 jours</i>
Autres actifs courants	0,5	1,7	0,4	0,4
<i>en jours de CA</i>	<i>3 jours</i>	<i>9 jours</i>	<i>2 jours</i>	<i>2 jours</i>
Actif courant	41,3	45,0	50,6	57,2
<i>en jours de CA</i>	<i>252 jours</i>	<i>249 jours</i>	<i>248 jours</i>	<i>259 jours</i>
Dettes fournisseurs	-5,4	-6,1	-7,5	-7,3
<i>en jours de CA</i>	<i>-33 jours</i>	<i>-34 jours</i>	<i>-37 jours</i>	<i>-33 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-5,9	-5,8	-7,9	-9,4
<i>en jours de CA</i>	<i>-36 jours</i>	<i>-32 jours</i>	<i>-38 jours</i>	<i>-43 jours</i>
Produits constatés d'avance	-34,2	-39,0	-45,7	-50,7
<i>en jours de CA</i>	<i>-209 jours</i>	<i>-216 jours</i>	<i>-224 jours</i>	<i>-230 jours</i>
Avances et acomptes reçus	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>en jours de CA</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>
Autres dettes/passifs courants	-3,8	-2,9	-5,1	-2,6
<i>en jours de CA</i>	<i>-23 jours</i>	<i>-16 jours</i>	<i>-25 jours</i>	<i>-12 jours</i>
Passif courant	-49,3	-53,9	-66,3	-70,0
<i>en jours de CA</i>	<i>-301 jours</i>	<i>-298 jours</i>	<i>-325 jours</i>	<i>-318 jours</i>
BFR	-8,0	-8,9	-15,7	-12,9
Chiffre d'affaires	59,7	66,0	74,5	80,4
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>-49 jours</i>	<i>-49 jours</i>	<i>-77 jours</i>	<i>-58 jours</i>
<i>BFR en % de CA*</i>	<i>-13,3%</i>	<i>-13,5%</i>	<i>-21,1%</i>	<i>-16,0%</i>
Créances clients sur contrats de location	-5,9	-6,6	-7,3	-7,4
Provisions pour étalement du CIR - CII	0,8	0,4	0,4	0,3
Dépôts de garanties locaux	0,2	0,2	0,2	0,2
Dépôts de garanties BPI	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
BFR ajusté	-13,0	-14,9	-22,4	-19,8
Chiffre d'affaires	59,7	66,0	74,5	80,4
<i>BFR ajusté en jours de CA</i>	<i>-79 jours</i>	<i>-83 jours</i>	<i>-110 jours</i>	<i>-90 jours</i>
<i>BFR en % de CA*</i>	<i>-21,7%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>-30,1%</i>	<i>-24,7%</i>

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2021, 2022, 2023, 2024 et semestriel 2025 de Cogelec

*au 30/06/2025 le BFR en % du CA est calculé sur un CA LTM

Le BFR du Groupe se compose principalement des stocks, des créances clients et des produits constatés d'avances, et dans une moindre mesure des créances et dettes fiscales et sociales, des charges constatées d'avances, des dettes fournisseurs et autres actif et passif courant.

Entre fin décembre 2022 et 2024, le BFR est en diminution, passant de -49 jours de CA (-13,3%) à fin 2022 à -77 jours de CA (-21,1%) en 2024. Au 30 juin 2025, le BFR s'établit à -58 jours de CA (-16,0%).

Le Groupe dégage un BFR non retraité négatif sur la période observée.

L'évolution du BFR entre 2022 et 2024 s'explique principalement par l'importante dynamique de l'offre prépayée (produits constatés d'avances), et dans une moindre mesure par la mise en place d'actions visant à améliorer le cycle de collecte de trésorerie, avec des changements de modalité de facturation, de suivi des encaissements et de paiement des clients (automatisation des virements bancaires).

Au 30 juin 2025, le BFR connaît une dégradation (en valeur relative et en jours de chiffre d'affaires), augmentant d'environ 10 jours de chiffre d'affaires du fait de la mise en œuvre d'actions de stockage visant à assurer le remplacement du matériel de dispositifs du parc résidentiel sous gestion, en lien avec des obsolescences technologiques (voir section 3.3.2.2) ; le reliquat de l'augmentation (10 jours de chiffre d'affaires) étant majoritairement expliqué par un effet temporel et mécanique lié aux dates de versement des acomptes et du solde de régularisation de l'impôt sur les sociétés.

Dans le cadre de notre analyse multicritère de la valeur par action du Groupe, nous avons retraité le BFR d'éléments à caractère de dette et de trésorerie (CIR et CII, dépôts de garantie BPI), d'éléments relatifs aux effets de normes comptables que nous retraitions par ailleurs au niveau des agrégats prévisionnels du Groupe (créances clients sur contrats de location), et inclus des éléments complémentaires à caractère opérationnel (Dépôts de garantie relatifs aux locaux).

En particulier, nous avons considéré le CIR comme élément à caractère de dette par soucis de cohérence, dans la mesure où le Groupe a déjà encaissé la trésorerie associée, tandis que le produit associé fait l'objet d'un étalement sur les premières années de l'horizon explicite du plan d'affaires.

Nous comprenons du Management que le BFR extériorisé sur les dernières années ne présente pas un caractère normatif, dans la mesure où la dynamique de croissance de l'offre prépayée est amenée à perdurer, et qu'il est attendu un BFR (non retraité) compris entre -25,0% et -30,0% sur le long-terme. Nous avons tenu compte de cet élément afin d'estimer le BFR dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (voir section 3.3.2.2).

Dans la mesure où notre estimation de BFR sur l'horizon du plan d'affaires tient compte d'une position de départ au 31 décembre 2024, et où la méthode des comparables boursiers tient compte d'une position au 30 juin 2025, nous nous sommes assurés auprès du Management que la position de BFR n'était pas affectée par une cyclicité particulière.

Nous comprenons que l'activité Kibolt a une contribution marginale au niveau du BFR historique, de telle sorte que nous n'avons pas procédé à un quelconque retraitement de la position de départ afin d'estimer le BFR aux bornes du Groupe hors Kibolt.

1.3 - Contexte et opération envisagée

1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération

Le 9 juillet 2025, l'Initiateur, filiale de Legrand, d'une part, et les sociétés H.R.C², SC Meni³ et SC Pronoia⁴, Raise Investissement, et Laurent Caramelle, Patrick Fruneau et Patrice Kluba (ci-après ensemble les « Associés Cédants »), associés de Cogelec Développement, d'autre part, ont signé une promesse d'achat au bénéfice de ces derniers, assortie d'une exclusivité au bénéfice de l'Initiateur, en vue de l'acquisition de la totalité des 34.551.223 actions de Cogelec Développement qui détient indirectement (via la société S.R.C) 5.347.065 actions Cogelec, représentant au total 60,09% du capital social et 75,07% des droits de vote de Cogelec.

Le 31 juillet 2025, l'Initiateur et les Associés Cédants ont procédé à la signature d'un contrat d'acquisition portant sur l'acquisition de la totalité des actions de Cogelec Développement. La réalisation de l'opération a été effective en date du 7 octobre 2025. Le prix par action des actions Cogelec Développement a été établi sur la base d'un prix par action Cogelec de 29,00€.

Le contrat relatif à l'acquisition susmentionnée est analysé et plus amplement décrit dans la section 5.1 du présent rapport.

A la suite de cette acquisition et à la date du présent rapport, l'Initiateur détient indirectement (i) par l'intermédiaire de Cogelec Développement et de S.R.C 5.347.065 actions Cogelec, et (ii) 600.611 actions Cogelec auto-détenues, l'ensemble de ces actions étant assimilées à celles détenues en propre par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

Ce dernier détient donc à la date du Projet de Note d'Information, 5.947.676 actions représentant 66,84% du capital et 11.294.741 droits de vote théoriques représentant 79,28% des droits de vote théoriques de la Société.

Le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement indirect par l'Initiateur du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, résultant de la réalisation, le 7 octobre 2025, de l'acquisition susmentionnée.

L'Offre revêt ainsi un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Cogelec ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Cogelec, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au prix d'offre, soit 29,00€ par action. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Cogelec du système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris.

À la date du présent rapport, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société. L'Initiateur se réserve cependant la possibilité, à l'issue de l'Offre en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, d'étudier d'éventuelles opérations de réorganisation incluant une fusion entre la Société et l'Initiateur ou d'autres entités du groupe Legrand, ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation impliquant l'Initiateur, la Société et toute autre entité du groupe Legrand.

² HRC : Société contrôlée par Monsieur Roger Leclerc

³ SC Meni : Société contrôlée par Monsieur Norbert Marchal

⁴ SC Pronoia : Société contrôlée par Monsieur Patrice Guyet

1.3.2 - Termes de l'Offre

Au total, l'Initiateur détient, indirectement, et par assimilation, 5.947.676 actions de la Société représentant, à la date du Projet de Note d'Information, 66,84% du capital social et 79,28% des droits de vote théoriques de la Société.

A notre connaissance, le capital social du Groupe est réparti comme suit à la date du présent rapport :

Cogelec - Détail des actions en circulation et droits de votes				
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% droits de vote
SAS S.R.C	5 347 065	60,09%	10 694 130	75,07%
Flottant	2 950 372	33,16%	2 951 635	20,72%
Actions auto-détenues	600 611	6,75%	600 611	4,21%
Total des actions	8 898 048	100,00%	14 246 376	100,00%

Source : *Projet de Note d'Information*

L'Offre porte sur la totalité des actions Cogelec non détenues, indirectement ou par voie d'assimilation, par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total maximum d'actions Cogelec visées par l'Offre égal à 2.950.372.

Il est précisé que l'Offre ne vise pas les actions qui sont susceptibles d'être attribuées après la clôture de l'Offre à raison de l'acquisition définitive d'actions gratuites attribuées par la Société, soit à la connaissance de la Société, un nombre de 440.000 actions gratuites en cours d'acquisition qui font l'objet d'Accords de Liquidité dont les principaux termes sont décrits à la section 5.4 du présent rapport, étant précisé qu'une partie de ces accords est en cours de signature.

A notre connaissance, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les actions en circulation et les actions gratuites en cours d'acquisition susmentionnées.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des actions Cogelec apportées à l'Offre au prix de 29,00€ par action.

En cas de mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, les actions Cogelec non détenues par l'Initiateur seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, soit 29,00€ par action.

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de 750 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global. Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit financier et de durabilité, l'évaluation, les transaction services et la performance financière.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale des Entreprises, notamment au travers de filiale spécialisée : Crowe Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil à destination des éco-organismes).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique », publié chez DALLOZ en octobre 2024.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également

membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables...).

Maxime Hazim, Associé au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, a complété ces travaux par une étude portant sur 300 offres publiques opérées entre 2006 et 2016 et incluant une analyse de la jurisprudence en vigueur dans le cadre d'offres publiques et d'expertises indépendantes.

Maxime Hazim a rejoint Crowe HAF après une première expérience de quatre ans chez EY. Il est Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®). Il assure des formations sur le thème de l'évaluation et anime des cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2.

Maxime Hazim est, par ailleurs, membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI et membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) tout en participant aux groupes de travail de ces associations.

Olivier Grivillers et Maxime Hazim ont été assistés dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Benjamin Dusautoir, Manager, diplômé du Master de Finance de l'ESSEC, titulaire du Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion ainsi que de deux niveaux du CFA. Il a rejoint Crowe HAF en novembre 2023 après une première expérience au sein d'un autre cabinet d'évaluation ;
- Hugo Pereira, Analyste Senior, diplômé du Master d'Ingénierie Financière de l'Université Panthéon - Sorbonne Paris 1, et disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, directeur général du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de plus de 30 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF. Il est par ailleurs membre de l'APEI.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Sept missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la société Groupe ETPO par la société Spie Batignolles (Juillet 2025, Etablissement présentateur : Banque ODDO BHF) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la société Augros Cosmetic Packaging par la société PBRM Industries (Novembre 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la société ORAPI par la société Groupe Paredes Orapi (Octobre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc et CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la société SQLI par la société Synsion BidCo (Octobre 2024, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la société Galimmo par la société Carmila (Septembre 2024, Etablissement présentateur : Mediobanca) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la société Osmozis par la société Passman Corp (Mai 2024, Etablissement présentateur : CIC) ; et
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (Avril 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation du Groupe au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'Etablissement Présentateur.

2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020. Maxime Hazim est par ailleurs membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 72.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 290 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management du Groupe, comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel le Groupe opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction du Groupe et le comité ad hoc ;
- analyse du plan d'affaires du Groupe ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle (méthode retenue à titre principal)

- analyse du prix par action ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle,
- analyse des potentiels compléments de prix existant aux termes et conditions du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- évaluation de l'action du Groupe ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Référence au cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre indicatif)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement des dettes financières nettes par soucis de comparabilité avec le Groupe ;
- extériorisation des multiples de ces comparables sur la base des derniers cours de bourse ;
- retraitement des agrégats du Groupe dans le cadre de l'application de la méthode ;
- évaluation du Groupe par analogie en fonction des multiples obtenus.

Référence à l'actif net comptable (méthode écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour les actions du Groupe ;
- appréciation du Prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur

VI Analyse des éléments connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration de la Société sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'expertise indépendante

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation du Groupe objet de l'Offre

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration de la Société

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration du Groupe a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant, le 28 août 2025.

Notre mission s'est déroulée du 1^{er} septembre 2025 au 14 octobre 2025. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 1^{er} septembre au 15 septembre 2025 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec le Groupe et début des travaux d'évaluation.
 - o Premier échange avec le comité ad-hoc (kick-off),
 - o Préparation de l'évaluation. Analyse des données historiques et prévisionnelles,
 - o Echanges avec la direction du Groupe sur les états financiers et les données prévisionnelles,
 - o Echanges avec l'Etablissement Présentateur.
- Du 16 septembre au 6 octobre 2025 : Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse des transactions récentes sur le capital, travaux d'évaluation.
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur,
 - o Présentation des travaux et échanges avec le comité ad hoc.
- Du 7 octobre au 14 octobre 2025 :
 - o Rédaction du rapport et revue indépendante,
 - o Présentation du rapport au comité ad-hoc et au Conseil d'Administration de la Société.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Cogelec (Groupe objet de l'Offre)

- Mme. Dominique Druon, Administratrice indépendante et présidente du comité ad-hoc
- Mme. Brigitte Geny, Administratrice indépendante et membre du comité ad-hoc
- M. Roger Leclerc, Président Directeur Général et membre du comité ad-hoc
- Mme. Véronique Pochet, Directrice Administrative et Financière
- M. Victor D'Allance, Directeur en charge du développement à l'international
- Mme. Sandrine Perez, Directrice Juridique

Jeantet (Conseil juridique du Groupe)

- M. Cyril Deniaud, Associé
- Mme. Fanny Alexanian, Collaboratrice

Gide (Conseil juridique de l'Initiateur)

- M. Antoine Tézenas du Montcel, Associé
- Mme. Gersende Renard, Collaboratrice
- M. Enzo Rossi, Collaborateur

Société Générale (Etablissement Présentateur)

- M. Asgar Sondarjee, *Director*
- M. Jean Letellier, *Vice President*
- M. Mathieu Carrillat, *Associate*
- M. Hugo Décogné, *Analyst*

2.6.4 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- les études relatives au marché de la fabrication et de l'installation des systèmes de sécurité, réalisée par Xerfi et publiée en juin 2025, et aux chiffres clés du marché de la sécurité privée, réalisée par Expoprotection et publiée en octobre 2024,
- les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation du Groupe et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels du Groupe intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2021, 2022, 2023 et 2024,
- les rapports financiers semestriels du Groupe au 30 juin 2024 et au 30 juin 2025,
- les rapports (rapport sur les comptes consolidés) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2021, 2022, 2023 et 2024, et au titre des clôtures semestrielles au 30 juin 2024 et au 30 juin 2025,
- les comptes sociaux au 31 décembre 2024 de la société Portaconnect, et la balance générale au 30 juin 2025 de la filiale Intratone Ltd,
- les fichiers excel présentant les retraitements de consolidation aux bornes du Groupe pour les années 2022 à 2024,
- la documentation relative à la politique de prix de transfert existant entre la Société et ses filiales,
- l'*Information Memorandum* et la *Vendor Due Diligence*, réalisées respectivement par D&A Strategic Corporate Finance et Oderis pour les besoins du process ayant conduit à l'acquisition du Bloc de Contrôle,
- les informations fournies par le Groupe relatives aux éléments prévisionnels, notamment le budget et le *reforecast* 2025, ainsi que le plan d'affaires 2025-2029 du Groupe établis par le Management,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social du Groupe et aux droits de vote au 30 juin 2025 et au 30 septembre 2025,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques du Groupe et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes analogiques,
- les notes des analystes suivant la valeur du Groupe,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe,
- l'ensemble de la documentation juridique relative aux éléments connexes à l'offre, et notamment la promesse unilatérale d'achat portant sur l'ensemble des actions au capital de la société Cogelec Développement, le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, le pacte d'actionnaires de la société Cogelec Développement, le contrat de prestation de services existant entre la société H.R.C et le Groupe, ainsi que sa résiliation, et le modèle de promesses unilatérales d'achat et de vente de titres relatif au mécanisme de liquidité au profit des attributaires d'actions gratuites.

- le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse relatifs à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de Société Générale intégrant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre établis par l'Etablissement Présentateur.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 30 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Éléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au 30 juin 2025, le nombre d'actions total composant le capital du Groupe s'élève à 8.898.048 actions, et correspond à celui extériorisé à la date du Projet de Note d'Information.

