

Novembre 2022

Cabasse

Secteur : Electronique

France

Code ISIN : FR001400DIY6

Mnémonique : ALCAB

Calendrier

NC

Actionnariat

- Cabasse Group : 99,99%

- Alain Molinié 0% (10 actions)

Valorisation

Valorisation de marché 11,2 M€ soit 9,42 € / action

Valorisation fondamentale 14,2 M€ soit 12,4 € / action

Données Financières

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CA (M€)	8,1	11,0	11,6	14,1	17,0
Evolution (%)	28,1%	35,9%	5,1%	21,3%	21,0%
EBE (M€)	0,0	0,3	0,5	1,2	1,9
REX (M€)	-0,6	-0,3	-0,1	0,5	1,2
Marge d'explt (%)	-0,5%	2,9%	4,3%	8,4%	11,3%
Res. Net. Pg (M€)	-0,5	-0,2	0,0	0,6	1,3
Marge nette (%)	-5,6%	-2,0%	0,3%	4,5%	7,8%

Ratios Financiers (prix de marché)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VE / CA			1,2	1,0	0,8
VE / EBE			28,5	12,4	7,4
VE / ROP			ns	29,9	12,1
P / E			ns	23,0	10,7
Gearing (%)	569%	1478%	132%	113%	70%
Dette nette / EBE	ns	15,8	6,2	2,9	1,6

Analyste :

Christel CLEME (Cleme Finance)

christel@clemefinance.com

06 69 46 12 64

La Perle du Son

Présentation de Cabasse

Cabasse est une entreprise française qui conçoit et commercialise mondialement des solutions Hi-Fi haut de gamme destinées aux particuliers et professionnels.

Fondée en 1950 par Georges Cabasse, la Société s'est toujours attachée à rechercher une parfaite restitution de la musique et des sons sans aucune altération, coloration ou distorsion.

Reprise depuis 2014 par Cabasse Group (ex-AWOX), la société a pu bénéficier de l'expertise logicielle (connectivité, application, ...) de sa maison-mère pour devenir un pionnier des enceintes connectées. Elle bénéficie aujourd'hui d'une réelle avance technologique avec 16 brevets dans les technologies de l'acoustique, du traitement du signal et de la connectivité.

Parallèlement, **son portefeuille de produits est l'un des plus larges du secteur** et intègre : un vaste choix d'enceintes équipées de hauts parleurs coaxiaux, fruits de l'innovation Cabasse, des solutions Home Cinéma et des solutions haut de gamme connectées avec la collection THE PEARL qui porte la croissance des ventes depuis 2018.

Une stratégie ambitieuse de leadership sur le très haut de gamme

Grâce à des lancements réguliers de produits innovants (2 par an avec un potentiel annuel de ventes de 1 à 2 M€ en « vitesse de croisière »), à la signature de vingt nouveaux contrats de distribution export en deux ans (38 au total) et à des partenariats avec des grands groupes du luxe, la société est prête à poursuivre son expansion pour dominer le segment de l'audio haut de gamme sans fil.

Ce **marché « Luxury Wireless Audio »** est un sous-segment du « Luxury Home Audio » : selon le management, **il représente déjà 100 M\$ (sur 1,1 Md\$) en 2020 et devrait atteindre 500 M\$ (sur 1,4 Md\$) d'ici 2028 soit +21% par an.**

Des perspectives financières attractives

Après deux exercices en forte croissance (+28% en 2020 et +36% en 2021), l'exercice 2022 est impacté par la crise ukrainienne et des retards de livraisons de composants (CA +5%E). **A compter de 2023, la société retrouverait son rythme de croissance à plus de 20%** porté par des lancements de produits en phase avec les attentes du marché et l'ouverture de nouveaux pays : ceci permet d'estimer **un chiffre d'affaires de 20 M€ à horizon 3 ans contre 11 M€ fin 2021 avec plus de 80% d'export (contre 50% à date).**

En termes de rentabilité, le management anticipe **un taux d'EBITDA/CA (post CIR) porté à 15% contre 5% fin 2021** (en EBE/CA) grâce à la solide maîtrise de ses approvisionnements, la montée en gamme de son mix produits et des dépenses fixes contenues. **L'EBE serait ainsi multiplié par plus de 5,5 entre 2021 et 2025.**

Le renforcement des fonds propres attendu dans le cadre de l'IPO permettra un début de redressement de la structure bilanciale.

Une valorisation fondamentale de 12,7 M€ pré-money

Pour cet acteur dynamique de l'audio haut de gamme, nos méthodes d'évaluation aboutissent à une valorisation fondamentale de 14,2 M€ post-money soit 12,7 M€ pré-money.

Forces

- Expertise industrielle et technologique du management
- Attractivité et caractère iconique de la marque
- R&D intégrée et réactive + portefeuille de brevets
- Portefeuille produits dense et reconnu sur le haut de gamme
- Dynamisme deancements de nouveaux produits

Faiblesses

- Taille (par rapport aux acteurs globaux de l'audio)
- Structure bilancielle pré-money

Opportunités

- Marché de l'audio de luxe en phase d'ouverture aux CSP+
- Internationalisation des ventes
- Percée auprès des grands groupes de luxe sur leurs projets audio

Menaces

- Concurrence potentielle d'acteurs établis dans le Luxury (non connecté) qui pourrait aller sur le wireless
- Difficultés sur les approvisionnements et le transport
- Impact potentiel d'un ralentissement économique sur les segments d'entrée de gamme

Méthodes de valorisation

DCF

Avec un taux d'actualisation de 13,4%, la méthode des DCF aboutit à une **valorisation centrale post-money de 14,3 M€** en intégrant :

- le plan prévisionnel détaillé jusqu'en 2025 puis, pour la période 2026-2031, un ralentissement progressif de la croissance des ventes, un taux d'EBIT/CA cible de 13% (soit un taux d'EBITDA/CA (post CIR) de 16,3%) ainsi qu'un relatif maintien des niveaux d'investissement et de BFR ; nous avons tenu compte des reports déficitaires disponibles à fin 2021 directement dans les flux ;
- un taux d'actualisation de 13,4% intégrant un coût des fonds propres de 15,7% (taux sans risque de 2,68%, une prime de risque de marché de 6,52% et un bêta de 2) et un coût de la dette de 2,5% avant IS ;
- un taux de croissance à l'infini de 1,5%,
- une situation financière retraitée des opérations financières attendues en 2022 et intégrant l'affacturage.

Comparables boursiers

Nous avons retenu un échantillon composé des trois acteurs côtés de l'audio : Sonos, Focusrite et Bang & Olufsen.

A partir des multiples 2022 de VE/CA et VE/EBITDA appliqués aux agrégats 2022 et 2025 de Cabasse, cette méthode aboutit à une **évaluation centrale post money de 11,3 M€**.

Transactions

Nous avons retenu les données du dernier LBO sur l'acteur français Vervent Holding (marques Focal et Naim) et du rachat de Pro Audio par Focusrite.

Nous avons appliqué les multiples de VE/CA et VE/EBITDA aux agrégats 2022 et 2025 de Cabasse. Cette méthode aboutit à une **valeur des titres centrale post-money de 18,4 M€**.

Synthèse de la valorisation

En pondérant les trois méthodes, la valorisation centrale de Cabasse ressort à **14,2 M€ post-money soit 12,7 M€ pré-money**.

Les atouts des produits de Cabasse

ACOUSTIQUE & AMPLIFICATION



+70 ans de R&D acoustique
 Son haute résolution
 Amplification active (DSP)
 Drivers
 >16 brevets

+

ESTHÉTISME & DESIGN



LifeStyle
 « Home integration »
 Compact
 Qualité des matériaux

+

SIMPLICITÉ & ERGONOMIE



+20 ans de R&D connectivité et logiciel
 Firmware
 Wireless
 Multi-room
 Multi-Source
 Cloud & services audio

1	Le contexte de l'opération	4
2	Un acteur innovant de l'audio de luxe	5
2.1	Histoire et place de Cabasse dans Cabasse Group (ex-Awox)	5
2.2	Un portefeuille de produits étoffé et des lancements continus	8
2.3	Une innovation au cœur de l'ADN de l'entreprise	11
2.4	Une fabrication intégrée et des circuits de distribution maîtrisés	12
2.5	Des résultats financiers en redressement	15
3	Un marché des solutions audio de luxe en pleine effervescence	19
3.1	Un marché audio porté par les innovations sans fil	19
3.2	Un positionnement concurrentiel attractif de Cabasse	20
4	Une stratégie solide et des perspectives financières élevées	23
4.1	Une stratégie ambitieuse d'innovation et d'internationalisation	23
4.2	Une forte progression des indicateurs financiers dès 2023	24
5	Valorisation	26
5.1	La méthode des comparables boursiers	26
5.2	La méthode des transactions comparables	26
5.3	La méthode des DCF	27
5.4	Synthèse	27
6	Données Financières	28
6.1	Compte de résultat simplifié	28
6.2	Bilan simplifié	28
6.3	Tableau de flux	28
6.4	Avertissement complémentaire	29