Afin d'obtenir le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation du Groupe, il convient de retraiter ce nombre de l'auto-détention à la même date (600.611 actions ordinaires).

Il restait, en date du 30 juin 2025, 455.000 actions gratuites attribués en vertu des termes et conditions des plans d'AGA 2024-01, 2024-02-01, 2024-02-02, 2024-02-03, 2024-03, 2024-02-01 bis, 2024-02-02 bis et 2024-02-03 bis (conditions de présence et de performance), et devant faire l'objet d'une acquisition définitive en date du 26 juillet 2027, sans période de conservation.

Par ailleurs, 15.000 actions gratuites sont devenues caduques, il reste ainsi 440.000 actions gratuites en période d'acquisition à la date de notre rapport.

Nous avons retenu dans notre appréciation du nombre d'actions en circulation de la Société (*fully diluted*) une acquisition définitive de l'ensemble des actions, dans la mesure où l'acquisition du Bloc de Contrôle constitue un cas d'accélération du fait du changement de contrôle, rendant caduques les conditions de performance et de présence. Néanmoins, et à titre informatif :

- les agrégats prévisionnels du plan d'affaires du Groupe qui nous a été communiqué permettent de satisfaire pleinement aux conditions de performance des plans d'AGA ;
- les attributaires des plans d'AGA sont des membres de la direction, les managers des différentes filiales, des collaborateurs hauts potentiels et des contributeurs clés du Groupe, soit des contributeurs moteurs au niveau de l'implémentation et de la déclinaison de la stratégie commerciale et opérationnelle, de telle sorte qu'il aurait semblé raisonnable de retenir une hypothèse centrale de présence de l'ensemble des attributaires des plans d'AGA au cours de la période d'acquisition.

A notre connaissance et à la date du présent rapport, le Groupe n'a pas émis d'instruments ayant vocation à donner accès, directement ou indirectement, au capital du Groupe (bons de souscription d'actions, obligations convertibles, etc...) autres que ceux évoqués ci-dessus.

Ainsi, nous retiendrons pour les besoins de nos travaux d'évaluation, un nombre d'actions de **8.737.437**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Cogelec - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	8 898 048
- Autodétention	-600 611
+ Plans d'AGA	440 000
Nombre d'actions en circulation	8 737 437

Source : *Management*

3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation de trésorerie nette du Groupe au 30 juin 2025, ajustée d'éléments encaissables et décaissables, d'éléments ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation, et d'éléments ayant fait l'objet d'un transvasement entre BFR et trésorerie nette. La trésorerie nette ajustée du Groupe repose ainsi en premier lieu sur des données bilancielle récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

Comme indiqué ci-avant en section 1.2.7.2, la trésorerie nette s'élève à 0,6m€ au 30 juin 2025, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Cogelec - Dette financière / Trésorerie nette	
En m€	30/06/2025
Emprunts bancaires	12,2
Dettes sur crédits-bails	3,6
Dettes sur locations simples	3,2
Dividendes à verser	4,8
= Emprunts auprès d'établissements de crédit	23,8
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-24,4
= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	-0,6

Source : Comptes semestriels au 30 juin 2025 de Cogelec

Nous avons considéré les éléments suivants comme étant de nature à augmenter la trésorerie du Groupe :

- la neutralisation de la dette relative aux obligations locatives (IFRS 16), et ce comprenant les dettes de location-financement, pour un montant de 6,8m€, en cohérence avec la méthodologie retenue dans le cadre de la mise en oeuvre de notre analyse multicritère de la valeur par action du Groupe ;
- les autres titres immobilisés correspondant à des parts sociales bancaires, de nature non opérationnelle, pour un montant de 0,2m€ ;
- les titres mis en équivalence pour un montant de 0,9m€, correspondant à leur réévaluation en valeur de marché sur la base des chiffres d'affaires prévisionnels de la société Portaconnect issus du plan d'affaires du Groupe (section 3.3.2.2), des modalités contractuelles existant entre le Groupe et la société Portaconnect (voir section 1.2.2.2), ainsi que de la structure de charges et la situation de dette financière nette de la société Portaconnect au 31 décembre 2024, actualisés par cohérence au coût moyen pondéré du capital retenu dans nos travaux d'évaluation (section 3.3.2.6). Cette approche, qui revient à considérer *in fine* que le risque spécifique lié à la réalisation du plan d'affaires de la société Portaconnect est dilué aux bornes du risque d'ensemble du Groupe, et extériorise par conséquent une valeur d'utilité des titres mis en équivalence pour le Groupe, a un effet accréteur sur la valeur par action du Groupe ;
- la valeur actuelle nette liée au partenariat Amazon Key, en tenant compte de la marge annuelle moyenne attendue par le Management des effets du partenariat (1,0m€), du taux d'imposition normatif du Groupe, et du coût moyen pondéré du capital retenu dans nos travaux d'évaluation, pour un montant de 5,9m€. Nous comprenons de nos échanges avec le Management que ce partenariat constitue l'unique information qui n'est pas intégrée dans le plan d'affaires du Groupe (voir section 3.1.3.3) ;
- les dépôts et cautionnements de nature financière pour un montant de 0,1m€.

Nous avons considéré les éléments suivants comme étant de nature à augmenter la dette financière du Groupe :

- les intérêts minoritaires pour un montant de 0,9m€, correspondant à leur réévaluation en valeur de marché sur la base de l'EBIT prévisionnel de la société Intratone Ltd pour l'année 2027, et tenant compte des dispositions relatives à la politique de prix de transfert existant entre la Société et sa filiale anglaise (marge opérationnelle normative définie à 3,5%), ainsi que de la situation de dette financière nette de la société Intratone Ltd au 30 juin 2025 ;

- le CIR pour un montant de 0,3m€ dans la mesure où le Groupe a déjà encaissé la trésorerie associée, tandis que le produit associé fait l'objet d'un étalement sur les premières années de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- les provisions pour indemnité de départ à la retraite de 0,5m€, correspondant à leur montant brut (0,6m€) nette des impôts différés actifs associés ;
- les provisions pour risques et charges de 1,1m€, correspond à leur montant brut en raison de leur déductibilité fiscale lors de l'exercice de constatation de la provision.

La trésorerie nette ajustée du Groupe s'élève ainsi à 11,6m€ au 30 juin 2025, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Cogelec - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En k€	30/06/2025
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	-0,6
- Neutralisation dette IFRS16	-6,8
- Titres de participation	-0,2
- stés mises en équivalence	-0,7
- Contrat Amazon Key	-5,9
- Dépôts et cautionnements	-0,1
+ Intérêts minoritaires	0,9
+ CIR et CII	0,3
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	0,5
+ Provisions pour risques et charges	1,1
= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée	-11,6

Source : Comptes semestriels au 30 juin 2025 de Cogelec
* Nets d'impôts

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, dans la méthode des flux de trésorerie actualisés et des comparables boursiers, un montant correspondant à une situation de trésorerie nette ajustée de **11,6m€**.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré par le Management en suivant un mix entre approche *bottom-up* (court et moyen-terme) et *top-down* (moyen-terme), à partir des informations communiquées par les différents responsables commerciaux, en France et au niveau des filiales, et a fait l'objet d'un suivi à une date proche du présent rapport pour les besoins notamment de la supervision de l'activité et des perspectives du Groupe.

Tandis qu'il a fait l'objet d'une revue par le Conseil d'Administration, seul le budget 2025 a fait l'objet d'une approbation en date du 12 décembre 2024. Nous précisons que les trajectoires opérationnelles définies au niveau du plan d'affaires du Groupe correspondent notamment à la matérialisation des objectifs commerciaux permettant de satisfaire les conditions de performance des plans d'AGA (voir section 3.1.1).

Par ailleurs, ce plan d'affaires a fait l'objet d'une validation dans son ensemble par le Conseil d'Administration en date du 8 juillet 2025, confirmant les trajectoires élaborées en décembre 2024.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires du Groupe est un plan d'affaires consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 5 ans (exercices clos du 31 décembre 2025 au 31 décembre 2029) et tient compte du périmètre actuel du Groupe, ainsi que du lancement ou de l'accélération d'offre de produits (Kibolt et Portaconnect). En revanche, il n'intègre pas d'opérations de croissance externe, par ailleurs non identifiées à ce jour.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires, qui repose à la fois sur des facteurs de marché (orientation/traction, profondeur/potentiel, pénétration...) et opérationnels (positionnement, différenciation, *pricing*, obsolescence technologique, capacité de production et commerciale, étoffement de la gamme de produits, réseaux partenaires, captation du parc résidentiel...), mais également sur le benchmark de la tendance de croissance historique.
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio EBITDA / chiffre d'affaires) tenant compte notamment de l'évolution du mix d'activité, de la maîtrise progressive des process industriels et de la chaîne de valeur produit sur Kibolt, de la rationalisation notamment des charges externes, de la mise en place de mesures visant à améliorer l'efficacité et la productivité, et d'un effet d'économie d'échelle.
- au niveau d'investissement nécessaire au maintien et à la croissance de l'outil de production, du dispositif de commercialisation, et de la capacité d'innovation, et au niveau de dotations aux amortissements associé.

Le plan d'affaires du Groupe n'inclut pas de prévisions de la variation du besoin en fonds de roulement aux bornes du Groupe. En revanche, il extériorise de telles prévisions au niveau de Kibolt.

Les prévisions opérationnelles à périmètre constant ont été établies sur la base d'un mix entre approche *bottom-up* et *top-down*, en définissant la trajectoire de l'évolution du chiffre d'affaires au niveau des différentes marques du Groupe, et des niveaux de marge en France et au niveau des filiales.

Le plan d'affaires a été élaboré après prise en compte de l'impact de la norme IFRS 16. Néanmoins, il extériorise l'ensemble des éléments permettant d'effectuer le retraitement de la norme sur l'horizon explicite.

Nous comprenons du Management que les effets liés au rapprochement entre l'Initiateur et le Groupe ne sont pas de nature à avoir un impact significatif sur les prévisions opérationnelles, pour les raisons présentées en section 3.4.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques du Groupe, mais également des perspectives d'évolution attendues par le Management.

3.1.3.3 - Communications ultérieures au plan d'affaires

Comme précisé en section 3.1.3.1, le plan d'affaires du Groupe a fait l'objet d'une revue (avec approbation du budget 2025) en date du 12 décembre 2024 et n'a pas été modifié ultérieurement (bien qu'il ait fait l'objet d'un suivi). Il a toutefois été approuvé par le Conseil d'Administration en date du 8 juillet 2025.

Dans le cadre de notre analyse, nous avons notamment circularisé à l'aide des communications du Groupe et du rapport semestriel 2025, ainsi qu'auprès du Management, les principaux

événements intervenus depuis la date d'approbation du plan d'affaires utilisé dans le cadre de nos travaux.

Les principaux faits marquants intervenus sur la période concernant (i) le démarrage de l'activité Kibolt, (ii) la confirmation des objectifs 2025 annoncés lors de la présentation des résultats 2024 aux investisseurs, (iii) la mise en place d'un partenariat stratégique avec Amazon (voir section 1.2.4), et (iv) la mise en place d'un partenariat commercial avec le réseau Point Fort Fichet.

Si la plupart des faits marquants extériorisés sur la période tendent à objectiver la trajectoire opérationnelle du plan d'affaires du Groupe, le partenariat stratégique avec Amazon était encore en phase de négociation à fin 2024, et ses potentiels effets n'ont pas été inclus.

Afin de s'assurer de capter l'ensemble des éléments générateurs de valeur pour le Groupe dans le cadre de notre analyse multicritère, nous avons inclus la valeur actuelle nette liée au partenariat avec Amazon au niveau de notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (section 3.1.2).

3.1.3.4 - Tests de dépréciation (*impairment tests*)

La norme IAS 36 vise à garantir que les actifs d'une entité ne sont pas comptabilisés pour une valeur qui excède leur valeur recouvrable. Elle fournit des indications sur le moment où il faut déterminer qu'un actif s'est déprécié, la façon de déterminer sa valeur recouvrable, et le moment de comptabilisation une perte de valeur, ainsi que sur la reprise d'une perte de valeur.

En vertu de cette norme, l'entreprise doit réaliser obligatoirement un test de dépréciation à la clôture de chaque exercice, lorsqu'il existe un indice de perte de valeur de l'immobilisation.

Au cas d'espèce, et dans la mesure où le Groupe n'a jamais procédé à une quelconque opération de croissance externe, il n'a pas comptabilisé d'écart d'acquisition. En revanche, et en vertu de son modèle économique, le Groupe met en œuvre de façon régulière des actions de recherche et développement.

Au 30 juin 2025, le Groupe a réalisé des tests de dépréciation sur les immobilisations incorporelles issues du développement. Néanmoins, et dans la mesure où ces tests de dépréciations sont relatifs à des projets de recherche et développement, les hypothèses retenues tant au niveau d'actualisation que de la croissance prévisionnelle ne peuvent servir de référence dans le cadre de l'évaluation aux bornes du Groupe dans son ensemble.

A titre informatif, le Groupe a notamment retenu dans le cadre de ses tests de dépréciations un taux d'actualisation de 9,0% et un taux de croissance à long-terme de 1,0%. Nos observations relatives à l'utilisation de ces paramètres :

- les paramètres retenus dans le cadre du calcul du taux d'actualisation s'inscrivent majoritairement à des niveaux supérieurs ou équivalents à ceux retenus par nos soins (section 3.3.2.6), à l'exception du bêta utilisé, qui est nettement inférieur et dont le niveau est plus faible que celui de secteurs particulièrement résilients (à l'instar de l'immobilier) ce qui n'est selon nous pas adapté ;
- le taux de croissance à long-terme s'inscrit en retrait du taux de croissance anticipé de l'économie française et des économies développées européennes sur le long-terme, utilisé dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie par nos soins (section 3.3.2.8).

Nous précisons à toute fin utile que le taux d'actualisation et le taux de croissance à long-terme retenus dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie par nos soins sont cohérents avec ceux retenus par l'Etablissement Présentateur.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable (ANC),
- Méthode de l'actif net réévalué (ANR),
- Méthode des transactions comparables,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future du Groupe. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs du Groupe.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

La référence à l'Actif Net Comptable a de ce fait été exclue de notre analyse.

A titre indicatif, l'Actif Net Comptable (capitaux propres - part du Groupe) au 30 juin 2025 s'élève à 10,8m€, soit une valeur de 1,24€ par action. Le Prix d'Offre proposé de 29,00€ extériorise une prime de 2.238,4% sur cette valeur.

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de l'évaluation de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Elle consiste à réévaluer l'ensemble des actifs et passifs d'une société en valeur de marché, puis à déduire les capitaux propres réévalués en retranchant de l'actif réévalué l'ensemble des passifs financiers de la société.

La méthode de l'Actif Net Réévalué a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.3 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société évaluée la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables au Groupe, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada.

Nous avons identifié certaines cibles de transactions récentes évoluant sur le segment du contrôle d'accès et des systèmes d'accès intelligent (notamment *smart lock*), telles que les sociétés Fermax, Stanley Access Technologies, DoorBird ou Atiqx Holding.

Cependant, il ressort de notre analyse que la comparabilité entre les cibles identifiées et le Groupe est particulièrement limitée, en raison d'importantes divergences en termes de modèles économiques (génération de chiffre d'affaires, rentabilité, canaux de distribution, diversification...), de présence géographique ou de taille.

Par ailleurs, nous ne disposons pas de l'ensemble des informations de nature opérationnelle et financière qui permettraient d'extérioriser les multiples implicites ressortant de certaines transactions, et ainsi d'obtenir une taille d'échantillon suffisant.

Enfin, au regard de la croissance et de l'évolution des marges du Groupe sur l'horizon explicite du plan d'affaires (voir section 3.3.2.2), la méthode, qui se réfère à des agrégats historiques, s'avère peu pertinente pour évaluer le Groupe, et le résultat ressortant de l'application de la méthode s'avèrerait nécessairement en retrait de la juste valeur du Groupe.

La méthode des transactions comparables a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Au cas d'espèce, le Groupe fait l'objet d'un suivi régulier (au moins une publication au cours des douze derniers mois) par deux analystes financiers (Gilbert Dupont et TP ICAP), ce qui ne permet pas d'établir un consensus suffisant d'analystes sur la valeur de son action.

La référence aux objectifs de cours des analystes a de ce fait été exclue de notre analyse.

A titre indicatif, les derniers cours cibles de Gilbert Dupont et de TP ICAP avant annonce de l'Offre (en juin et mai 2025) s'établissaient respectivement à 22,40€ et 22,20€. Le Prix d'Offre proposé de 29,00€ extériorise des primes de respectivement 29,5% et 30,6% sur ces valeurs.

3.2.5 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à évaluer la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

La mise en œuvre de la méthode d'actualisation des dividendes futurs est redondante avec la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Par ailleurs, nous comprenons qu'il n'a pas été défini de politique de distribution future récurrente et prévisible.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs a donc été exclue de notre analyse.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes et références d'évaluation suivantes :

- Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle (à titre principal),
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal),
- Référence au cours de bourse (à titre principal),
- Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif).

3.3.1 - Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle

Cette approche consiste à analyser la valeur par action extériorisée lors de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

L'acquisition du Bloc de Contrôle a permis à l'Initiateur, après prise en compte des 600.611 actions autodétenues, détenues par l'Initiateur par assimilation, de détenir directement et indirectement 5.947.676 actions de la Société, représentant 66,84% de son capital et 79,28% de ses droits de vote théoriques à la date du Projet de Note d'Information.

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle (voir section 5.1), dont la signature est intervenue en date du 31 juillet 2025, décrit les principaux mécanismes de détermination et d'ajustement du prix d'acquisition. L'analyse de la documentation juridique de l'opération, et notamment le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, est présentée en section 5.1.

Aux termes du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, il a été convenu la fixation d'un prix de 155,1m€ pour l'ensemble des actions au capital de la Société détenues indirectement par la société Cogelec Développement, après prise en compte du détachement du dividende versé par la Société en 2025 au titre de l'exercice 2024, sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2024. Ce montant correspond à un prix de 29,00€ par action de la Société.

Le Prix d'Offre de 29,00€ correspond au prix retenu dans le cadre de l'acquisition du Bloc du Contrôle.

L'acquisition du Bloc de Contrôle a permis à l'Initiateur d'une part de prendre le contrôle du Groupe et d'autre part de réunir aujourd'hui les conditions nécessaires au dépôt d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire. A ce titre, le prix extériorisé par l'opération constitue une référence importante dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre.

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en décembre 2029 d'après le plan d'affaires construit par le Management. Nous avons projeté les flux jusqu'en 2032 afin d'atteindre une normalisation de l'activité, dans la mesure où la croissance de la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires restait importante.

En outre, et dans la mesure où le Groupe a inclus dans son plan d'affaires la commercialisation de la gamme de produits Kibolt dont les risques opérationnels et financiers diffèrent du reste des activités, nous avons ainsi isolé les flux Kibolt pour les actualiser à un taux représentatif du risque de l'activité.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires

Chiffre d'affaires

Le plan d'affaires du Groupe présente une croissance disparate du chiffre d'affaires, bien que relativement homogène en fin d'horizon explicite, variant entre environ 14% et environ 21% sur la période, pour un TCAM d'environ 17%, supérieur à celui du Groupe entre 2021 et 2024 (13,1% - voir section 1.2.7.1). Hors prise en compte de l'activité Kibolt, la croissance du chiffre d'affaires suit la même trajectoire, variant entre environ 9% et environ 17% sur la période, pour un TCAM d'environ 13%, particulièrement cohérent avec celui du Groupe entre 2021 et 2024.

Sur les prochaines années, le Groupe devrait profiter de la conjonction de différents facteurs inhérents aux marchés couverts, à son positionnement et à sa proposition de valeur, avec une orientation favorable des secteurs de la rénovation et du contrôle d'accès, la capitalisation au niveau des atouts du Groupe, l'arrivée à maturité du cycle d'obsolescence de produits installés, l'existence de captives, l'interopérabilité existant entre les produits, et une augmentation du parc résidentiel sous gestion.

Le chiffre d'affaires lié à l'offre de produits (vente de matériel) est attendu en forte croissance entre 2024 et 2029, représentant un TCAM d'environ 18% sur la période, avec d'importantes disparités entre les différentes marques :

- Intratone devrait profiter sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires de l'effet conjugué de la croissance organique de l'activité (en ligne avec les croissances historiques), avec une orientation favorable du marché de la rénovation et un avantage concurrentiel lié à l'image de marque et à la différenciation de l'offre de produits, de la montée en puissance de l'activité au niveau des filiales (voir section 1.2.3), du remplacement de dispositifs du parc résidentiel sous gestion, en lien avec des obsolescences technologiques (arrêt de la fréquence 2G et évolution Vigik), et du lancement de la commercialisation des produits de la marque Portaconnect. La vente de matériel liée à la marque Intratone contribue à hauteur d'environ 35m€ à la croissance du chiffre d'affaires du Groupe sur l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Kibolt devrait profiter sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires de l'orientation favorable du marché, avec l'augmentation des besoins de sécurisation, de la montée en cadence de la production, mais également de l'effet de captive et de la traction liée à Intratone pour Kibolt Smart, ainsi que l'importance du réseau partenaire

Point Fort Fichet pour Kibolt Home. La vente de matériel liée à la marque Kibolt contribue à hauteur d'environ 27m€ à la croissance du chiffre d'affaires du Groupe sur l'horizon explicite du plan d'affaires ;

- Rozoh devrait profiter sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires du gain de parts de marché en raison de l'intensification des efforts commerciaux, de l'amélioration du référencement produit, du ciblage du petit tertiaire (avec une orientation perfectible de l'offre existant sur le segment de marché) et de l'interopérabilité avec les produits de la marque Kibolt. La vente de matériel liée à la marque Rozoh contribue à hauteur d'environ 4m€ à la croissance du chiffre d'affaires du Groupe sur l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Hexact, qui correspond à un marché mature qui se contracte sous l'effet de l'essor de nouvelles technologies, devrait rester stable sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires, dans un contexte d'allocation des efforts opérationnels et financiers vers les autres marques et de remplacement graduel des dispositifs au profit de l'offre de produits de la marque Intratone. La vente de matériel liée à la marque Hexact ne contribue ainsi pas à la croissance du chiffre d'affaires du Groupe sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Le chiffre d'affaires lié aux services est également attendu en forte croissance entre 2024 et 2029, représentant un TCAM d'environ 14% sur la période, avec des dynamiques légèrement différentes entre les différentes offres :

- l'offre d'abonnements devrait profiter sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires de la croissance organique du parc résidentiel sous gestion (en ligne avec les croissances historiques), en raison de l'*upselling* naturel existant entre l'offre de produits et de services, ainsi que de l'attractivité de la tarification de l'offre d'abonnements (considérée stable sur la période), avec un maintien du taux d'attrition historique (considéré nul - voir section 1.2.2.3). L'offre d'abonnements contribue à hauteur d'environ 16m€ à la croissance du chiffre d'affaires du Groupe sur l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- l'offre de prépayés devrait profiter sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires des mêmes fondamentaux que l'offre d'abonnements, avec un dynamisme plus important de l'évolution du parc dédié en raison du lancement de l'offre Sirocco (petits collectifs jusqu'à 10 logements) et du lien affinitaire avec le marché de l'industrie et du tertiaire. L'offre de prépayés contribue à hauteur d'environ 5m€ à la croissance du chiffre d'affaires du Groupe sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Ainsi, il ressort de l'analyse du chiffre d'affaires prévisionnel du Groupe qu'il intègre, outre la croissance organique (en lien avec la croissance historique), le lancement et l'accélération de Kibolt (étant précisé que les produits de la marque Portaconnect ont une contribution marginale aux bornes du Groupe), et le remplacement de dispositifs sur le parc résidentiel sous gestion liés à des obsolescences technologiques.

Notamment, nous comprenons du Management que le remplacement de dispositifs lié à des obsolescences technologiques (qui fait partie intégrante du modèle économique du Groupe avec des occurrences par phases) n'a pas encore été capté au niveau du chiffre d'affaires historique en raison de la faible maturité du Groupe. Ce remplacement concerne différentes typologies de matériel, en lien avec l'arrêt de fréquences GSM, l'évolution du dispositif Vigik, et la fin des contrats liés à l'offre de prépayés (ce dernier remplacement ne se matérialisant pas encore sur l'horizon explicite du plan d'affaires).

Nous nous sommes assurés auprès du Management que le chiffre d'affaires correspondant à ce remplacement retenu par nos soins en normatif, tenant compte du chiffre d'affaires extériorisé en 2029 et de nos hypothèses de construction de la période d'extrapolation, était au moins équivalent au chiffre d'affaires récurrent sur une base annualisée qui pouvait être attendu à long-terme par le Groupe.

Marge d'EBITDA

Le taux de marge d'EBITDA est en augmentation significative sur l'horizon du plan d'affaires, et est attendu aux alentours de 24,0% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires, soit une augmentation d'environ 700 points en rapport du taux de marge d'EBITDA de 2024 (17,0% après retraitement de la charge opérationnelle liées à l'acquisition des AGA).

Le taux de marge brute est relativement stable sur l'horizon du plan d'affaires, avec une légère attrition de l'ordre de 100 points de base résultant de la conjonction de plusieurs éléments, présentés ci-dessous :

- l'évolution du mix d'activité, hors prise en compte de Kibolt, en raison de la croissance plus importante de l'offre de services, dont le taux de marge brute est supérieur à celui de l'offre de produits, en lien notamment avec le moindre process de transformation des matières premières liées à l'offre de service ;
- la légère contraction du taux de marge de l'offre de produits, hors prise en compte de Kibolt, avec une amélioration de la performance achat en raison du déclenchement de remises complémentaires, qui ne permet pas de compenser le cumul lié aux effets négatifs des taux de change (une partie des matières premières achetées étant libellées en USD) et de l'inflation ;
- le lancement et l'importante accélération de Kibolt, dont le taux de marge brute se situe en retrait non seulement de celui de l'offre de service, mais également de celui de l'offre de produits, en raison de volumétries ne permettant pas d'optimiser les prix obtenus auprès des partenaires industriels, mais également d'un effet de courbe d'apprentissage relatif à la maîtrise des coûts de matières premières.

En raison de la stabilité du taux de marge brute sur la période, l'évolution du taux de marge d'EBITDA est expliqué par une maîtrise des charges opérationnelles, dont la croissance est moins importante que celle du chiffre d'affaires.

Le taux de marge d'EBITDA est particulièrement stable entre 2024 et 2025, en raison notamment de l'activité Kibolt, dont la montée en compétence progressive sur les sujets liés à la maîtrise des process industriels et de la chaîne de valeur produit aura pour effet de minimiser les taux de rebut produit (clés et canons) et le taux d'inefficacité en sortie d'atelier (produits impropres à leur destination, en lien avec un défaut de fabrication) à l'horizon du plan d'affaires, mais qui grève le taux de marge aux bornes du Groupe.

L'accrétion extériorisée sur le reste de l'horizon du plan d'affaires découle notamment de (i) la montée en compétence progressive sur les sujets liés à la maîtrise des process industriels et de la chaîne de valeur produit sur Kibolt, tel que précisé *supra*, (ii) la rationalisation des charges externes, avec entre autres l'internalisation progressive des fonctions d'intérim, la mise en place de mesures liées à l'automatisation et à la robotisation, et la maîtrise des coûts liés à la location, aux déplacements et au recours aux prestataires externes, et (iii) un effet d'économie d'échelle, permis par l'importante augmentation des volumes de vente (effet taille), principalement au niveau des filiales et de l'activité Kibolt qui présentent un profil de maturité différent du reste du Groupe.

Ainsi, il ressort de l'analyse du taux de marge d'EBITDA prévisionnel du Groupe qu'il intègre notamment une importante accrétion en lien avec la montée en puissance des filiales et de Kibolt, qui ne sont pas encore arrivés à maturité en fin d'horizon explicite du plan d'affaires.

Si la normalisation de l'activité au niveau des filiales et de Kibolt devrait mécaniquement et arithmétiquement accroître le taux de marge d'EBITDA sur les années postérieures à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires, nous comprenons de nos discussions avec le Management qu'elle bénéficie sur son marché d'une faible intensité concurrentielle en raison notamment de la déclinaison de son modèle d'affaires, avec une proposition de valeur axée autour de la gestion de flux d'accès, et non simplement autour de la fourniture d'équipements d'interphonie et de contrôle d'accès.

A terme, le Management anticipe une augmentation de la pression concurrentielle, qui devrait notamment engendrer une dégradation du taux de marge d'EBITDA, compensée par une conjonction d'éléments tels que l'évolution de la taille du Groupe (y compris normalisation de l'activité liée aux filiales et à Kibolt), l'amélioration des process et la capacité de rationalisation de charges, de telle sorte que le taux de marge attendu à long-terme devrait correspondre à celui en fin d'horizon explicite.

Nous précisons que nous avons toutefois tenu compte sur la période d'extrapolation de l'uniformisation du taux de marge sur achats de Kibolt avec le taux de marge sur achat du reste de l'offre de produits, en concertation avec le Management.

Retraitement de l'EBITDA

Comme précisé en section 1.2.7, le Groupe élabore ses comptes consolidés en IFRS, et suit en particulier les directives imposées par la norme IFRS 16 au niveau des contrats de location opérationnelle et de location-financement.

Par ailleurs, le plan d'affaires du Groupe tient à la fois compte, sur son horizon explicite, des charges liées à l'acquisition des AGA et des charges liées aux prestations de service rendues par la société H.R.C.

Ainsi, nous avons retraité l'EBITDA présenté au niveau du plan d'affaires du Groupe des éléments présentés ci-dessous :

- l'élimination des charges liées aux prestations de service rendues par la société H.R.C, en accord avec les modalités du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle (voir section 5.3) qui met fin au contrat de prestations de services avec effet au 31 décembre 2025 ;
- l'élimination des charges liées à l'acquisition des AGA au titre des différents plans en vigueur à la date de notre rapport, de nature non cash et dont les effets ont été pris en compte au niveau du nombre d'actions retenu dans notre analyse multicritère, sur une base *fully diluted* (voir section 3.1.1) ;
- la réintégration des charges de location, et ce comprenant les charges de location-financement, relatives aux contrats IFRS 16 pour lesquels le Groupe agit en tant que locataire (voir section 1.2.7 pour modalités descriptives des effets de la norme) ;
- l'élimination du chiffre d'affaires et la réintégration des actifs immobilisés corporels, relatives aux contrats IFRS 16 pour lesquels le Groupe agit en tant que bailleur (voir section 1.2.7 pour modalités descriptives des effets de la norme).

En cohérence avec les retraitements présentés ci-dessus, nous avons procédé à l'ajustement des dotations aux amortissements (retraités des effets de la norme IFRS 16 et de la réintégration de l'amortissement des actifs immobilisés corporels), des investissements (retraités de la production immobilisée corporelle), du BFR (retraité des effets de la norme IFRS 16 - voir section 1.2.7.2), de la trésorerie nette (retraitée des effets de la norme IFRS 16 - voir section 3.1.2), et du nombre d'actions retenu dans nos analyse multicritère (retraité du nombre d'actions issues de l'émission des actions gratuites - voir section 3.1.1).

Dotations aux amortissements

Après prise en compte des retraitements extériorisés *supra*, les taux de dotations aux amortissements sont compris entre -3,1% (en fin d'horizon explicite) et -4,5% (en début d'horizon explicite) du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires, avec une décroissance relativement linéaire sur la période.

Ils se situent nettement en retrait des niveaux d'investissement, après prise en compte des montants relatifs à la production immobilisée, illustrant le décalage entre les besoins

d'investissement du Groupe dans le cadre du maintien de sa capacité d'innovation, et la mise en services des immobilisations afférentes.

Après retraitement de la production immobilisée incorporelle, liée aux actions de recherche et développement, ainsi que de l'investissement de 4,0m€ en 2028 (voir section *infra* sur le plan d'investissements), le niveau de dotations aux amortissements s'inscrit en cohérence avec le niveau d'investissement.

CIR, CVAE et Impôt retenu

Le plan d'affaires du Groupe tient compte du CIR sur les premières années de l'horizon explicite, entre 2025 et 2027, et n'anticipe pas de montant complémentaire au titre des exercices suivants.

Dans la mesure où le CIR retenu sur l'horizon explicite du plan d'affaires est en outre relatif à des montants qui ont déjà fait l'objet d'un encaissement, nous avons retraité en cohérence le BFR (voir section 1.2.7.2) et la trésorerie nette (voir section 3.1.2) du Groupe.

Par ailleurs, le Groupe a fait le choix de comptabiliser la CVAE (Cotisation sur la valeur ajoutée) en charge d'impôt, en vertu des possibilités offertes par la norme IAS 12. Nous avons réintégré la charge liée à la CVAE au niveau de l'EBIT, que nous avons fiscalisé au taux présenté *infra* (la CVAE étant une charge déductible de l'impôt sur les sociétés).

Bien que le Groupe opère dans plusieurs zones géographiques, et dans la mesure où d'une part il décline très majoritairement ses activités en France, et d'autre part il a mis en place une politique de prix de transfert qui engendre une remontée de la majorité des pertes et bénéfices des filiales au niveau de la société mère, nous avons retenu, après discussion avec le Management, un taux d'imposition sur les sociétés correspondant à celui en vigueur en France, augmenté de la contribution additionnelle sur les bénéfices⁵, soit un taux compris *in fine* entre 25,6% et 25,8%, sur l'horizon du plan d'affaires.

Reports déficitaires

Au 31 décembre 2024, le stock de déficits fiscaux reportables existant aux bornes du Groupe s'élève à environ 27m€. Ce stock de déficits fiscaux reportables est exclusivement imputable aux filiales étrangères du Groupe, encore en phase de montée en puissance et qui n'ont pas atteint leur *breakeven*, et pour lesquelles le Groupe ne peut pas bénéficier du dispositif d'intégration fiscale.

Nous avons procédé à l'écoulement du stock de déficits fiscaux reportables en tenant compte des règles fiscales applicables pour chacune des filiales. En raison de la politique de prix de transfert mise en place entre la société mère et les filiales, ces dernières ont un taux de marge opérationnelle capé en normatif à 3,5% du chiffre d'affaires, de telle sorte que l'apurement du stock de déficits fiscaux reportables se réalisera sur un horizon de temps relativement long.

Au cas d'espèce, nous avons retenu un montant d'économie d'impôts lié à l'apurement des stocks de déficits reportables à horizon 2040, soit un montant de 1,5m€.

Ces hypothèses prises maximisent la valeur par action du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie en rapport de la prise en compte du montant d'impôt différé actif comptabilisé par le Groupe au 30 juin 2025.

⁵ La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€.