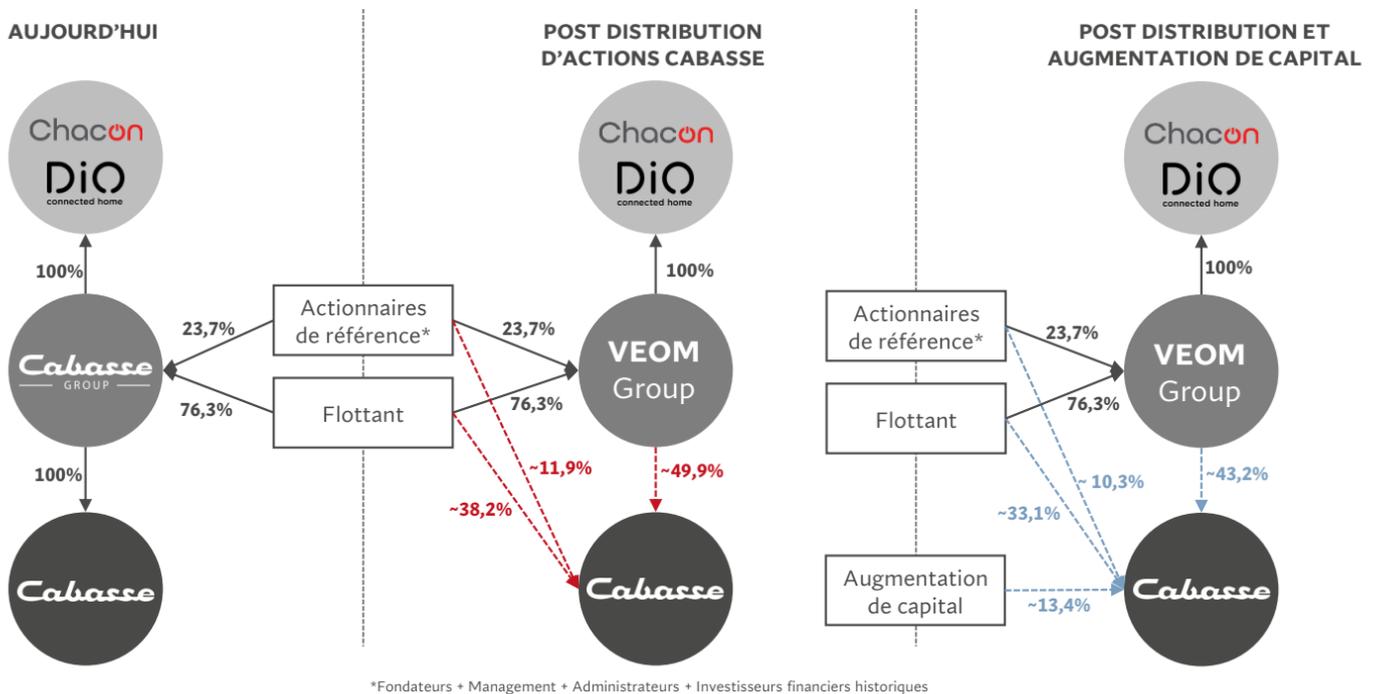
1 Le contexte de l'opération

Cabasse appartient à Cabasse Group (ex-Awox) qui souhaite aujourd'hui donner son indépendance boursière à sa filiale.

✓ Schéma de l'opération

1. Cotation directe de Cabasse sur Euronext Growth à Paris par distribution de 50,1% du capital de Cabasse à tous les actionnaires de Cabasse Group,
Distribution exceptionnelle en nature à concurrence de 1 action Cabasse pour 5 actions Cabasse Group,
Changement de la dénomination de Cabasse Group en VEOM Group.
2. Augmentation de capital de Cabasse d'un montant cible de 1,5 M€ dont une partie potentielle par conversion des courants résiduels détenus par Cabasse Group à hauteur de 1,4 M€ au 30/09/22.

La distribution de titres de Cabasse et l'augmentation de capital sont réalisées sur la base d'une valorisation pre-money de 9,7 M€ (9,42 € par action) égale à la valeur comptable des titres Cabasse dans les comptes de Cabasse Group au 30 juin 2022.



*Fondateurs + Management + Administrateurs + Investisseurs financiers historiques

Source : Cabasse

On note également qu'une attribution gratuite de BSA (pouvant représenter un apport en numéraire maximum de 1,12 M€) est prévue pour fidéliser les actionnaires et qu'un projet d'obligations convertibles est à l'étude pour un montant pouvant aller de 1,5 à 3 M€ (ces deux éléments ne sont pas inclus dans nos estimations).

✓ Objectifs de l'opération

- Permettre aux investisseurs de mieux distinguer les stratégies des deux principales activités de Cabasse Group :
 - o Chacon & DIO Home : stratégie « Smart Home », avec des produits grand public, distribués au sein d'enseignes de grande distribution (GSA, GSB, GSS)
 - o Cabasse : stratégie « Luxury Wireless Audio », avec des solutions haut de gamme, distribuées par des réseaux et revendeurs spécialisés
- Doter Cabasse et Chacon & DIO Home d'une identité indépendante et de leur propre vie boursière ;
- Faciliter l'allocation d'actifs des investisseurs : Luxe pour Cabasse vs. Fabrication et distribution de produits électriques pour Chacon & DIO Home.

2 Un acteur innovant de l'audio de luxe

Cabasse Group (ex-AwoX) souhaite introduire en bourse sa filiale spécialisée dans les produits audio Cabasse. Depuis sa reprise en 2014, cette entité a réussi à redynamiser ses ventes en s'internationalisant et en intégrant la technologie sans fil dans ses produits avec en point d'orgue le lancement de la gamme d'enceintes The Pearl en 2018.

2.1 Histoire et place de Cabasse dans Cabasse Group (ex-AwoX)

Le groupe Cabasse

Cabasse Group (ex AwoX) est un groupe européen pure-player des technologies et des objets connectés dédiés à l'univers du Smart Home (Maison intelligente) créé en 2003 par Messieurs Alain Molinié et Eric Lavigne. Dédié aux technologies d'interconnectivité des produits de la maison, le groupe a participé, depuis ses débuts, à l'élaboration, la normalisation et la certification des standards en France de la maison connectée d'aujourd'hui.

Avec une centaine de collaborateurs, le groupe est présent sur les segments dynamiques du marché de la Smart Home :

- L'audio haute-fidélité sous la marque Cabasse,
- La domotique et solutions pour le confort de la maison sous la marque DIO,
- Les équipements vidéo/sécurité et accessoires électriques sous la marque Chacon.

Cabasse Group est coté sur le marché Euronext Growth (FR001350102 ALCG). Son actionnariat est marqué par un flottant important (75%) aux cotés des actionnaires de références (fondateurs, managers, administrateurs et investisseurs financiers pre-IPO).

Principaux agrégats Cabasse Group

Indicateurs financiers			Répartition du CA 2021 Cabasse group par activités	Contribution à l'EBITDA des entités (en M€) n 2021		
En M€	2020	2021				
CA	29,8	30,5				
EBITDA	0,7	1,2				
% CA	2,3%	3,8%				
REX	-1,3	-0,5				
Résultat net	0,2	-1,6				
En M€	2020	2021				
Fonds propres	7,5	6,0				
Dette nette	8,0	12,1				

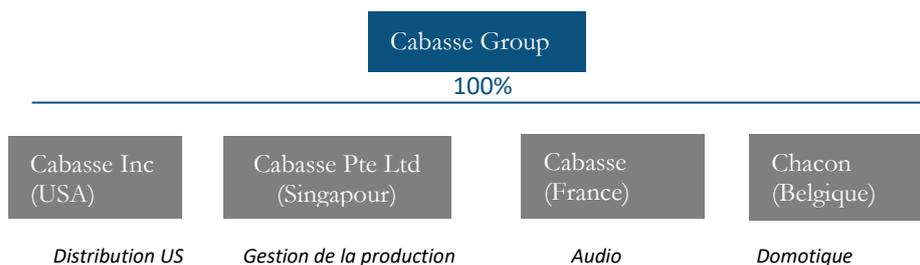
Source : Cabasse Group

Cabasse Audio	Chacon Dio Home	Home & Technologies
CA 2021 : 11 M€ (+36%/2020)	CA 18 M€ (-5%/2020)	CA 1,5 M€ (+42%/2020 retraité)
<p>La société Cabasse, fondée en 1950, et acquise fin 2014, propose l'une des gammes de produits les plus étendues du marché de la Haute-Fidélité. Dotée d'un savoir-faire reconnu en acoustique, les synergies avec Cabasse Group ont permis de marier excellence acoustique et maîtrise complète des technologies de connectivité (streaming) pour bâtir des produits uniques.</p>	<p>Le groupe belge Chacon, acquis fin 2018, propose une large gamme de 1.500 produits, composée de produits domotiques sous marque Dio pour le confort de l'habitat (prises, interrupteurs, commande de volet roulant,...), de produits de Vidéo-sécurité (caméras, visiophones, équipements de vidéosurveillance, alarmes ...), et aussi de produits électriques plus traditionnels.</p>	<p>En septembre 2020 et après avoir créé, ex-nihilo, un acteur majeur de l'éclairage connecté, avec des millions de produits vendus sous la marque AwoX lighting, le Groupe a cédé une grande partie de cette division devenue non stratégique en termes de taille critique (représentant 8% du CA et 3% des actifs) au groupe autrichien Eglo Leuchten, leader européen des luminaires. Il reste encore une petite activité d'éclairage connecté.</p>

La place de Cabasse dans le groupe

La société Cabasse est détenue à 100% (*) par Cabasse Group.

Organigramme juridique Groupe Cabasse



Source : Cabasse

(*) Alain Molinié détient 0,01% du capital de Cabasse

La Société bénéficie de l'apport de Cabasse Group sur plusieurs aspects :

- la gestion financière : via un compte courant (arrêté post IPO) et une couverture de change ;
- le management via des conventions de prestations de services avec les holdings d'Alain Molinié (Président, 150 K€ +30 K€ de variable) et de Frédéric Pont (Directeur Général Délégué en charge des Finances, 136 K€ + 30 K€ de variable) ;
- l'utilisation de la technologie via une concession de licence (408 K€ / an) auprès de Cabasse Group sur la partie Soft Streaming ;
- la distribution de ses produits aux USA via la société Cabasse Inc (rémunérée par une marge de 5% sur le coût des prestations) ;
- la gestion de la production des produits par des fabricants asiatiques via la société Cabasse Pte Ltd (Singapour) qui s'assure que les sous-traitants sélectionnés fabriquent les produits selon le cahier des charges établi et procède à des tests qualité aléatoires sur sites (marge de 5% sur le coût des prestations fournies) ;
- le marketing, la communication, le design artistique, une partie de la gestion administrative (autour de 230 K€/an).

Histoire de Cabasse

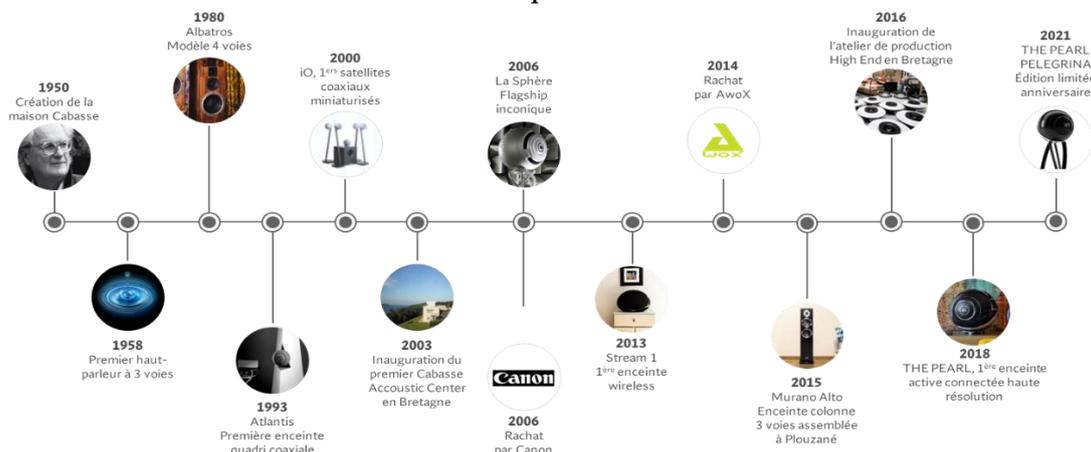
Descendant de plusieurs générations de luthiers français, Georges Cabasse, ingénieur en électricité, est passionné de musique et poursuit un rêve : celui de la reproduction parfaite du son des concerts qu'il affectionne tant. Constatant que les fabricants de l'époque « sont peu sensibles à la distorsion », Georges Cabasse décide de fonder, en 1950, la maison Cabasse afin d'offrir un son juste, sans aucune modification, sans la moindre distorsion ou coloration et retrouver l'émotion musicale originelle. L'aventure commence à Neuilly sur Marne avec la création de la Maison du haut-parleur. Puis en 1960, Georges Cabasse imagine à Brest un lieu inédit entièrement dédié au son parfait. Tous les corps de métiers nécessaires (menuiserie, mécanique, électrolyse, câblage, montage...) sont réunis pour assurer le développement et la production des premiers produits Cabasse à destination du grand public et des professionnels. Cabasse va dès lors devenir l'un des rares pionniers constructeurs d'enceintes également concepteurs d'électronique haute-fidélité.