Plan d'investissements

Après prise en compte des retraitements extériorisés *supra*, les niveaux d'investissement sont compris entre -5,1% (en fin d'horizon explicite) et -7,2% (en début d'horizon explicite) du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires (hors prise en compte de l'investissement de 4,0m€ en 2028), avec une décroissance relativement linéaire sur la période. Les investissements associés peuvent se décomposer de la manière suivante :

- des investissements récurrents de l'ordre de 2,0m€ à 3,0m€ annuels, correspondant au maintien du matériel immobilisé (blocs et modules non rattachés à des contrats de location), à des actions complémentaires d'aménagement de l'immobilier, à l'automatisation et à la robotisation, ainsi qu'à des développements de l'environnement informatique ;
- des investissements de l'ordre de 1,0m€ à 2,0m€ annuels, en progression sur l'ensemble de la période, en lien avec la production immobilisée corporelle (continuité des contrats de location-financement du matériel en vertu de certaines typologies de contrats d'abonnement existants) ;
- des investissements de l'ordre de 3,0m€ à 4,0m€ annuels, en progression sur l'ensemble de la période, en lien avec la production immobilisée incorporelle (maintien des capacités d'innovation du Groupe, avec la mise en œuvre d'actions de recherche et développement) ;
- un investissement de l'ordre de 4,0m€ en 2028, correspondant à une extension de bâtiment dans un contexte de recrutements pour soutenir la croissance de l'activité et les capacités de production liées à Kibolt.

Nous comprenons de nos échanges avec le Management que le montant de l'investissement relatif à l'extension de bâtiment est encore en cours de revue, et que le montant associé devrait être significativement supérieur à celui retenu au niveau du plan d'affaires.

Si nous n'avons pas revu le montant d'investissement au niveau du plan d'affaires, nous avons retenu en normatif une continuité des investissements récurrents et de la production immobilisée corporelle et incorporelle en pourcentage de chiffre d'affaires, ainsi qu'un montant annualisé lié à la maintenance de l'investissement relatif à l'extension de bâtiment, sur la base des dernières estimations du Management.

La prise en compte de cette hypothèse est volontariste au niveau de l'extériorisation du niveau d'investissement retenu par nos soins, et maximise la valeur par action du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en section 1.2.7.2 de notre rapport.

Ce dernier est en amélioration sur la période, passant de -79 jours de CA (-21,7%) pour l'année 2022 à -110 jours de CA (-30,1%) pour l'année 2024. L'évolution du BFR sur la période s'explique notamment par la croissance de l'offre de services liée aux prépayés, matérialisée par la reconnaissance de produits constatés d'avance, génératrice d'un fonds de roulement complémentaire (le paiement ayant lieu en avance de phase en rapport de la réalisation des prestations associées).

Nous comprenons du Management que la croissance prévisionnelle de l'offre de services liée aux prépayés devrait continuer d'améliorer le BFR du Groupe. Néanmoins, et dans la mesure où Kibolt est en cours de lancement et représente une contribution marginale en 2024 (moins de 0,1m€ de chiffre d'affaires), le BFR historique ne tient pas compte de la dégradation qui devrait être engendré par l'importante accélération des ventes de matériel lié à la marque.

Dans la mesure où le Groupe ne nous a pas communiqué l'évolution du BFR du Groupe hors Kibolt sur l'horizon explicite du plan d'affaires, nous avons tenu compte dans notre appréciation du BFR consolidé d'un maintien en pourcentage du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires, et rationalisé l'évolution du BFR du Groupe hors Kibolt après discussion avec le Management.

La prise en compte de cette hypothèse induisant un niveau de BFR représentant environ -40% du chiffre d'affaires du Groupe hors Kibolt en fin d'horizon explicite du plan d'affaires, nous avons retenu au niveau de la période d'extrapolation et du normatif un maintien de ce niveau de BFR.

En outre, le niveau de BFR ressortant des projections du Management s'établit à environ 20% du chiffre d'affaires de Kibolt en fin d'horizon explicite du plan d'affaires. Nous avons rationalisé ce niveau notamment à l'aide de l'analyse du BFR historique des comparables boursiers Assa Abloy, Allegion et Dormakaba, qui proposent des solutions de *smart lock* similaires aux produits de la marque Kibolt, que nous avons maintenu au niveau de la période d'extrapolation et du normatif.

Conclusion

Au regard de la performance historique observée, ainsi que du réalisé à date, les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois cohérentes et raisonnables en termes d'évolution du chiffre d'affaires, hors prise en compte de Kibolt. L'évolution du chiffre d'affaires de Kibolt peut sembler optimiste en raison des enjeux de maîtrise des process industriels et de la chaîne de valeur produit existant, et ce malgré l'orientation favorable du marché, avec l'augmentation des besoins de sécurisation, la traction existant sur Intratone et la solidité des partenariats commerciaux, dans la mesure où la montée en cadence de la production pourrait connaître un décalage de phase (nous rappelons à ce titre que, tandis que le process d'innovation lié à Kibolt a connu des difficultés en raison de la complexité notamment du produit Kibolt Smart, sa dynamique commerciale s'inscrit en retrait des prévisions au premier semestre 2025 - voir section 3.3.2.4).

L'évolution de la marge d'EBITDA semble également optimiste en raison des enjeux d'économie d'échelle sous-jacents, en lien avec les problématiques présentées ci-dessus au niveau de Kibolt, mais également avec la montée en puissance des filiales qui suppose une stabilité du nombre d'ETP sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires.

Néanmoins, les risques et aléas (probabilité de réalisation) associés au plan d'affaires du Groupe doivent être mis en perspective avec les taux d'actualisation retenus dans le cadre de l'application de la méthode, qui nous semblent au cas d'espèce cohérents avec les risques cristallisés par le modèle économique et par les perspectives du Groupe hors Kibolt et de Kibolt.

3.3.2.3 - Période d'extrapolation

En raison de l'existence d'une importante dynamique de croissance du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires, à la fois hors et post retraitement de l'activité Kibolt, nous avons procédé à une extrapolation du plan d'affaires sur trois exercices supplémentaires (2030 à 2032), sur la base des hypothèses suivantes :

- Un ralentissement linéaire de la croissance du chiffre d'affaires du Groupe et de Kibolt vers le taux de croissance à l'infini de 2,0% ;
- un taux de marge d'EBITDA d'environ 24% pour le Groupe, correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2029), et convergeant vers ce niveau en fin d'extrapolation (2032) pour Kibolt (cette hypothèse étant équivalente à l'uniformisation du taux de marge sur achats de Kibolt avec le taux de marge sur achat du reste de l'offre de produits) ;
- un taux d'impôt de 25,8%, correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2029), après prise en compte des effets de la contribution additionnelle des entreprises ;
- un niveau des investissements convergeant vers un niveau d'environ -6,0% pour le Groupe en fin d'extrapolation (2032), tenant compte d'une continuité des investissements

- récurrents et de la production immobilisée corporelle et incorporelle en pourcentage de chiffre d'affaires, ainsi qu'un montant annualisé lié à la maintenance de l'investissement relatif à l'extension de bâtiment, et d'environ -1,4% pour Kibolt, correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2029) ;
- un niveau des amortissements convergeant vers le niveau des investissements pour le Groupe en fin d'extrapolation (2032), et correspondant au niveau des investissements sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2029) pour Kibolt ;
 - un niveau de BFR correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2029) pour le Groupe hors Kibolt et Kibolt, respectivement à environ -40% et 20%.

3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie disponibles

A partir des éléments fournis au niveau du plan d'affaires du Groupe sur la période 2025 - 2029, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Cogelec - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
EBIT*	
- Impôt normatif théorique	<i>Sur résultat opérationnel (sur EBIT, à dette nulle)</i>
= NOPAT	Net Operating Profit After Tax
+ Amortissements	
- Investissements	
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	ou Free Cash-Flows (FCF)

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à une date proche de l'émission de notre rapport.

3.3.2.5 - Détermination du flux du deuxième semestre 2025

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisées, et dans la mesure où nous avons retenu dans notre analyse une position de trésorerie nette ajustée du Groupe au 30 juin 2025 (voir section 3.1.2), nous avons uniquement retenu le flux de trésorerie relatif au deuxième semestre pour l'année 2025 ; celui relatif au premier semestre 2025 étant déjà inclus dans la position de trésorerie financière nette ajustée du Groupe.

Nous avons déterminé le flux de trésorerie relatif au deuxième semestre de l'année 2025 par différence entre les projections du plan d'affaires pour l'ensemble de l'année 2025 et le réalisé au premier semestre de l'année 2025, sur la base des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2025.

En effet, il ressort de l'analyse des chiffres du dernier *reforecast* de l'exercice budgétaire 2025, tenant compte du réalisé du premier semestre 2025, que les agrégats opérationnels du Groupe sont particulièrement en ligne avec le budget 2025 intégré au niveau du plan d'affaires, après retraitement de Kibolt, dont la dynamique commerciale s'inscrit en retrait dans un contexte de montée en compétence sur les sujets liées à la maîtrise des process industriels et de la chaîne de valeur produit, ainsi que de la charge opérationnelle supplémentaire liée au plan d'AGA (en lien avec la forte augmentation du cours de bourse sur la période, et dont nous rappelons qu'elle constitue une charge non cash retraitée dans le cadre de notre analyse - voir section 3.3.2.2).

Nous précisons que, dans la mesure où nous n'avons obtenu la décomposition du flux qu'aux bornes du Groupe dans son ensemble, nous n'avons pas pu procéder au détournement du flux du deuxième semestre 2025 entre Kibolt et les autres activités du Groupe (voir section suivante), et avons ainsi intégré le flux dans son ensemble au niveau du plan d'affaires du Groupe hors Kibolt

dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (par cohérence, nous n'avons pas retenu le flux 2025 de Kibolt dans le cadre de l'extériorisation de sa valeur).

Dans la mesure où nous n'impactons pas le flux 2025 pour tenir compte du retard lié à la dynamique commerciale de Kibolt, cette hypothèse est de nature à maximiser la valeur ressortant de la mise en œuvre de la méthode.

3.3.2.6 - Détournage des flux de trésorerie disponibles entre Kibolt et les autres activités du Groupe

Comme présenté en section 3.3.3.2, Kibolt présente des enjeux de maîtrise des process industriels et de la chaîne de valeur produit existant.

A ce titre, nous avons détourné les flux de trésorerie liés à Kibolt du reste des activités du Groupe, et procédé à l'actualisation des flux futurs de ces trésorerie à un taux d'actualisation majoré, tenant compte d'une prime de risque complémentaire (voir section 3.3.2.6) dans la mesure où les risques associés à Kibolt sont plus importants que ceux liés au reste des activités du Groupe.

3.3.2.7 - Détermination des taux d'actualisation

Dans la mesure où le niveau d'endettement (*gearing*) du Groupe retenu dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie est nul (voir *infra*), le coût moyen pondéré du capital (CMPC) correspond au coût des fonds propres.

Les coûts des fonds propres utilisés pour actualiser les flux de trésorerie disponibles de Kibolt et des autres activités du Groupe sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Calcul du taux d'actualisation		Cogelec	Kibolt
Taux sans risque	(1)	3,3%	3,3%
Prime de risque du marché	(2)	5,6%	5,6%
Beta désendetté	(3)	1,08	1,08
Gearing	(4)	0%	0%
Beta endetté	(5)	1,08	1,08
Prime de taille	(6)	3,2%	3,2%
Prime de risque spécifique		0,00%	2,00%
Coût des capitaux propres	(7)	12,6%	14,6%

(1) OAT 10 ans - moyenne 3 mois

(6) Kroll

(2) Fairness Finance - moyenne 3 mois

(7) Formule du MEDAF

(3) Médiane 5 ans des comparables

(4) Gearing cible du Groupe

(5) Formule de Hamada

Les taux d'actualisation résultant de notre approche s'élèvent à 14,6% pour Kibolt et 12,6% pour les autres activités du Groupe, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 3,3% correspondant à la moyenne 3 mois au 19 septembre 2025 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,6% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance en septembre 2025 ;
- un *gearing* nul, compte tenu de la position de trésorerie nette du Groupe et de son modèle économique, lui permettant de générer des flux opérationnels hors BFR suffisants pour satisfaire les besoins d'investissement et reposant sur l'existence d'un BFR négatif en raison de l'existence de l'offre de prépayés ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 1,08 retenu correspond aux

- bêtas médians 5 ans des sociétés cotées comparables au Groupe qui affichent un coefficient de détermination R² supérieur à 15% ;
- une prime de taille de 3,2%, déterminée par interpolation linéaire à partir de l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Kroll (ex-Duff & Phelps) en décembre 2024, qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- une prime de risque spécifique de 2,0%, appliquée uniquement à l'activité Kibolt, afin de tenir compte des aléas plus importants liés à la réalisation des flux de trésorerie (maîtrise des process industriels et de la chaîne de valeur produit).

3.3.2.8 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires extrapolé (2032) à partir d'un flux de trésorerie disponible normatif, et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, cohérent avec le taux de croissance anticipé de l'économie française et des économies développées européennes sur le long terme ;
- un taux de marge d'EBITDA d'environ 24% pour le Groupe et pour Kibolt, correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2032) ;
- un taux d'impôt de 25,8%, correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2032), après prise en compte des effets de la contribution additionnelle des entreprises ;
- un niveau des investissements d'environ -6,0% pour le Groupe et -1,4% pour Kibolt, correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2032),
- un niveau des amortissements correspondant à celui des investissements pour le Groupe et pour Kibolt,
- un niveau normatif de BFR correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2032) pour le Groupe hors Kibolt et Kibolt.

3.3.2.9 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité

La valeur d'entreprise du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est de **232,1m€**.

Après prise en compte de la trésorerie nette ajustée et des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables du Groupe, il ressort une valeur des fonds propres de **245,1m€**.

En retenant le nombre d'actions ordinaires ajusté du Groupe, soit 8.737.437, il ressort de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés un prix par action ordinaire du Groupe de **28,06€**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	114,3
Valeur terminale actualisée	117,7
Valeur d'entreprise	232,1
Dette financière (-) / Trésorerie (+) nette ajustée	11,6
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	1,5
Valeur des capitaux propres	245,1
Nombre d'actions (en milliers)	8 737
Valeur par action total (€)	28,06 €
Prix d'Offre (€)	29,00 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	3,4 %

Le Prix d'Offre de 29,00€ fait ressortir une prime de **3,4%** sur la valeur obtenue par cette méthode.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre **26,89€** (taux de croissance à l'infini de 2,0%, et taux d'actualisation de 13,1% pour le Groupe hors Kibolt et de 15,1% pour Kibolt) et **29,33€** (taux de croissance à l'infini de 2,0%, et taux d'actualisation de 12,1% pour le Groupe hors Kibolt et de 14,1% pour Kibolt), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
Croissance à l'infini				
		1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	-0,5%	€ 28,66	€ 29,33	€ 30,08
	0,0%	€ 27,45	€ 28,06	€ 28,72
	0,5%	€ 26,35	€ 26,89	€ 27,47

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBIT normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre **26,89€** (marge d'EBIT du Groupe de 18,1%, et taux d'actualisation de 13,1% pour le Groupe hors Kibolt et de 15,1% pour Kibolt) et **29,33€** (marge d'EBIT du Groupe de 18,1%, et taux d'actualisation de 12,1% pour le Groupe hors Kibolt et de 14,1% pour Kibolt), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
marge d'EBIT				
		17,6%	18,1%	18,6%
CMPC	-0,5%	€ 28,83	€ 29,33	€ 29,84
	0,0%	€ 27,59	€ 28,06	€ 28,52
	0,5%	€ 26,46	€ 26,89	€ 27,32

3.3.3 - Référence au cours de bourse (à titre principal)

La Société a été introduite en bourse sur le marché Euronext Paris en 2018. Ses actions sont cotées sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0013335742 et ont pour code mnémorique ALLEC.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce du projet d'OPAS-RO (le 9 juillet 2025) s'élevait à environ 254m€, permettant de classer le Groupe dans la catégorie des « *Small Caps* ».

A notre connaissance, le Groupe fait l'objet d'un suivi par deux analystes financiers (TP ICAP et Gilbert Dupont).

3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

A la date du Projet de Note d'Information, l'actionnariat du Groupe se répartit comme suit :

Cogelec - Détail des actions en circulation et droits de votes				
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% droits de vote
SAS S.R.C	5 347 065	60,09%	10 694 130	75,07%
Flottant	2 950 372	33,16%	2 951 635	20,72%
Actions auto-détenues	600 611	6,75%	600 611	4,21%
Total des actions	8 898 048	100,00%	14 246 376	100,00%

Source : *Projet de Note d'Information*

Le capital flottant représente 33,16% du capital du Groupe, soit 2.950.372 actions ordinaires. Une analyse de la liquidité du titre, résumée en page suivante, a été effectuée.

Cogelec - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne (m)	Titres échangés en cumul (m)	Volume cumulé en % du total¹	Volume cumulé en % du flottant²
Moyenne 1 mois	3 201	70 414	0,8%	2,4%
Moyenne 3 mois	2 578	159 864	1,9%	5,4%
Moyenne 6 mois	4 614	581 373	7,0%	19,7%
Moyenne 9 mois	4 395	830 647	10,0%	28,2%
Moyenne 12 mois	3 851	981 939	11,8%	33,3%

Source : Capital IQ au 08/07/2025

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Sur la période, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 2.578 titres (moyenne 3 mois) et 4.614 titres (moyenne 6 mois).

Au cours des 12 derniers mois de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 981.939, soit 11,8% du nombre total de titres et 33,3% du flottant.