Dates marquantes :

- 1950 Création de Cabasse
- 1952 : Création des premiers haut-parleurs co-axiaux (innovation marquante qui continue à apporter aux produits Cabasse cette qualité de restitution si spécifique à la marque)
- 2006 : Rachat par le groupe japonais d'électronique, Canon
- 2014 : Rachat pour 2 M€ par Awox (devenu Cabasse Group), avec la vision de faire collaborer les équipes d'ingénieurs acoustiques de Cabasse et informatiques d'Awox pour développer des solutions connectées haut-de-gamme innovantes et capter le marché émergent du « Luxury Wireless Audio»
- 2018 : Lancement de « The Pearl », la première enceinte haut-de-gamme connectée (8 nouveaux systèmes The Pearl ont été lancés depuis, en faisant la plus large gamme de produits audio connectés de luxe).

Au 31/12/2021, 12 M€ ont été investis par Cabasse Group dans Cabasse en incluant les investissements réalisés et le prix d'achat.

Historique Cabasse



Source : Cabasse

Des projets emblématiques

Depuis 1950, Cabasse s’est aussi illustrée dans la réalisation de projets exceptionnels comme :



1952
LE GRAND REX
Sonorisation de la première salle de France équipée en Cinémascope.
Création du Diphone, premier haut-parleur coaxial.



1984
LE DÉFI TECHNIQUE DE LA GÉODE
Sonorisation forte puissance, en haute-fidélité, sans compression ni coloration du seul cinéma Omnimax au monde.
Cabasse innove avec des clusters 4 voies et des filtres spéciaux, le tout formant 12 points de diffusion, plus 4 subwoofers.

1988

LE PORTE-AVION CHARLES DE GAULLE
Équipement des 10 enceintes du porte-avion nucléaire Charles de Gaulle afin de permettre l'émission des ordres à l'équipage avec une puissance acoustique jusqu'à 136 dB !



Source : Cabasse

Un management expérimenté et une organisation opérationnelle intégrée

A côté de fonctions partagées avec Cabasse Group représentant environ 12 personnes équivalent temps plein, Cabasse dispose de sa propre organisation intégrée avec 30 salariés (27 fin 2021) notamment en R&D, direction commerciale et production. Son management est expérimenté.

Management de Cabasse

Alain Molinié	Frédéric Pont
Président Directeur Général	Directeur général délégué
	
<p>Ingénieur Centrale Marseille et Master Columbia (NY), Alain MOLINIE a commencé sa carrière en tant qu'ingénieur logiciel au Lamont (New York), puis a été responsable des achats et de la logistique de production chez Axiohm, fondateur et président de la société Smartcode Technologie rachetée par le groupe 3Com en 1999, puis Directeur Général de Palm Computing Europe.</p>	<p>Diplômé d'expertise comptable, Frédéric PONT a évolué au sein du cabinet d'audit KPMG avant d'être associé au sein du cabinet Deloitte puis d'intégrer l'équipe de Smartcode Technologie en qualité de Directeur Financier. Avant d'avoir été promu Directeur Financier Engineering de la société Palm au niveau mondial et Directeur du site de Montpellier, Frédéric Pont a participé à la création de PalmSource en 2001 (split de Palm) avant de préparer l'IPO qui a eu lieu en 2003 sur le Nasdaq. Il fonde et préside en Europe la société Expansys qui s'introduit sur l'AIM en 2007.</p>

Source : Cabasse

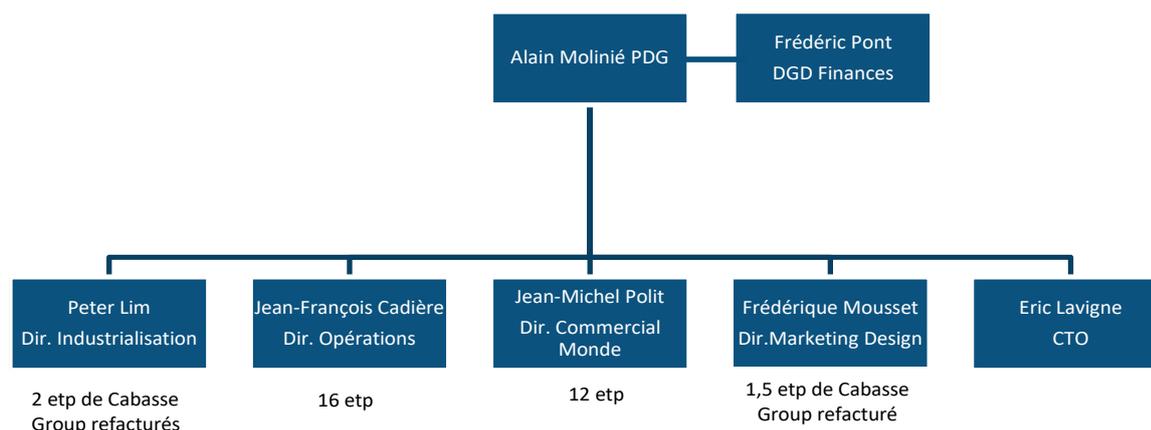
Management opérationnel Cabasse

Peter Lim	Jean-Michel Polit*	Jean-François Cadière	Frédérique Mousset	Eric Lavigne
Directeur industrialisation	Directeur commercial Monde*	Directeur des opérations	Directrice Marketing Design	CTO
Ingénieur électronique, Polytechnique Singapour, Peter Lim a eu une longue expérience de chef de projet chez Creative Labs avant de rejoindre il y a 9 ans Cabasse Group.	Ingénieur en mécanique et électricité et détenteur d'un MBA (George Washington University), Jean-Michel Polit a occupé des postes en direction commerciale dans plusieurs entreprises (Dell, Genesys Conferencing) avant de participer à la création de CompuFirst (distribution de services IT). Chez Cabasse depuis 2020	Après avoir étudié à Polytech Montpellier, Jean-François Cadière a eu des expériences d'ingénieurs design et a intégré Cabasse Group il y a 16 ans comme développeur soft avant de devenir directeur des opérations.	Frédérique MOUSSET a d'abord eu des responsabilités administratives dans des services publics. Après avoir occupé dès 2003 la fonction de contrôle de gestion de Cabasse Group, elle a été promue en 2008 Directrice des RH et de la Communication puis depuis 2017 du Marketing.	Ingénieur INSA, Eric Lavigne a commencé en tant qu'ingénieur chez France Télécom puis a été cofondateur de la société Smartcode Technologie. Eric est aujourd'hui Directeur Général Délégué en charge de la Technologie de Cabasse Group.

Source : Cabasse

* salarié interne Cabasse

Organigramme opérationnel Cabasse



Source : Cabasse

2.2 Un portefeuille de produits étoffé et des lancements continus

Cabasse élabore et propose :

- Un large choix d'enceintes au format colonne, bibliothèque ou bien au design unique « Lifestyle ». Equipées de hauts parleurs coaxiaux, fruits de l'innovation Cabasse, ces enceintes offrent une restitution de la musique sans égale pour toujours plus de plaisir d'écoute et d'émotions.
- Des solutions Home Cinéma
- Des solutions audios d'intégration qui s'encastrent ou s'intègrent élégamment aux murs et/ou plafonds.
- Des solutions haut-de-gamme connectées (notamment la collection « THE PEARL »)

Les quatre familles de solutions Cabasse



THE PEARL COLLECTION

Enceintes actives connectées haute-résolution



GAMMES CLASSIC & CONNECTED CLASSIC

Enceintes passives & solutions traditionnelles connectées



GAMME HOME CINÉMA

Systèmes 5.1



SUR MESURE

Enceintes d'intégration

Source :
Cabasse

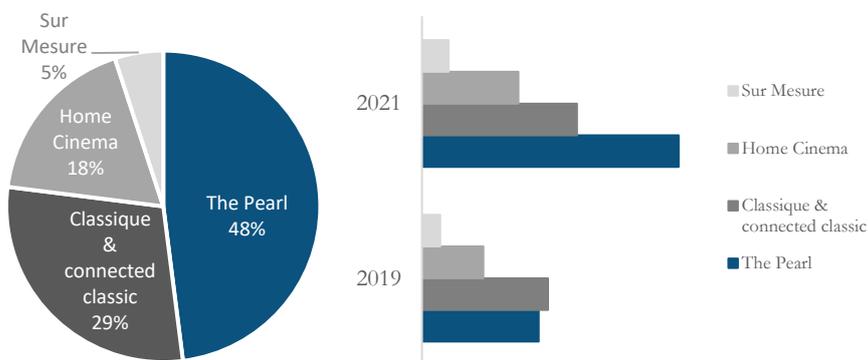
- THE PEARL

A fin 2021, le chiffre d'affaires est dominé à 48% par la solution THE PEARL qui est l'aboutissement des innovations de Cabasse en matière d'acoustique, de connectivité, d'amplification et de design.

Décomposition du chiffre d'affaires 2021 Cabasse Audio par produits et évolution entre 2019 et 2021

La collection « THE PEARL » est devenue la gamme phare de Cabasse, 3 ans seulement après la commercialisation de la première enceinte de cette gamme en 2018. Cette collection adopte un design original d'enceintes « bijoux » décoratives et répond parfaitement aux nouveaux besoins de qualité d'écoute.

Le solde du chiffre d'affaires (52%) est dégagé par la vente de produits Cabasse plus « traditionnels » (à savoir sans amplification) : enceintes colonnes, enceintes bibliothèques et haut-parleurs de Home Cinéma.



Source : Cabasse

Le développement et la commercialisation de cette gamme marquent la naissance du marché du « luxury wireless audio », lequel implique de répondre à plusieurs exigences :

- Performance acoustique : restitution fidèle des fichiers HiRes (Haute Résolution) à tout volume et pour tout taille de pièces.
- Esthétique : design qualitatif pour tout type d'intérieur (modernes, anciens, lofts ...) sans fil, compacte et lifestyle
- ;
- Utilisation simple et intuitive en mode multi-room et multi-source.

La gamme The Pearl permet de disposer d'un son haut-de-gamme partout dans la maison (et même en dehors avec THE PEARL AKOYA et KESHI) via un ensemble complet de solutions qui partagent la même signature sonore, les mêmes fonctionnalités et la même application (Cabasse Stream CONTROL).

La gamme THE PEARL est l'une des plus complètes du marché et a reçu plusieurs prix



THE PEARL AKOYA a été élue « produit de l'année - système intégré de l'année » par le magazine américain The absolute sound, lequel est l'une des principales publications de référence Hi-Fi aux Etats-Unis, et qui « recommande vivement » ce système entièrement autonome et performant. Stereonet estime que THE PEARL AKOYA offre une « musicalité impressionnante » et conclut n'avoir « pas encore entendu d'enceinte active autonome plus agréable ». THE PEARL PELEGRINA a quant à elle obtenu le diapason d'or en France (grand magazine de musique classique).