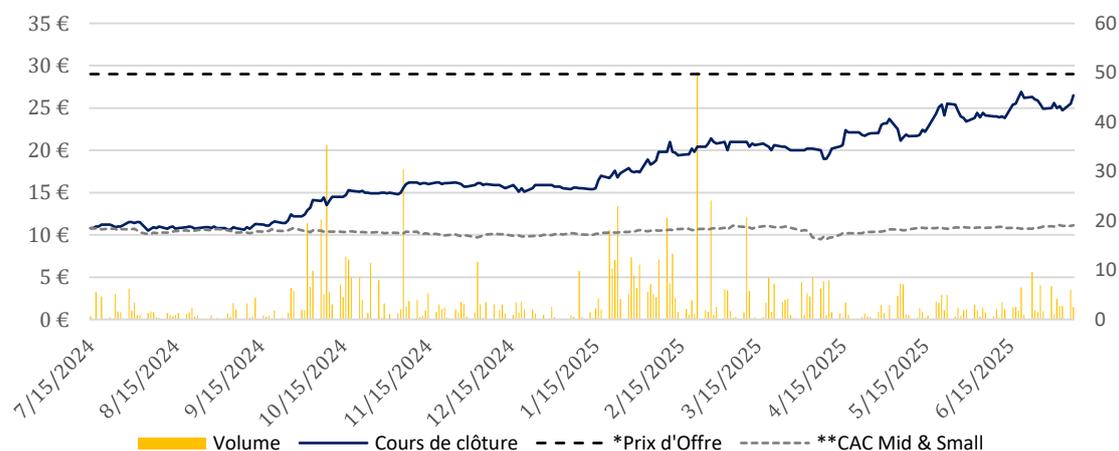
Au regard de ces données, le titre Cogelec, qui fait l'objet de volumes d'échanges réguliers, présente une liquidité relativement satisfaisante. D'autre part, la Société fait l'objet d'un suivi par deux analystes financiers indépendants.

En raison de ces éléments, mais également du fait que la valeur du cours de bourse demeure une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire, nous avons retenu cette référence à titre principal.

3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de l'action Cogelec sur la dernière année écoulée avant l'annonce est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 1 an de l'action Cogelec



*Sur la base du Prix d'Offre de 29€

**Rebasé au 15/07/2024

Entre le 15 juillet et le 9 septembre 2024, le cours de l'action Cogelec a évolué dans une fourchette comprise entre 10,50€ et 11,00€, avant de revenir à son niveau initial début septembre. Par la suite, le titre s'est durablement installé au-dessus de 11,00€, franchissant successivement les seuils de 12€ fin septembre 2024, puis de 14€ début octobre 2024, concomitamment aux annonces respectives des résultats du premier semestre et du troisième trimestre 2024, confirmant les objectifs de l'exercice.

De la fin octobre 2024 à la mi-janvier 2025, le cours est resté stable entre 15,00€ et 16,00€, dans un contexte politique national marqué par des changements de gouvernement, sans pour autant établir une incidence notable et attribuable à l'environnement géopolitique sur l'évolution du cours.

Une nouvelle phase de progression s'est ensuite amorcée, conduisant le cours à 20,20€ le 19 février 2025, puis à 21,00€ début mars 2025. À l'approche de la publication des résultats annuels 2024 et du chiffre d'affaires du premier trimestre 2025, le titre a enregistré un léger repli à 19,00€ le 9 avril 2025.

À la suite de l'annonce des résultats annuels et de la confirmation d'une trajectoire de croissance, le cours a repris sa progression, atteignant 23,70€ début mai 2025, après l'annonce du versement d'un dividende prévu en juillet 2025. La tendance haussière s'est poursuivie jusqu'au 19 juin 2025, date à laquelle le titre a atteint un plus-haut historique préannonce, à 26,90€. Il a par la suite gravité autour des 25,00€, avant de s'aligner sur le prix proposé dans le cadre du projet d'OPAS-RO initié par le groupe Legrand pour faire suite à la conclusion du contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle.

3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 8 juillet 2025, dernier cours précédent l'annonce au marché du projet d'OPAS-RO initié par le groupe Legrand pour faire suite à la conclusion du contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Cogelec - Analyse de la liquidité de l'action		
	€/action	Prime extériorisée en %¹
Cours de clôture (8 juillet 2025)	26,50	9,4%
CMPV* 20 jours	25,63	13,2%
CMPV* 60 jours	24,20	19,8%
CMPV* 120 jours	20,65	40,5%
CMPV* 180 jours	19,46	49,0%
CMPV* 250 jours	17,85	62,5%
<i>Maximum - 1 an</i>	<i>26,90</i>	<i>7,8%</i>
<i>Minimum - 1 an</i>	<i>10,50</i>	<i>176,2%</i>

¹ Pour un prix d'Offre de 29,00 € par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Capital IQ au 08/07/2025

Les différentes moyennes du cours de bourse sur des périodes comprises entre 20 jours et 1 an sont présentées ci-dessus. Le cours de bourse du Groupe s'établit à **26,50€** en cours de clôture au 8 juillet 2025, contre **25,63€** en cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 20 jours et **24,20€** en cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 60 jours.

Nous retiendrons la référence aux périodes de 20 et 60 jours, qui intègrent l'ensemble des dernières informations disponibles par le Groupe au marché et permettent de lisser l'impact d'éventuels épiphénomènes sur le cours de clôture.

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours, 180 jours et 250 jours seront également présentées à titre informatif en synthèse.

Le Prix d'Offre de 29,00€ par action présente une prime de **9,4%** sur le cours de clôture au 8 juillet 2025, **13,2%** sur le cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 20 jours, et **19,8%** sur le cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 20 jours.

3.3.4 - Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats du Groupe les multiples d'évaluation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode, qui constitue une référence usuelle et connue des investisseurs et actionnaires, dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des activités proches de celles du Groupe.

Néanmoins, cette méthode n'a été retenue qu'à titre indicatif, au regard d'une part de l'absence de sociétés cotées opérant répondant à l'ensemble des spécificités du modèle économique du Groupe (activité, positionnement, gammes de produits, géographies, proposition de valeur, etc.), et d'autre part du fait que le Groupe est encore en phase de montée en puissance, caractérisée par une amélioration significative de sa marge opérationnelle, rendant difficile la comparaison entre ses multiples et ceux des sociétés comparables (dont les marges correspondent d'avantage à des marges de long-terme).

3.3.4.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Le Groupe est un acteur français d'envergure nationale du secteur du contrôle d'accès, au service principalement du marché résidentiel, proposant une offre différenciée associant notamment interphonie sans fil et dispositifs de gestion à distance des accès, et générateur d'innovation au niveau de son marché.

A ce titre, nous avons procédé à l'analyse d'une multitude d'acteurs cotés sur la base notamment de critères sectoriels, opérationnels et géographiques, ainsi que des informations communiquées par le Management, des études de marché retenues par nos soins, des rapports annuels des différentes sociétés et de notes d'analystes, et constitué un échantillon de sociétés comparables cotées dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.

Dans le cadre de la détermination de notre échantillon, nous avons retenu les critères généraux suivants :

- une cotation en Europe ou en Amérique du Nord ;
- une activité déclinée principalement dans ces deux zones ;
- un positionnement sur le secteur du contrôle d'accès ;
- un suivi de la société par au moins 2 analystes ;
- un niveau de liquidité satisfaisant sur son marché (taux de flottant et nombre de titres échangés par jour).

En raison de la faible profondeur de l'échantillon extériorisé par nos soins, nous n'avons pas retenu de critères liés à la cohérence des croissances de l'activité et des niveaux de marges opérationnelles avec ceux du Groupe.

Les sociétés retenues dans notre échantillon ne constituent pas des références directement pertinentes pour le Groupe, bien qu'ayant des activités proches. En effet, tandis que le contrôle d'accès ne représente qu'une part de l'activité de certaines sociétés comparables, qui se sont par ailleurs spécialisées sur d'autres sous-marchés (systèmes d'accès intelligent, notamment au niveau des portes et ouvertures - *smart lock*) et desservent une clientèle différente (marchés industriel et tertiaire principalement), d'autres proposent également des offres complémentaires liées à la sécurité des systèmes et des personnes (dispositifs anti-incendie, cybersécurité...).

En outre, le positionnement propre à chaque société induit par exemple des disparités au niveau des typologies d'investissements et de la gestion du BFR, ou encore une singularité des conditions de marché, des cycles économiques et des environnements réglementaires.

Au terme de notre analyse, l'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc les sociétés suivantes :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2024 (en m€)
ASSA ABLOY AB (publ)	Suède	33 843	13 105
Allegion plc	Irlande	12 633	3 644
dormakaba Holding AG	Suisse	3 277	3 010
Napco Security Technologies, Inc.	Etats-Unis	1 169	165
Nedap N.V.	Pays-Bas	610	252
Moyenne		10 306	4 035
Médiane		3 277	3 010

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 19/09/2025

Nous avons retenu cinq sociétés comparables au Groupe opérant sur le marché du contrôle d'accès :

- Assa Abloy est une société suédoise spécialisée dans les solutions de contrôle d'accès physiques et électroniques (serrures mécaniques & électromécaniques, systèmes d'entrée automatiques, cartes d'identité, biométrie, etc.), ainsi que dans les portes, les entrées automatisées et les infrastructures de fermeture pour bâtiments résidentiels, commerciaux et institutions. La société, qui est cotée à la bourse de Stockholm et exerce majoritairement ses activités aux États-Unis et en Europe, a réalisé 13.105m€ de chiffre d'affaires en 2024.
- Allegion est une société américaine qui conçoit et vend des produits de sécurité, notamment des serrures, des verrous électroniques, des systèmes de contrôle d'accès, ainsi que des solutions pour la sécurité des ouvertures de bâtiments résidentiels, commerciaux et publics. La société, qui est cotée à la bourse de New York et exerce majoritairement ses activités aux États-Unis, a réalisé 3.644m€ de chiffre d'affaires en 2024.
- Dormakaba est une société suisse spécialisée dans les solutions de contrôle d'accès et de sécurité telles que des serrures mécaniques et électroniques, systèmes d'entrée automatiques, solutions d'identification des personnes et véhicules, portes automatiques, ainsi que des produits complémentaires pour la gestion des accès, l'ouverture (hardware/automation) et les services associés. La société, qui est cotée à la bourse de Zurich et exerce majoritairement ses activités aux États-Unis et en Europe, a réalisé 3.010m€ de chiffre d'affaires en 2024.
- Napco Security Technologies est une société américaine focalisée sur les produits de sécurité électronique incluant le contrôle d'accès, les serrures électroniques, les systèmes d'alarme, la vidéosurveillance, les systèmes de gestion des accès, avec une part croissante de ses services récurrents (services / abonnement). La société, qui est cotée au NASDAQ et exerce majoritairement ses activités aux États-Unis, a réalisé 165m€ de chiffre d'affaires en 2024.
- Nedap est une société néerlandaise spécialisée dans les technologies de sécurité, notamment le contrôle d'accès, l'identification (personnes et véhicules), les lecteurs RFID, et la gestion des accès physiques (hardware/logiciel), également active dans d'autres secteurs technologiques (commerce, santé, etc.). La société, qui est cotée à la bourse d'Amsterdam et exerce majoritairement ses activités aux États-Unis, a réalisé 252m€ de chiffre d'affaires en 2024.

3.3.4.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires entre 2025 et 2027 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables	Croissance du CA		
	2025	2026	2027
Comparables boursiers			
ASSA ABLOY AB (publ)	1,9%	3,6%	6,1%
Allegion plc	7,1%	5,8%	5,0%
dormakaba Holding AG	1,2%	3,6%	4,1%
Napco Security Technologies, Inc.	-3,8%	9,5%	4,4%
Nedap N.V.	7,3%	6,7%	6,9%
Moyenne	2,7%	5,8%	5,3%
Médiane	1,9%	5,8%	5,0%
Cogelec		18,0%	
Cogelec hors Kibolt		14,2%	

Source : Capital IQ au 19/09/2025

Entre 2025 et 2027, les taux de croissance prévisionnelle médians des sociétés comparables sont compris entre 1,9% et 5,8%, soit des taux nettement en retrait du TCAM à moyen-terme du Groupe, avec et hors prise en compte de Kibolt.

Les disparités des niveaux de croissance avec le Groupe, mais également entre les sociétés comparables peuvent être liés à différents phénomènes, dont par exemple des contrastes au niveau du modèle économique, des marchés couverts, du positionnement d'offre, des gammes de produits et services et de leur profondeur, des canaux de distribution, ainsi qu'à des différentiels de taille, avec des effets tels que la diversification, une meilleure position concurrentielle, et une flexibilité accrue.

Notamment, tandis que les sociétés Allegion et Napco exercent majoritairement leurs activités aux Etats-Unis, une zone intrinsèquement plus dynamique que la zone européenne, la société Nedap décline un proposition de valeur plus proche de celle du Groupe que les autres comparables, et profite ainsi d'effets de traction de marché plus importants.

La décroissance du chiffre d'affaires en 2025 du groupe Napco est due à des stratégies de déstockage de certains des principaux distributeurs du Groupe, ainsi qu'à des effets défavorables de calendrier au niveau de grands projets. Néanmoins, il est attendu un effet de rattrapage en 2026, avec une croissance plus importante que celle des autres sociétés comparables.

Les taux de marge d'EBITDA - CAPEX entre 2025 et 2027 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables	Marge d'EBITDA - CAPEX		
	2025	2026	2027
Comparables boursiers			
ASSA ABLOY AB (publ)	17,8%	18,6%	18,9%
Allegion plc	22,7%	22,9%	23,0%
dormakaba Holding AG	13,6%	13,3%	13,6%
Napco Security Technologies, Inc.	27,6%	27,9%	28,4%
Nedap N.V.	12,6%	14,2%	15,6%
Moyenne	18,8%	19,4%	19,9%
Médiane	17,8%	18,6%	18,9%
Cogelec		13,0%	
Cogelec hors Kibolt		16,8%	

Source : Capital IQ au 19/09/2025

Entre 2025 et 2027, les taux de marge d'EBITDA - CAPEX prévisionnels médians des sociétés comparables sont compris entre 17,8% et 18,9%, soit des taux supérieurs à celui du Groupe, avec un différentiel qui s'amointrit fortement après retraitement de Kibolt.

Les disparités de marge d'EBITDA - CAPEX avec le Groupe, mais également entre les sociétés comparables peuvent être liés aux éléments présentés au niveau du chiffre d'affaires, avec des dissonances en termes de taux de marge brute, mais également à des effets d'économie d'échelle, de rationalisation de charges et d'intensité capitalistique.

Notamment, les taux de marge d'EBITDA - CAPEX des sociétés Dormakaba et Nedap se situent nettement en retrait en raison respectivement de difficultés de rationalisation des charges fixes (notamment frais généraux et administratifs), et d'un différentiel de taille.

3.3.4.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA - CAPEX qui permet d'extérioriser la rentabilité opérationnelle, hors biais liés (i) au caractère propriétaire ou non de l'outil productif (modèle *asset-light vs asset-heavy*), et (ii) à la différence de traitement dû à la capitalisation de charges opérationnelles, au cas d'espèce la production immobilisée liée d'une part au matériel loué dans le cadre des offres d'abonnements et d'autre part à la mise en œuvre des actions de recherche et développement.

Dans la mesure où le processus d'innovation est au cœur de la déclinaison de la stratégie opérationnelle du Groupe, la production immobilisée relative à la mise en œuvre des actions de recherche et développement correspond en partie à des immobilisations en cours, qui ne feront l'objet de dotations aux amortissements qu'à la suite de leur mise en service. A ce titre, nous n'avons pas retenu le multiple d'EBIT, en considérant que la génération de flux était davantage captée par l'agrégat EBITDA - CAPEX.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, le Groupe présente des marges opérationnelles inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon, avec une forte rationalisation sur les années 2025 à 2027 ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés en termes d'intensité capitalistique, ainsi que des différences de traitement comptable des frais de développement ;
- d'EBIT en raison des éléments précisés *supra* ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau présenté ci-dessous récapitule les multiples d'EBITDA - CAPEX d'évaluation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu :

Multiples des sociétés comparables			
Comparables boursiers	VE/EBITDA - CAPEX		
	2025	2026	2027
ASSA ABLOY AB (publ)	16,2x	15,0x	13,9x
Allegion plc	17,9x	16,7x	15,8x
dormakaba Holding AG	9,6x	9,5x	8,8x
Napco Security Technologies, Inc.	24,2x	21,8x	20,6x
Nedap N.V.	18,4x	15,3x	13,0x
Médiane	17,9x	15,3x	13,9x

Source : Capital IQ au 19/09/2025

3.3.4.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBITDA)

Nous avons retenu un EBITDA après prise en compte des différents retraitements effectués au niveau du plan d'affaires du Groupe, présentés en section 3.3.2.2, et rappelés ci-dessous :

- l'élimination des charges liées aux prestations de service rendues par la société H.R.C, en accord avec les modalités du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle (voir section 5.3) ;
- l'élimination des charges liées à l'acquisition des AGA au titre des différents plans en vigueur à la date de notre rapport, de nature non cash et dont les effets ont été pris en compte au niveau du nombre d'actions retenu dans notre analyse multicritère, sur une base *fully diluted* (voir section 3.1.1) ;
- la réintégration des charges de location, et ce comprenant les charges de location-financement, relatives aux contrats IFRS 16 pour lesquels le Groupe agit en tant que locataire (voir section 1.2.7 pour modalités descriptives des effets de la norme) ;
- l'élimination du chiffre d'affaires et la réintégration de la production immobilisée, relatives aux contrats IFRS 16 pour lesquels le Groupe agit en tant que bailleur (voir section 1.2.7 pour modalités descriptives des effets de la norme).

Nous précisons que nous avons procédé à l'élimination des charges liées aux prestations de service rendues par la société H.R.C en 2025, bien que les effets de ce dernier prennent fin en date du 31 décembre 2025, afin de retenir un agrégat de nature répétitive dans notre appréciation.