THE PEARL : Une gamme de produits complète et primée

 THE PEARL PELEGRINA 25 000 € (la paire)	 THE PEARL 3 000 €	 THE PEARL AKOYA 1 600 €	 THE PEARL SUB 3 500 €	 THE PEARL KESHI 2 000 €
LIFE STYLE STEREO 7400 W RMS WOODEN 2X30 HELD 	LIFE STYLE POWER 1400 W RMS STEREO 3200 W RMS WOODEN 25 HELD 	LIFE STYLE POWER 1200 W RMS STEREO 2300 W RMS WOODEN 17 HELD   	LIFE STYLE 2.1 STEREO 1400 W RMS WOODEN 25 HELD 3 WAYS COAX LFE15	LIFE STYLE 2.1 STEREO 1050 W RMS WOODEN 17 HELD

Source : Cabasse

Les autres produits

Les systèmes HiFi		Home Cinéma	Intégration	Sans-Fil
Enceinte en colonnes ou en bibliothèques ou au design LifeStyle – hauts parleurs coaxiaux		En format pack 5.1, en éléments séparés, ou barre de son connectée directement à la TV	Enceintes intégrées au mur ou au plafond	Enceinte Haute-Fidélité adaptée au monde du streaming
 MURANO ALTO	 MURANO  RIALTO 2022 1 ^{ère} Classique connectée	 	 	

Source : Cabasse

Des gisements de croissance

Cabasse se distingue de la concurrence par une palette de produits large et une capacité à sortir 2 nouveaux produits par an (dernier lancement : la Rialto en octobre 2022) pour alimenter la croissance de ses ventes, avec une montée en charge permettant à chaque produit de générer 1 à 2 M€ par an au bout de 3 ans (pour une durée de vie de 7 à 10 ans).

A ce jour, dans la catégorie des solutions connectées haut-de gamme, Cabasse couvre aujourd'hui plusieurs sous-catégories suivantes : les solutions pour la maison, les solutions mobiles et les éléments séparés. Les sous-catégories du Home Cinéma et de l'intégration (marché B2B très développé dans la construction neuve haut de gamme en Amérique du Nord et en Asie), non adressées aujourd'hui, constituent un levier de croissance considérable.

2.3 Une innovation au cœur de l'ADN de l'entreprise

Depuis 1950, Cabasse a déposé de nombreux brevets dans les technologies de l'acoustique et du traitement du signal dans le but d'obtenir une signature sonore unique : dynamique, naturelle, spacieuse et précise. En 2021, Cabasse a affecté 8 personnes et investi 430 K€ de dépenses de personnel au budget innovation. Depuis 2014, Cabasse Audio collabore activement en recherche et développement avec Cabasse Group, spécialiste de la connectivité et pionnier de la technologie DLNA (Digital Living Network Alliance) et des logiciels associés, pour lier le savoir-faire réseau et logiciel de Cabasse Group à la technique électronique et acoustique audio de Cabasse. Cette collaboration a permis la création de la gamme THE PEARL : des solutions haut de gamme connectées.

L'innovation Cabasse s'articule autour de 4 piliers :



Source : Cabasse

*HELD : High Excursion Low Distorsion (haute excursion faible distorsion)

**DEAP : Digital Enhancement of Acoustical Performance (amélioration numérique des performances acoustiques)

La société Cabasse capitalise et amortit les frais de développement sur 3, 5 ou 7 ans pour les versions initiales des innovations : la production immobilisée représentait 0,5 M€ en 2021 contre 0,4 M€ en 2020. Elle perçoit par ailleurs des crédits impôt recherche : 0,2 M€ en 2021 (0,1 M€ au 1^{er} semestre 2022).

Afin de travailler sur ses innovations et projets d'envergure, Cabasse dispose, sur le site de la Technopole de Brest (depuis 2003) :

- D'une chambre sourde de 500 m³, pour la réalisation de mesures acoustiques fiables et conçue sans liaisons solides avec le bâtiment qui l'entoure, hormis le sol, pour un isolement phonique quasi parfait ;
- D'un bunker souterrain aménagé spécifiquement pour la réalisation de tests de puissance et de fiabilité ;
- D'un atelier dédié au bois, aux métaux, à la peinture et aux matériaux composites nobles permettant de réaliser tous les prototypes fonctionnels et les outillages Cabasse ;
- D'un atelier de 1.200 m² créé en 2006 pour la fabrication d'enceintes haut de gamme ;
- D'un atelier de réparation des hauts parleurs et d'enceintes Cabasse (certaines étant garanties à vie) dont les pièces peuvent être remplacées, entièrement refaites ou encore réparées sur mesure.

Le site de Cabasse à Brest



Chambre sourde de test



Atelier de réparation



Source : Cabasse

A date, Cabasse Audio détient 16 brevets avec plusieurs innovations marquantes :

- **Zéro interférence sonore grâce à la technologie de haut-parleurs coaxiaux Cabasse :**

Imaginé par Georges Cabasse dès 1952 et sans cesse perfectionnés depuis, les haut-parleurs coaxiaux brevetés permettent à toutes les ondes sonores d'émaner d'un seul point source pour qu'elles se propagent de façon cohérente et naturelle, sans interférence artificielle.

Ces haut-parleurs coaxiaux se retrouvent dans les gammes Cabasse pour apporter une image stéréo détaillée et une scène sonore quasi holographique.

Ils permettent une écoute optimale même si l'auditeur n'est pas situé exactement au milieu des deux enceintes. Ainsi, la Haute Fidélité n'est pas réservée à une personne dans une pièce, mais peut-être appréciée par un groupe de personnes disséminées dans cette même pièce.

- **Des basses profondes boostées par la technologie HELD (High Execution Low Distortion) :**

Cette combinaison brevetée de technologies Cabasse permet de percevoir toute la dynamique des musiques, des sons les plus subtils aux éclats les plus percutants, sans écrêtage ni distorsion.