Par ailleurs, nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 de la trésorerie financière nette ajustée du Groupe retenue dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère (voir section 3.1.2).

En cohérence avec cette approche, et par souci d'homogénéité des agrégats opérationnels et dettes financières nettes retenus *in fine* au niveau du Groupe et des sociétés comparables dans le cadre de l'application de la méthode, nous avons appliqué les retraitements de nature comptable présentés *supra*, lorsque cela s'avérait nécessaire, au niveau des sociétés comparables.

Notamment, nous avons retraité l'impact des normes comptables IFRS 16 et ASC 842 (équivalent américain de la norme IFRS 16) sur les EBITDA et dettes financières nettes des sociétés comparables, étant précisé que la norme ASC 842 n'a pas d'impact au niveau des agrégats opérationnels.

Nous rappelons que le Groupe a fait le choix de comptabiliser la CVAE en charge d'impôt (IAS 12). A ce titre, nous n'avons pas procédé à un quelconque retraitement de l'EBITDA en lien avec cette dernière (nous rappelons que nous avons pris en compte l'impact de la CVAE au niveau de l'EBIT, et non de l'EBITDA, au niveau du plan d'affaires).

3.3.4.5 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBITDA - CAPEX des années 2025 à 2027, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) des sociétés comparables correspond à leur capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 3 mois à une date proche du présent rapport) augmentée de leur dette financière nette consolidée ajustée, que nous avons appliqué aux agrégats EBITDA - CAPEX prévisionnels du Groupe

Nous avons retenu les multiples des années 2025 à 2027 afin de tenir compte d'une part de la croissance significative de la marge sur l'horizon du plan d'affaires, et ainsi des effets attendus liés aux économies d'échelles et à la rationalisation des charges, et d'autre part du risque de réalisation intrinsèque au plan d'affaires du Groupe.

Par ailleurs, les sociétés comparables présentent une capitalisation boursière nettement supérieure à celle de Cogelec, pouvant justifier l'application d'une décote de taille, estimée entre 20% et 40% sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment d'études empiriques comme celle de Mukesh Bajab, David J Denis, Stephen P Ferris et Atulya Sarin (« *Firm value and marketability discounts* »), mais également des études de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers ou encore d'Eric Eugène Grena.

Dans la mesure où le Groupe bénéficie encore d'une croissance largement supérieure à celle des sociétés comparables, et n'a pas encore atteint sa marge normative, nous n'avons pas appliqué de décote liée aux différentiels de taille et d'illiquidité entre le Groupe et les sociétés comparables.

L'absence de prise en compte d'une telle décote dans le cadre de l'application de la méthode des comparables boursiers est de nature à maximiser la valeur par action du Groupe obtenue.

Nous soulignons le fait que les multiples VE / EBITDA - CAPEX des années 2025 à 2027 sont particulièrement cohérents avec ceux de la société Nedap, dont nous considérons qu'elle représente le plus proche comparable au Groupe.

3.3.4.6 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite du Groupe obtenue par la méthode des comparables boursiers :

Cogelec - Evaluation par la méthode des comparables boursiers	
	Moyenne 25-27
Valeur d'entreprise	214,4
Trésorerie nette	11,6
Valeur des fonds propres (en m€)	226,0
Nombre d'actions (en milliers)	8 737
Valeur par action (€)	25,86€
Prix d'Offre (€)	29,00 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>12,1 %</i>

Nous obtenons, en synthèse, une valeur du Groupe par la méthode des comparables boursiers de **25,86€**.

Le Prix d'Offre de 29,00€ fait ressortir une prime de **12,1%** sur la valeur obtenue par cette méthode.

3.4 - Analyse des synergies/dissynergies

En date du 9 juillet 2025, l'Initiateur a fait part au marché de son intention de procéder à l'acquisition d'une participation majoritaire au sein du Groupe.

Notamment, le Projet de Note d'Information présente les principales synergies qui pourraient être attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur :

« L'Initiateur considère que le savoir-faire différenciant de la Société dans la technologie GSM constitue un atout clé pour renforcer son expertise dans le contrôle d'accès, en particulier sur le segment résidentiel. L'Initiateur souhaite également capitaliser sur les liens établis par la Société avec les bailleurs sociaux et les syndicats de copropriété, afin de consolider et d'élargir sa base de clientèle.

L'Initiateur a l'intention d'accompagner le développement international de la Société, notamment dans les pays où les gammes Intratone ont déjà été introduites, et de soutenir la diffusion des innovations Kibolt et Rozoh. Grâce à sa présence mondiale, l'Initiateur entend accélérer le déploiement des solutions de la Société dans de nouvelles géographies et favoriser l'intégration commerciale au sein de son réseau international. »

- le renforcement de l'expertise de l'Initiateur sur le marché du contrôle d'accès, en particulier sur le segment résidentiel, du fait du savoir-faire différenciant du Groupe ;
- la consolidation et l'élargissement de la base clientèle de l'Initiateur du fait des liens établis par le Groupe avec les bailleurs sociaux et syndics de copropriété ;
- l'accompagnement dans le développement international du Groupe, du fait de la présence mondiale de l'Initiateur.

Au cas d'espèce, le plan d'affaires du Groupe utilisé dans le cadre de la mise en oeuvre de nos travaux d'évaluation ne prend pas en compte les principales synergies nettes des dissynergies qui pourraient être attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.

Bien qu'il soit usuel de partager entre cessionnaire et cédant les potentielles synergies nettes des dissynergies résultant de la réalisation d'opérations impliquant le changement de contrôle au niveau de la société cédée (la cristallisation du partage de cette valeur étant implicitement intégrée à la prime de contrôle payée par le cessionnaire), nous comprenons de nos échanges avec le Management que les synergies nettes des dissynergies attendues n'ont pas encore fait l'objet d'un chiffrage.

Cependant, nous précisons que l'Initiateur n'a pas l'intention de remettre en cause l'autonomie opérationnelle du Groupe (comme précisé dans le Projet de Note d'Information), de telle sorte que les synergies de coût devraient rester limitées aux économies qui résulteraient de la potentielle mise en oeuvre d'un retrait obligatoire.

En outre, nous comprenons de nos échanges avec le Management les éléments suivants :

- il serait difficile pour l'Initiateur de se substituer aux partenaires commerciaux et industriels du Groupe au niveau de sa chaîne de valeur, sous peine de potentiellement engendrer des externalités négatives (par exemple une désorganisation liée à la modification des process) ;
- les synergies liées au développement international du Groupe sont attendues sur le long-terme, notamment du fait des limites de ses moyens humains et industriels (nous rappelons que le Groupe conserve *in-house* les phases critiques), de telle sorte qu'un certain nombre d'aléas est associé à la matérialisation de ces synergies. En outre, et au regard des différences de modèle économique existant entre le Groupe et l'Initiateur, il sera difficile de substituer la force commerciale de l'Initiateur à celle du Groupe dans le cadre de la mise en oeuvre d'actions de conquête commerciale ;
- le rapprochement du Groupe et de l'Initiateur peut également engendrer des dissynergies, telles que des difficultés d'intégration, avec notamment des différences liées aux modèles économiques et aux cultures d'entreprises, ou encore des difficultés de maintien de la trajectoire opérationnelle et de la capacité d'innovation, avec le départ de Monsieur Roger Leclerc (homme-clé).

Enfin, et comme expliqué en section 3.3.2.2, le Groupe bénéficie sur son marché d'une faible intensité concurrentielle, et le Management anticipe sur le long-terme une augmentation de la pression concurrentielle. Le bouleversement du panorama concurrentiel pourrait accroître l'incertitude entourant la cristallisation de la valeur issue des synergies.

Ainsi, en tenant compte des aléas associés à leur cristallisation, le *quantum* des synergies nettes des dissynergies qui pourraient être attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur devrait être relativement limité, de telle sorte que son absence de chiffrage ne semble pas de nature à avoir un impact sur l'équité du Prix d'Offre.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur

Les travaux et conclusions de l'Etablissement Présentateur sont présentés dans le Projet de Note d'Information de la présente Offre.

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions du Groupe :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net comptable ;
- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons également écarté ces approches, pour les raisons évoquées en section 3.2 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :

- Méthode des flux de trésorerie actualisés (retenue à titre principal) ;
- Référence au cours de bourse (retenue à titre principal) ;
- Méthode des comparables boursiers (retenue à titre indicatif) ;
- Méthode des transactions comparables (retenue à titre indicatif) ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes (retenue à titre indicatif).

Nous avons, comme l'Etablissement Présentateur, retenu la méthode des flux de trésorerie actualisés et la référence aux cours de bourse à titre principal, et avons également retenu la référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle au même titre.

Nous avons par ailleurs, comme l'Etablissement Présentateur, retenu la méthode des comparables boursiers à titre indicatif.

En revanche, et a contrario de l'Etablissement Présentateur, nous avons exclu la méthode des transactions comparables et la référence aux objectifs de cours des analystes.

Notre approche est décrite en sections 3.2 et 3.3 du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Etablissement Présentateur nous conduit à formuler les commentaires présentés dans les paragraphes en pages suivantes.

4.2.1 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'Etablissement Présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management du Groupe en normes comptables françaises, et présentées dans la *Vendor Due Diligence* réalisée par Oderis pour les besoins du process ayant conduit à l'acquisition du Bloc de Contrôle ;
- extrapolé le plan d'affaires sur trois exercices supplémentaires (2030 à 2032), sur la base :
 - o d'un décroissance linéaire du taux de croissance du chiffre d'affaires vers un taux de 2% en normatif ;

- d'une marge d'EBITDA de 23,1%, stable en rapport de celle de la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
 - d'une convergence des dotations aux amortissements vers un taux de 4,3% à l'infini ;
 - d'une convergence des investissements vers un taux de 6,6% à l'infini ;
 - d'une variation de BFR comprise entre 31,3% et 31,5% de la variation de chiffre d'affaires sur la période.
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 31 décembre 2032 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 2,0% ;
 - intégré le flux du second semestre 2025 aux éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ;
 - actualisé les flux au taux de 12,4%. Ce taux correspond au coût des fonds propres à dette nulle du Groupe et intègre un taux sans risque (3,4%), une prime de risque (6,9%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,83 et une prime de taille de 3,2% ; et
 - ajouté à la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2025 (12,7m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'Etablissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale de l'action du Groupe à 25,97€, le Prix d'Offre offrant une prime de 11,67% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 23,94€ (taux d'actualisation de 12,9% et taux de croissance à l'infini de 1,5%) et 28,43€ (taux d'actualisation de 11,9% et taux de croissance à l'infini de 2,5%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'Etablissement Présentateur ; les principales divergences expliquant les différences de valeur par action entre les travaux de l'Etablissement Présentateur et nos travaux étant liées aux éléments présentés dans les sections suivantes.

4.2.1.1 - Hypothèses retenues sur la période explicite

L'Etablissement Présentateur s'est appuyé sur le plan d'affaires du Groupe établi en normes françaises, et présenté dans la *Vendor Due Diligence* réalisée par Oderis pour les besoins du process ayant conduit à l'acquisition du Bloc de Contrôle, tandis que nous avons retenu le plan d'affaires du Groupe en normes IFRS.

Comme précisé en section 3.3.2.2 de ce rapport, le Groupe suit en particulier les directives imposées par la norme IFRS 16 au niveau des contrats de location opérationnelle et de location-financement.

Après retraitement des effets de cette norme, nos prévisions du plan d'affaires sont globalement identiques à celles utilisées par l'Etablissement Présentateur sur la période explicite.

Nous observons néanmoins une divergence principale au niveau de la marge d'EBITDA. En effet, la prise en compte de plans d'affaires différents se traduit par un écart de charges opérationnelles d'environ 1,0m€ par an sur l'horizon du plan d'affaires, en faveur du plan d'affaires du Groupe en normes IFRS.

Les effets de ce différentiel sont particulièrement limités sur les années 2025 à 2028, en raison du cumul d'un impact de marge brute d'environ 1,0m€ et d'un impact de charges opérationnelles d'environ 1,0m€ liées à l'implémentation d'un nouvel ERP (capitalisé en French GAAP, et non pris en compte au niveau des investissements de l'année) sur l'année 2025 en faveur du plan d'affaires du Groupe en normes françaises.

Néanmoins, et dans la mesure où le taux de marge d'EBITDA retenu au niveau de l'extrapolation et du normatif tient compte du taux observé en fin d'horizon explicite, cet écart de charges

opérationnelles est de nature à minimiser la valeur par action ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés par l'Etablissement Présentateur.

En tenant compte du taux d'imposition, du taux d'actualisation et de la croissance à long-terme retenus par l'Etablissement Présentateur, l'impact reste néanmoins mesuré, inférieur à 1,0€ par action.

Par ailleurs, nous observons d'autres divergences mineures, présentées ci-dessous :

(i) Le calcul et l'application du taux d'impôt sur les sociétés

L'Etablissement Présentateur a retenu un impôt correspondant à celui ressortant de la *Vendor Due Diligence* sur l'horizon explicite du plan d'affaires, puis un taux d'impôt de 25,0% sur la période extrapolée et en normatif.

Nous avons, pour notre part, retenu un taux d'impôt sur les sociétés intégrant la contribution sociale représentant 3,3% de l'impôt sur les sociétés sur le périmètre France ; le taux d'impôt sur les sociétés extériorisé sur la durée du plan d'affaires s'élevant ainsi à 25,8%.

Par ailleurs, l'Etablissement Présentateur ne retraite pas le produit de CIR dans le cadre du calcul de la base imposable sur l'horizon du plan d'affaires, contrairement à nous.

(ii) Variation du BFR

L'Etablissement Présentateur a retenu une variation du BFR en pourcentage des variations du chiffre d'affaires, tandis que nous avons retenu une position de BFR en pourcentage de chiffre d'affaires afin de calculer la variation du BFR.

Sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires, cette différence d'approche a un impact non significatif de 1,0m€ en faveur du plan d'affaires du Groupe en normes françaises.

Enfin, l'Etablissement Présentateur et nous-même avons procédé à différents retraitements dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés, présentés ci-dessous.

(iii) Flux de trésorerie du deuxième semestre 2025

L'Etablissement Présentateur a retenu le flux de trésorerie du deuxième semestre 2025 au niveau des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, tandis que nous avons conservé ce flux au niveau du plan d'affaires du Groupe.

En outre, l'Etablissement Présentateur a retenu une hypothèse de génération de flux de trésorerie uniforme entre le premier semestre et le deuxième semestre 2025, tandis que nous avons calculé le flux par différence entre les projections du plan d'affaires pour l'ensemble de l'année 2025 et le réalisé au premier semestre de l'année 2025, sur la base des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2025.

En raison notamment d'effets de transvasement entre BFR et trésorerie nette, le flux du deuxième semestre 2025 retenu dans notre approche est supérieur d'environ 3,0m€, soit un impact non significatif.

(iv) Retraitement des charges liées aux prestations de service entre H.R.C et le Groupe

Nous avons retraité les charges liées aux prestations de service entre H.R.C et le Groupe à partir de 2026, en accord avec les dispositions du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, contrairement à l'Etablissement Présentateur qui les a conservés au niveau du plan d'affaires.

En tenant compte du taux d'imposition, du taux d'actualisation et de la croissance à long-terme retenus par l'Etablissement Présentateur, l'impact reste néanmoins mesuré, autour de 1,5€ par action.

(v) *Décomposition des flux entre Kibolt et les autres activités du Groupe*

Nous avons décomposé les flux de trésorerie du plan d'affaires du Groupe entre Kibolt et les autres activités du Groupe, pour les raisons expliquées en section 3.3.2.5, contrairement à l'Etablissement Présentateur.

L'impact de la décomposition reste néanmoins mesuré, inférieur à 1,0€ par action.

4.2.1.2 - Extrapolation

Nous avons procédé, au même titre que l'Etablissement Présentateur, à l'extrapolation de la période explicite du plan d'affaires sur une période de 3 ans (2030 à 2032).

Au même titre que l'Etablissement Présentateur, nos hypothèses visent principalement à tenir compte de l'importante dynamique de croissance du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires, mais également à atteindre en normatif un taux d'investissement cohérent avec les investissements réalisés sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Néanmoins, et comme précisé en section 4.2.1.1, la marge d'EBITDA et les flux de trésorerie ressortant de notre extrapolation sont supérieurs à ceux de l'Etablissement Présentateur du fait d'un différentiel de charges opérationnelles entre le plan d'affaires en normes françaises et en normes IFRS, et du retraitement par nos soins des charges liées aux prestations de service entre H.R.C et le Groupe.

4.2.1.3 - Flux normatif

La construction du flux normatif mise en œuvre par l'Etablissement Présentateur est cohérente avec notre position, avec la prise en compte du même taux de croissance perpétuelle (2,0%).

Les principales divergences proviennent des éléments explicités plus haut, en section 4.2.1.1 et 4.2.1.2, avec un impact sur la marge d'EBITDA et sur le flux de trésorerie normatif.

4.2.1.4 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût des fonds propres :

Calcul du taux d'actualisation		Crowe HAF	Etablissement Présentateur
Taux sans risque	(1)	3,3%	3,4%
Prime de risque du marché	(2)	5,6%	6,9%
Beta désendetté	(3)	1,08	0,83
Gearing	(4)	0%	0%
Beta endetté	(5)	1,08	0,83
Prime de taille	(6)	3,2%	3,2%
Prime de risque pays			
Coût des capitaux propres	(7)	12,6%	12,4%

(1) OAT 10 ans - Moy 3 mois au 19/09/2025

(6) Kroll

(2) Fairness Finance -Moy 3 mois au 19/09/2025

(7) Formule du MEDAF

(3) Médiane 5 ans des comparables

(4) Gearing cible du Groupe

(5) Formule de Hamada

Le taux d'actualisation retenu par l'Etablissement Présentateur (12,4%) est proche de celui que nous avons retenu (12,6%), sachant que nous retenons en outre une prime spécifique de 2,0% pour Kibolt.

Les écarts observés proviennent principalement des sources de marché utilisées et des horizons temporels considérés pour la détermination de certains paramètres (notamment pour le calcul du Bêta et de la prime de risque marché).

L'approche de l'Etablissement Présentateur reste toutefois cohérente.

4.2.1.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 12,8m€ au 31 décembre 2025, intégrant la trésorerie nette pré-IFRS 16 au 30 juin 2025 (7,4m€), le flux de trésorerie du deuxième semestre 2025 (avec une hypothèse de prise en compte de 50% du flux de trésorerie de l'année 2025 calculé par l'Etablissement Présentateur dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés - 4,5m€), les intérêts minoritaires et titres mis en équivalence pour leur valeur comptable au 30 juin 2025 (respectivement 2,1m€ et 0,3m€), les provisions pour indemnité de départ à la retraite pour leur valeur comptable au 30 juin 2025, nette des impôts différés actifs associés (-0,6m€), et les provisions pour risques et charges pour leur valeur comptable au 30 juin 2025 (-1,1m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la trésorerie nette ajustée (11,6m€) détaillée dans la section 3.1.2 du présent rapport.

L'écart est peu significatif et porte sur :

- la prise en compte, pour notre part, des titres de participation (0,2m€) ;
- la réévaluation en valeur de marché, pour notre part, des titres mis en équivalence (0,4m€) ;
- la prise en compte, pour notre part, de la valeur actuelle des effets du contrat Amazon Key, non prise en compte au niveau du plan d'affaires du Groupe (5,9m€) ;
- la prise en compte, pour notre part, des dépôts et cautionnements de nature financière (0,1m€) ;
- la réévaluation en valeur de marché, pour notre part, des intérêts minoritaires (-3,0m€) ;
- la prise en compte, pour notre part, du transvasement du CIR du BFR ajusté vers la trésorerie nette ajustée (-0,3m€) ;
- la prise en compte de la part de l'Etablissement Présentateur du flux de trésorerie du deuxième semestre 2025 (-4,5m€), étant précisé que nous retenons ce flux dans le cadre de l'extériorisation de la Valeur d'Entreprise du Groupe par la méthode des flux de trésorerie actualisés (voir section 4.2.1.1).

Ces divergences conduisent à un montant de trésorerie nette ajustée supplémentaire de 1,2m€ pour l'Etablissement Présentateur, intégrant néanmoins le flux du deuxième semestre 2025 dont nous rappelons qu'il est pris en compte dans nos travaux dans le calcul de la valeur d'entreprise.

4.2.1.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort en synthèse à 25,97€ et se situe en-deçà de la valeur extériorisée par nos travaux (28,06€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

Le Prix d'Offre de 29,00€ extériorise une prime de 11,7% sur la valeur centrale de l'Etablissement Présentateur.

4.2.2 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'Etablissement Présentateur affiche en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes spot et sur le dernier mois, les 60 dernières séances boursières, les 6 derniers mois et les 12 derniers mois précédant le 8 juillet 2025 correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce du projet d'OPAS-RO.

Nous avons également retenu à titre principal le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières et le cours spot qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue. Nous présentons également les cours moyens pondérés sur les 120, 180 et 250 dernières séances boursières.

La valeur de l'action du Groupe retenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la référence au cours de bourse ressort dans une fourchette comprise entre 17,87€ et 26,50€.

Nous retenons, pour notre part, une valeur de l'action du Groupe par la référence au cours de bourse comprise entre 24,28€ et 26,50€.

Les divergences non significatives qui existent entre les valeurs présentées par l'Etablissement Présentateur et par nos soins sur un même horizon temporel (20 jours, 60 jours...) proviennent du fait que l'Etablissement Présentateur retient le cours moyen pondéré par les volumes des cours de clôture sur la période, tandis que nous retenons le cours moyen pondéré par les volumes des cours moyens pondérés journaliers sur la période.

En retenant le cours moyen pondéré par les volumes des cours de clôture sur la période, nous obtenons, pour information, des résultats similaires à ceux de l'Etablissement Présentateur.

Le Prix d'Offre de 29,00€ extériorise une prime comprise entre 9,4% et 62,3% sur les différentes valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, l'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon composé de trois sociétés du secteur du contrôle d'accès (Assa Abloy, Allegion, Dormakaba,).

Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de cinq sociétés (Assa Abloy, Allegion, Dormakaba, Napco Security et Nedap), les deux dernières n'étant pas retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent à la valeur d'entreprise (hors prise en compte d'IFRS 16) divisée par l'EBITDA et l'EBIT.

Nous avons pour notre part privilégié le multiple d'EBITDA - CAPEX pour les raisons exposées en section 3.3.4.3.

Nous avons également privilégié la prise en compte d'un multiple médian, et ce afin de ne pas inclure dans le multiple ressortant de l'échantillon l'effet des valeurs extrêmes, que celui-ci soit positif ou négatif.

Les multiples moyens retenus par l'Etablissement Présentateur ont été appliqués aux EBITDA et EBIT 2025 et 2026, étant précisé que l'EBITDA a été ajusté des effets de la production immobilisée par soucis d'homogénéité avec les agrégats retenus pour le calcul des multiples des comparables boursiers.

Nous avons pour notre part retenu un EBITDA retraité des éléments présentés en section 3.3.4.4, dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, et appliqué les multiples médians retenus aux agrégats EBITDA - CAPEX des années 2025 à 2027, pour les raisons exposées en section 3.3.4.5.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée de 12,8m€ au 31 décembre 2025, alors que nous avons retenu un montant correspondant à une trésorerie nette ajustée de 11,6m€ au 30 juin 2025. Les principaux écarts sont expliqués en section 4.2.1.5 du présent rapport.

4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action du Groupe obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 17,15€ et 28,43€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action du Groupe par la méthode des comparables boursiers de 25,86€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBITDA - CAPEX médians aux années 2025, 2026 et 2027.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents, de la prise en compte de moyennes et d'agrégats différents par l'Etablissement Présentateur, d'un différentiel de marge au niveau du plan d'affaires, d'une divergence de traitement des charges de prestation de service, des années retenues dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode, ainsi que du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre de 29,00€ extériorise une prime comprise entre 2,0% et 69,1% sur les différentes valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.4 - Méthode des transactions comparables

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

L'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon de 18 transactions ayant eu lieu entre 2015 et 2024 sur le secteur du contrôle d'accès et des systèmes d'accès intelligent, ainsi que de la sécurité résidentielle mécanique en Europe et aux Etats-Unis.

Nous avons, pour notre part, effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables au Groupe, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada, et décidé d'exclure la méthode pour les raisons exposées en section 3.2.3.

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les multiples retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent aux multiples moyens et médians de Valeur d'Entreprise / EBITDA ressortant de l'échantillon de transactions comparables, appliqués à l'EBITDA 2025 du Groupe, ajusté des effets de la production

immobilisée par soucis d'homogénéité avec les agrégats retenus pour le calcul des multiples de transactions comparables.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée de 12,8m€ au 31 décembre 2025, à partir des données bilanciellees au 30 juin 2025.

Le calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de l' Etablissement Présentateur est présenté en section 4.2.1.5 du présent rapport.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action du Groupe obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort dans une fourchette comprise entre 17,47€ et 17,90€.

Pour notre part, nous excluons cette méthode pour les raisons exposées en section 3.2.3.

Le Prix d'Offre de 29,00€ extériorise une prime comprise entre 62,0% et 66,0% sur les valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.5 - Référence aux cours cibles des analystes

L'Etablissement Présentateur a retenu, à titre indicatif, la référence aux derniers cours cibles des analystes suivant la valeur du titre de la Société, au cas d'espèce Gilbert Dupont et TP ICAP.

Les derniers cours cibles de Gilbert Dupont et de TP ICAP avant annonce de l'Offre s'établissaient respectivement à 22,40€ et 22,20€. Le Prix d'Offre proposé de 29,00€ extériorise des primes de respectivement 29,5% et 30,6% sur ces valeurs.

Nous excluons cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.4.

4.2.6 - Référence à l'actif net comptable

L'Etablissement Présentateur a écarté la référence à l'actif net comptable dans le cadre de l'évaluation des titres du Groupe.

Il calcule un actif net comptable au 30 juin 2025 à 10,8m€, soit une valeur de 1,24€ par action, à partir de l'actif total auquel sont soustrait les passifs courants, les passifs non-courants et les intérêts minoritaires.

Le Prix d'Offre de 29,00€ extériorise une prime de 2.237,6% sur cette valeur.

Nous excluons également cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.1.

5 - Analyse des éléments connexes à l'Offre

Nous avons examiné les éléments connexes à l'Offre qui ont été portés à notre connaissance, afin d'apprécier si ces derniers comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du Prix d'Offre.

A notre connaissance, les éléments connexes à l'Offre existants sont :

- le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle conclu entre les Parties (étant rappelé que l'ensemble des actions au capital de la société Cogelec Développement a été acquis par l'Initiateur) ;
- l'engagement d'apport à l'Offre de la société H.R.C ;
- la résiliation du contrat de prestation de services existant entre la société H.R.C et le Groupe ;
- le mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites qui devrait être mis en place.

5.1 - Contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle

En date du 8 juillet 2025, l'Initiateur a consenti aux Associés Cédants une promesse unilatérale d'achat portant sur l'ensemble des actions au capital de la société Cogelec Développement.

Le projet de contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle annexé à la promesse unilatérale d'achat décrit notamment les principaux mécanismes de détermination et d'ajustement du prix d'acquisition, les modalités de déclenchement d'un potentiel complément de prix, les conditions suspensives, les engagements des Parties préalables et postérieurs à la réalisation de l'acquisition, et les déclarations et garanties des Parties.

La signature du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle est intervenue en date du 30 juillet 2025, et la réalisation de l'acquisition en date du 7 octobre 2025 ; le délai entre la signature et la réalisation effective correspondant au laps de temps nécessaire à la levée des conditions suspensives, notamment l'obtention auprès des autorités compétentes des autorisations réglementaires essentielles à la réalisation de l'opération.

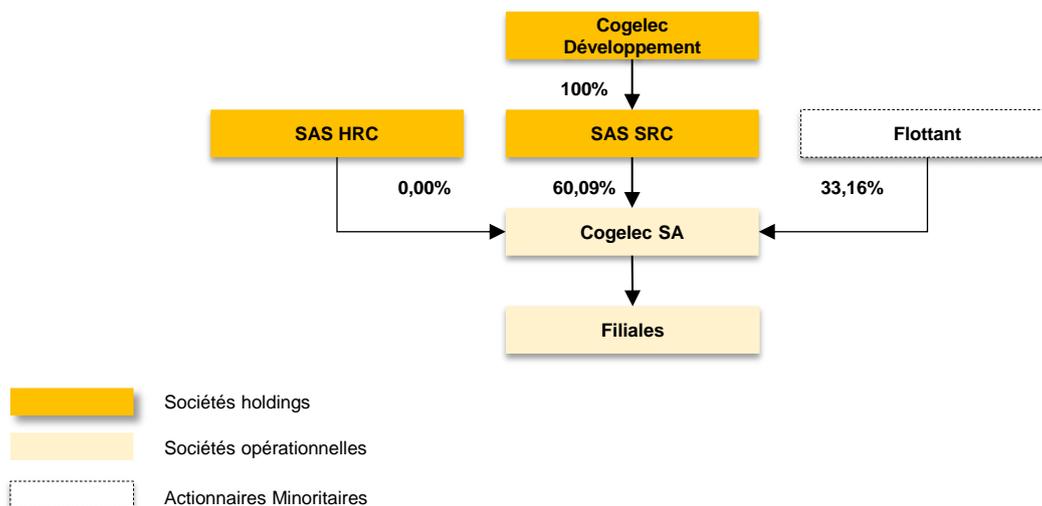
Nous avons analysé le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle conclu entre les Parties, et plus particulièrement les dispositions contractuelles qui pourraient avoir une incidence sur le prix d'acquisition, présentées ci-dessous :

- le mécanisme de *locked box* et les clauses relatives aux *leakages*, constitutifs de la formation du prix d'acquisition (5.1.1) ;
- le potentiel complément de prix au bénéfice des Actionnaires Cédants,
- l'opération préalable à l'acquisition du Bloc de Contrôle sur le capital de la société Cogelec Développement.

5.1.1 - Mécanisme de *locked-box* et Pertes de Valeur (*leakage*)

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit la mise en place d'un mécanisme de *locked-box* dans le cadre de la détermination du prix d'acquisition. Ce type de mécanisme permet de fixer le prix d'acquisition à la signature de l'accord d'acquisition, et ainsi de ne pas procéder à des ajustements de prix au titre de l'évolution des agrégats opérationnels et financiers de la société cible entre la signature et la réalisation d'une opération.

Le périmètre de la transaction est présenté en page suivante.



Aux termes du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, il a été convenu la fixation d'un prix de 155,1m€ pour l'ensemble des actions au capital de la Société détenues indirectement par la société Cogelec Développement, après prise en compte du détachement du dividende versé par la Société en 2025 au titre de l'exercice 2024, sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2024. Ce montant correspond à un prix de 29,00€ par action de la Société. Nous avons vérifié la correspondance de ces montants au regard des dettes nettes des entités SRC et Cogelec Développement.

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit par ailleurs la réalisation d'opérations constitutives de déperditions de valeur (leakage) autorisées et non autorisées.

Nous avons analysé les éléments constitutifs du prix, y compris la listes des opérations de leakage (autorisé et non autorisé). Les opérations listées sont usuelles dans ce type d'opération et visent à sécuriser le vendeur et l'acheteur des titres cédés.

A la date de la réalisation de l'acquisition, nous comprenons de nos échanges avec le Management qu'aucune opération constitutive de déperdition de valeur non-autorisée n'a été engendrée.

La listes des opérations susmentionnées n'appelle pas de commentaires de notre part. L'analyse de ces dispositions ne met pas en exergue des clauses qui remettraient en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.1.2 - Complément de prix

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit que, dans les cas où le prix par action de la Société proposé dans le cadre de l'Offre, ou de toute offre publique ultérieure réalisée dans un délai de 12 mois suivant la date de réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle, est supérieur au prix par action de la Société retenu dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle avant éventuelle réalisation d'opérations constitutives de déperdition de valeur non-autorisée (29,00€), l'Initiateur paiera aux Associés Cédants un complément de prix par action de la société Cogelec Développement correspondant par transparence à la différence entre le prix de l'offre publique et le prix de 29,00€.

Le complément de prix vise donc à assurer l'égalité de traitement entre les Associés Cédants et les actionnaires minoritaires de la Société qui apporteraient leurs titres dans le cadre de la réalisation de l'Offre ou d'une offre publique.

En outre, le prix par action de la Société retenu dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle, correspond au Prix d'Offre.

Enfin, l'Initiateur précise dans le Projet de Note d'Information qu'il s'interdira de procéder à l'une quelconque des opérations susvisées, de sorte que le complément de prix ne trouvera pas à s'appliquer.

Ainsi, les dispositions relatives au complément de prix existant au profit des Associés Cédants ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.1.3 - Opération Préalable

Préalablement à la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle, il était prévu aux termes et modalités du contrat que la société Cogelec Développement procède au rachat des actions de préférence de performance (ci-après les « ADP R ») présentes à son capital, afin de les annuler dans le cadre d'une réduction de capital non-motivée par des pertes.

Dans la mesure où le rachat de ces ADP R à leur valeur nominale a eu pour finalité de concourir à l'augmentation de la dette nette de la société Cogelec Développement, cette opération n'a eu par transparence aucun impact au niveau du prix d'acquisition de la Société ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Le seul impact potentiel serait la rupture de l'égalité de traitement entre les actionnaires de la société Cogelec Développement elle-même, dans les cas où les ADP R seraient rachetées à une valeur ne correspondant pas à leur juste valeur, et pourvu que ces ADP R ne soient pas réparties entre les actionnaires de la société Cogelec Développement au prorata de leur détention d'actions ordinaires (auquel cas le boni de cession serait de toute façon réparti équitablement).

Nous précisons, à ce titre, que les ADP R (i) ont fait l'objet d'un rachat à leur valeur nominale, (ii) sont réparties entre les actionnaires de la société Cogelec Développement, autres que Raise Investissement, au prorata de leur détention d'actions ordinaires, et (iii) représentent un montant non significatif.

Au cas d'espèce, nous avons analysé le pacte d'actionnaires de la société Cogelec Développement, et notamment le mécanisme d'écoulement existant entre les différentes catégories d'actions présentes au capital de la société Cogelec Développement. Il ressort de nos analyses que la valeur nominale des ADP R est cohérente avec leur juste valeur.

Ainsi, le rachat et l'annulation des ADP R préalablement à l'acquisition du Bloc de Contrôle ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.2 - Engagement d'apport de la société H.R.C

En date du 31 juillet 2025, et dans le cadre de la signature du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, la société H.R.C s'est engagée à apporter à l'Offre les actions qu'elle détient au capital de la Société, pour une valeur par action correspondant au Prix d'Offre.

L'analyse de cet engagement n'appelle pas de commentaires de notre part.

Ainsi, l'engagement d'apport de la société H.R.C n'est pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.3 - Résiliation du contrat de prestation de services avec la société H.R.C

En date du 23 avril 2018, le Groupe et la société H.R.C ont conclu un contrat de prestation de services portant sur la réalisation par la société H.R.C de prestations permettant d'assurer le développement des activités techniques et commerciales du Groupe (étant précisé que ce contrat a été amendé en date du 23 avril 2018 sans que ses principales dispositions contractuelles ne se trouvent modifiées).

Aux termes de ce contrat, les prestations fournies par la société H.R.C peuvent être décomposées en deux grandes typologies :

- les prestations techniques, avec la définition et la mise en œuvre de la politique de financement de l'innovation, et la direction des projets de R&D (apport d'expertise, définition des modalités de réalisation, création d'offres, suivi d'industrialisation des produits) ;
- les prestations commerciales, avec la définition de la stratégie commerciale et marketing, la détermination des marchés et le suivi de leur évolution, le suivi de la pertinence des offres par rapport aux besoins clients et de l'avancée technologique du panorama concurrentiel, la mise en place des actions commerciales, l'étude et l'analyse de l'impact de ces actions, et la veille concurrentielle.

Conclu pour une durée d'un an et prorogeable par tacite reconduction, la rémunération associée à la réalisation des prestations par la société H.R.C se décompose de la manière suivante :

- un montant fixe annuel de 695k€, payable par douzième (mensuellement), et réparti entre un montant fixe annuel de 377k€ au titre des prestations techniques, et un montant fixe annuel de 318k€ au titre des prestations commerciales ;
- un montant variable, plafonné au montant fixe annuel, relatif à la réalisation de jalons commerciaux, et correspondant à 2,5% de la fraction de l'EBITDA consolidé inférieure ou égale à 10,0m€, plus 1,25% de la fraction de l'EBITDA consolidé supérieure à 10,0m€.

En outre, les frais engagés par la société H.R.C en lien avec la réalisation des prestations susmentionnées sont également refacturés au Groupe.

Au cas d'espèce, les prestations fournies ont engendré pour le Groupe des quantum de charges respectifs de 998k€ au titre de l'exercice 2024, 966k€ au titre de l'exercice 2023, et 855k€ au titre de l'exercice 2022.

Cette charge est incluse au niveau du poste « rémunération d'intermédiaires et honoraires » du poste de charges externes présent au niveau du compte de résultat consolidé du Groupe.

Tandis que les termes et conditions du contrat de prestations de service conclu entre la société H.R.C et le Groupe correspondent à des pratiques usuelles, nous comprenons de nos échanges avec le Management que la rémunération associée à la réalisation des prestations correspond à des conditions de marché.

La conclusion du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle a pour effet d'entraîner la résiliation du contrat de prestation de services en vigueur entre le Groupe et la société H.R.C, avec une fin des prestations et charges associées en date du 31 décembre 2025. L'acte de résiliation du contrat de prestation de services a été conclu en date du 6 octobre 2025, avec effet au 31 décembre 2025.

A ce titre, nous avons tenu compte des effets liés à la résiliation du contrat de prestation de services entre le Groupe et la société H.R.C au niveau de notre analyse multicritère.

Cette opération n'appelle pas de commentaires de notre part et n'est pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

5.4 - Mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites

Concomitamment au déroulement de l'Offre, l'Initiateur proposera à chaque attributaire d'actions gratuites au capital de la Société encore en période d'acquisition à la date de règlement-livraison de l'Offre de conclure un mécanisme de liquidité basé sur des promesses de vente et d'achat (promesses croisées).

Nous avons analysé le modèle de promesses unilatérales d'achat et de vente de titres annexé au contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, explicitant les modalités associées au mécanisme de liquidité.

Au cas d'espèce, les actions gratuites attribuées au titre des plans d'AGA 2024-01, 2024-02-01, 2024-02-02, 2024-02-03, 2024-03, 2024-02-01 bis, 2024-02-02 bis et 2024-02-03 bis, représentant un maximum de 455.000 actions, dont 15.000 sont caduques à la date du présent rapport (voir section 3.1.1), sont actuellement en période d'acquisition, de telle sorte qu'elles ne peuvent pas être apportées à l'Offre.

Par conséquent, l'Initiateur s'engagera irrévocablement à racheter ces actions dans un délai de 45 jours ouvrables suivant la fin de leur période d'acquisition (le 26 juillet 2027), si un bénéficiaire souhaite les céder (ci-après la « Promesse d'Achat ». Réciproquement, chaque bénéficiaire s'engagera de manière irrévocable à vendre ces actions à l'Initiateur dans un délai de 20 jours ouvrables après la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat, si l'Initiateur souhaite les acquérir (ci-après la « Promesse de Vente »).

L'exercice des promesses de vente et d'achat sera soumis à une condition préalable de défaut de liquidité, défini comme (i) l'arrêt de la cotation des actions émises par la Société sur le marché Euronext Growth ou sur un autre marché réglementé ou non à Paris, ou (ii) l'insuffisance⁶ des volumes moyens d'échanges de l'action Cogelec sur un période de 3 mois glissant à compter du 1^{er} janvier 2027.

La Promesse d'Achat et la Promesse de Vente pourront être exercées à un prix à déterminer à dire d'expert (au cas d'espèce le cabinet Alvarez et Marsal), qui devra accomplir sa mission en respectant les principes du contradictoire et de l'égalité entre actionnaires.

Dans le cadre de la détermination du prix par action, l'expert devra mettre en œuvre une analyse multicritère de la valeur par action de la Société cohérente avec les usages de la profession, en tenant compte notamment de son modèle économique, mais également avec la méthodologie utilisée pour la détermination de la valeur par action de la Société en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Il s'appuiera notamment sur les derniers comptes annuels consolidés du Groupe disponible pour parvenir à ses conclusions.

Par exception à ce principe, les actions gratuites dont la fin de période d'acquisition surviendrait dans les six mois suivant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire seront acquises à un prix par action correspondant à celui du retrait obligatoire.

En cas de distribution par la Société intervenant entre l'exercice et la réalisation de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de Vente, la valeur par action de la Société sera réduite jusqu'à due concurrence.

Ainsi, le mécanisme de liquidité précédemment décrit n'a pas pour effet d'avantager certains actionnaires de manière particulière, mais vise uniquement à répondre à un besoin éventuel de liquidité.

⁶ i.e. un volume moyen des échanges de l'action Cogelec sur une période de 3 mois glissant inférieure de plus de 30% à la moyenne du volume des échanges de l'action Cogelec entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre 2024, étant précisé que Legrand doit détenir, directement ou indirectement et par assimilation, au moins 85% du capital social de la Société pour que la clause s'applique.

Il est également important de souligner que ces dispositifs exposent leurs bénéficiaires à une fluctuation de la valeur de leurs actions gratuites, en fonction d'une part des performances opérationnelles et financières du Groupe, mais également de l'évolution des conditions de marché. Ces mécanismes ne garantissent donc aucune valeur et ne portent ainsi pas atteinte au principe d'égalité de traitement entre tous les actionnaires du Groupe.

Les termes et conditions du mécanisme de liquidité qui devrait être mis en place au bénéfice des attributaires d'actions gratuites ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu, à la date du présent rapport, d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier d'éventuelles observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et fait ressortir les primes (+) ou décotes (-) suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement Présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offerte par le prix d'Offre de 29,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes retenues à titre principal :					
Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle				29,00 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	23,94 €	25,97 €	28,43 €	28,06 €	3,4%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 8 juillet 2025)		26,50 €		26,50 €	9,4%
Cours moyen pondéré 20 jours**		n/a		25,63 €	13,2%
Cours moyen pondéré 1 mois**		25,49 €		n/a	
Cours moyen pondéré 60 jours**		24,22 €		24,20 €	19,8%
Cours moyen pondéré 120 jours**		n/a		20,65 €	40,5%
Cours moyen pondéré 6 mois**		20,52 €		n/a	
Cours moyen pondéré 180 jours**		n/a		19,46 €	49,0%
Cours moyen pondéré 250 jours**		n/a		17,85 €	62,5%
Cours moyen pondéré 12 mois**		17,87 €		n/a	
Méthodes retenues à titre indicatif :					
Méthode des comparables boursiers	17,15 €		24,62 €	25,86 €	12,1%
Méthodes écartées :					
Référence à l'Actif Net Comptable		1,24 €		1,24 €	2238,4%
Méthode des transactions comparables	17,47 €		17,90 €	n/a	n/a

n/a : non applicable

** Calcul des cours moyen pondérés au 08/07/2025

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient indirectement 5.347.065 actions du capital du Groupe, à la suite de la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle, dont le *closing* a eu lieu en date du 7 octobre 2025. En incluant les actions en auto-détention, soit 600.611 actions, l'Initiateur détient indirectement 5.947.676 actions, soit 66,84% du capital du Groupe et 79,28% de ses droits de vote.

Le 9 juillet 2025, l'Initiateur a fait connaître au marché son intention de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, visant à acquérir l'intégralité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement, soit 2.950.372 actions représentant 33,16% du capital et 20,72% des droits de vote de la Société, au prix de 29,00€ par action.

L'opération s'inscrit dans la stratégie de croissance externe de l'Initiateur et une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société.

Le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement indirect par l'Initiateur du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, et revêt ainsi un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, et si les conditions sont réunies, une procédure de Retrait Obligatoire sera mise en œuvre par l'Initiateur afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 29,00€, égale au Prix d'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Cogelec du système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris.

En dehors du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires de Cogelec. Elle permet aux actionnaires de Cogelec qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action du Groupe fait ressortir des valeurs :

- de 29,00€ pour la référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle (méthode retenue à titre principal) ;
- de 28,06€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;
- comprises entre 24,20€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 26,50€ (cours spot au 8 juillet 2025) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre principal) ;
- de 25,86€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre indicatif).

Le prix offert de 29,00€ par action dans le cadre de l'Offre :

- est égal à la valeur ressortant de la référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle ;
- présente une prime de 3,4% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime comprise entre 13,2% (cours moyen pondéré 20 jours) et 19,8% (cours moyen pondéré 60 jours) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 12,1% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

En outre, l'examen des éléments connexes à l'Offre, à savoir le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, l'engagement d'apport à l'Offre de la société H.R.C, la résiliation du contrat de prestations de services en vigueur entre la société H.R.C et le Groupe, et le mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites, nous permet de conclure que ceux-ci ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal au prix constaté lors de l'acquisition du Bloc de Contrôle, et présentant des primes sur les méthodes d'évaluation retenues à titre principal mises en œuvre par nos soins.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, proposant un prix de 29,00€ par action Cogelec, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Cogelec.

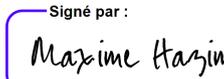
Fait à Levallois-Perret, le 14 octobre 2025

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Signé par :

1BE261BC0E384A6...

Olivier Grivillers

Signé par :

226D698C84274DA...

Maxime Hazim

8 - Annexe – Lettre de mission



Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret

A l'attention de Messieurs Olivier Grivillers et Maxime Hazim

Mortagne-sur-Sèvre, le 28 août 2025

Messieurs,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Cogelec (l'« **Offre** ») initiée par Legrand France (« **Legrand** » ou l'« **Initiateur** »), le Conseil d'administration de Cogelec doit nommer un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application de l'article 261-1-I, 2° et 4° et 261-1-II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).

A cette fin, le Conseil d'administration de Cogelec a constitué, le 8 juillet 2025, un comité *ad hoc* afin de (i) proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, (ii) assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et (iii) préparer un projet d'avis motivé du Conseil d'administration concernant le projet d'Offre (le « **Comité ad hoc** »).

Le Comité *ad hoc* a recommandé votre cabinet au Conseil d'administration de Cogelec lors de sa réunion du 28 août 2025, sur la base de votre proposition de services détaillée.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration de Cogelec vous a désigné le 28 août 2025 en qualité d'expert indépendant et m'a mandaté aux fins de signer la présente lettre de mission, dont le contenu a été validé par le Comité *ad hoc*.

1) Objectifs de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'Offre, pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, d'un point de vue financier pour les actionnaires de Cogelec, fera l'objet d'une expertise indépendante.

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Cogelec qui sera proposé aux actionnaires de Cogelec et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre, notamment dans la perspective d'un retrait obligatoire.

1

COGEELEC - ZI de Maunit- 370, rue de Maunit- 85290 MORTAGNE SUR SEVRE - Tél. : +33 2 51 65 05 79- Fax : +33 2 51 61 45 83-
www.cogelec.fr

SA au capital de 4 004 121,60 € - RCS 433 034 782 La Roche-sur-Yon - N° TVA intracommunautaire FR42 433034782



2) Calendrier de la mission

Le calendrier indicatif de l'opération serait le suivant :

Date	Action
8 juillet 2025	Constitution du Comité <i>ad hoc</i> par le Conseil d'administration de Cogelec composé de trois administrateurs dont deux indépendants
28 août 2025	Conseil d'administration nommant l'expert indépendant sur recommandation du Comité <i>ad hoc</i> de Cogelec
	Signature de la lettre de mission de l'expert indépendant nommé par le Conseil d'administration de Cogelec
Entre début septembre 2025 et début octobre 2025	Travaux de la banque présentatrice sur la valorisation des actions Cogelec
	Travaux de l'expert indépendant et interactions entre l'expert indépendant, la banque présentatrice et le Comité <i>ad hoc</i>
17 septembre 2025	Annnonce des résultats semestriels 2025 de Cogelec
Entre début octobre 2025 et mi-octobre 2025	Interactions entre l'expert indépendant et le Comité <i>ad hoc</i> en vue de la finalisation du rapport de l'expert indépendant
Mi-octobre 2025	Remise du rapport d'évaluation de la banque présentatrice
	Remise du rapport de l'expert indépendant
	Conseil d'administration de Cogelec délivrant un avis motivé sur l'Offre sur la base notamment du rapport de l'expert indépendant
	Dépôt du projet d'Offre par Legrand auprès de l'AMF comprenant le projet de note d'information de Legrand
	Dépôt concomitant du projet de note en réponse par Cogelec auprès de l'AMF, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant
Début novembre 2025	Collège de l'AMF se prononçant sur la conformité de l'Offre
Début novembre 2025	Ouverture de l'Offre (10 jours de bourse)
Seconde quinzaine de novembre 2025	Clôture de l'Offre
	Avis annonçant les résultats de l'Offre et publié par l'AMF
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	Mise en œuvre du retrait obligatoire si les conditions réglementaires sont réunies à l'issue de l'Offre

2

COGEELEC – ZI de Maunil- 370, rue de Maunil- 85290 MORTAGNE SUR SEVRE - Tél. : +33 2 51 65 05 79- Fax : +33 2 51 61 45 83-

www.cogelec.fr

SA au capital de 4 004 121,60 € - RCS 433 034 782 La Roche-sur-Yon - N° TVA Intracommunautaire FR42 433034782



Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai. Ainsi, le rapport de l'expert indépendant serait finalisé mi-octobre 2025 selon le calendrier indicatif susvisé.

3) Cadre réglementaire de votre mission

Vos diligences seront effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF relative à l'expertise indépendante.

4) Méthodologie envisagée

L'évaluation de Cogelec sera effectuée en application de la réglementation de l'AMF qui prévoit la mise en œuvre d'une approche multicritères.

A ce titre, les méthodes d'évaluation suivantes pourraient, le cas échéant, être appliquées :

- Référence au prix de l'Acquisition du bloc d'actions

Il sera effectué une analyse de l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc d'actions auprès d'actionnaires de la holding de la société Cogelec représentant indirectement environ 60% du capital de Cogelec (l'« **Acquisition** »), qui sera réalisée préalablement au dépôt de l'Offre, incluant le prix proposé.

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société (marchés, endettement...). La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs d'exploitation, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (EBITDA, EBIT ...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.



- Analyse des notes d'analystes

Une analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence, le cas échéant, aux objectifs de cours des analystes.

5) **Conflits d'intérêts**

Nous avons compris que Monsieur Olivier Grivillers, Monsieur Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés concernées et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020, prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

Vous nous avez notamment précisé que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés et personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de Cogelec au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Et que vous attestiez donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

6) **Approche de la mission**

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

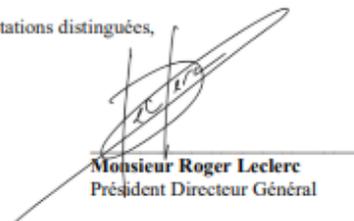
1. Des entretiens avec le management du groupe Cogelec ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur, avocats, conseils de la cible...),
2. L'analyse de l'Acquisition du bloc d'actions par l'Initiateur auprès d'actionnaires de la holding de la société Cogelec représentant indirectement environ 60% du capital de Cogelec, qui sera réalisé préalablement à l'Offre,
3. L'analyse des états financiers historiques des comptes consolidés clos le 31 décembre 2024, 2023 et 2022 et des comptes semestriels au 30 juin 2025 et 2024,
4. L'analyse de l'atterrissage 2025, du budget 2026 et du plan d'affaires prévisionnel de la société,
5. L'analyse des accords connexes conclus dans le cadre de l'Offre,
6. L'analyse du cours de bourse de Cogelec,



7. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère le groupe Cogelec et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
8. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
9. L'analyse des éventuelles synergies issues du rapprochement du groupe Cogelec et de l'Initiateur,
10. L'analyse des notes des analystes suivant la valeur du groupe Cogelec,
11. La présentation des résultats de vos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à votre fourchette de valeurs,
12. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur,
13. L'analyse de la note en réponse à l'Offre (hors rapport de l'expert indépendant),
14. La rédaction de votre rapport et les échanges avec l'AMF et, le cas échéant, avec les actionnaires minoritaires de Cogelec.

Si les termes de la présente lettre vous agrément, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « bon pour accord ».

Je vous prie de croire, Messieurs, à l'expression de nos salutations distinguées,



Monsieur Roger Leclerc
Président Directeur Général