- **DEAP (Digital enhancement of acoustical performance) : l'adéquation optimale entre l'amplification et les haut-parleurs**

Le graal de la HiFi est l'association optimale des éléments d'un système (Pré-amplification, amplification et haut-parleurs). Les chaînes hifi haut-de-gamme traditionnelles sont constituées d'éléments séparés très performants, mais de marques différentes et donc conçus séparément. Les produits Pearl sont des systèmes complets. L'association optimale des différents éléments qui les composent est donc rendue possible car elle est effectuée entièrement par une seule équipe d'ingénieurs sur le site de Plouzané.

L'optimisation est réalisée via la technologie DEAP : un traitement de signal dynamique multi-bande breveté avec boucles de rétroaction.

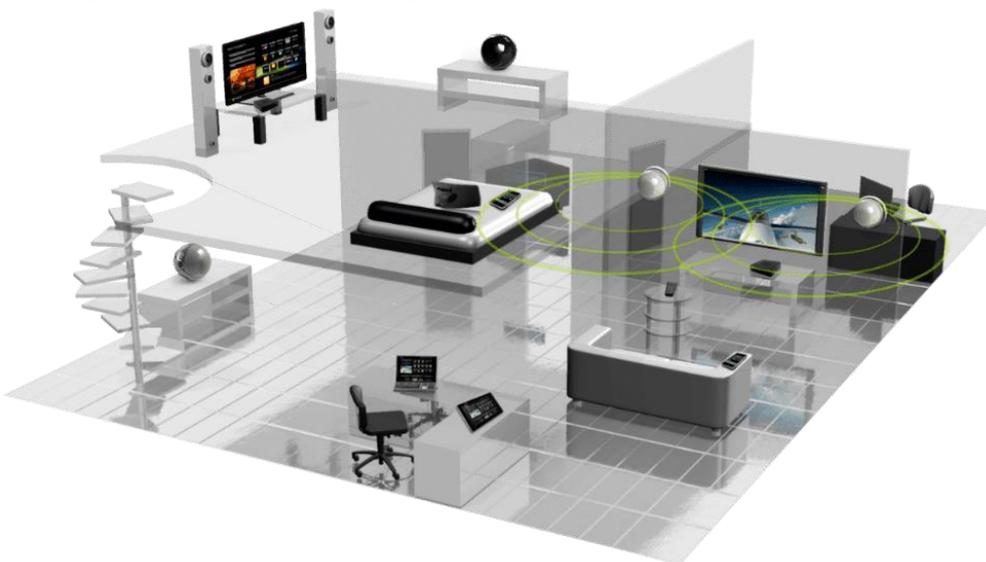
- **La dynamique originelle des morceaux même à faible volume (DFE - Dynamic Fidelity Enhancer):**

Les algorithmes de traitement du signal Cabasse maximisent en temps réel la puissance envoyée à chaque haut-parleur en tenant compte du niveau d'écoute, du contenu spectral et de la dynamique du morceau.

- **Les technologies de calibration CRCS (Calibration Room Compensation System) :**

Comme dans les systèmes les plus sophistiqués tels que La Sphère, la gamme Pearl possède un système breveté de correction automatique de salle avec micro intégré pour une acoustique optimale quel que soit le lieu d'écoute.

Un microphone intégré de mesure permet de réaliser très rapidement une optimisation acoustique automatique, avec mise en œuvre de filtres paramétriques digitaux d'une très grande précision, cet algorithme repère aussi les bandes spectrales « atténuées » qui sont alors compensées et le niveau du grave est ajusté en fonction du placement de l'enceinte.



Source : Cabasse

Les axes en cours de R&D concernent toujours : la taille, la précision du son et la recherche d'un design attractif. En moyenne, la Société dépose deux brevets par an.

2.4 Une fabrication intégrée et des circuits de distribution maîtrisés

◆ La fabrication

Cabasse exploite une unité de fabrication sur son site en France (Brest) dédiée aux activités suivantes :

- (i) Dans le « Haut de gamme » (80% du CA ; produits à moins de 5000 €) : production de certaines pièces « sensibles » (en termes de secrets de fabrication) ensuite expédiées pour assemblage à ses sous-traitants (au nombre limité de 10 en Asie et sous confidentialité renforcée pour la production de certaines pièces par ces derniers) ;
- (ii) Pour le « Très Haut de Gamme » (20% du CA ; les enceintes Pellegrina principalement) : la totalité de l'assemblage et de la production des composants et des pièces « sensibles » ;
- (iii) Le Service Après-Vente : Cabasse garantit ses produits 5 ans, 10 ans, voire à vie. La Société dispose donc d'une équipe dédiée et d'un stock de pièces détachées (environ 1 M€) pour faire face aux demandes des clients (parfois même pour des produits qui ont plus de 50 ans). Elle entretient toujours des machines-outils spécifiques pour usiner des anciennes pièces indisponibles sur le marché.

Le délai moyen entre la conception du produit et sa sortie sur le marché est d'environ 12 à 18 mois.

Cycle de fabrication

Très Haut de gamme : 4 à 6 mois



Haut de gamme : 6 à 9 mois



Source : Cabasse

A ce jour, quelques points de vigilance sont en cours de règlement concernant les approvisionnements :

- ◆ une forte concentration des quelques 100 fournisseurs de composants est notée avec 45% des achats sur un seul sous-traitant ; cette situation est amenée à se normaliser avec l'arrivée d'un nouveau fournisseur sur 2 nouveaux produits en 2022 ;
- ◆ des tensions sur les approvisionnements sont apparues consécutivement aux arrêts de production lors des confinements en Chine notamment sur les processeurs, les AOP (amplificateurs opérationnels) et les DAC/CAD (convertisseurs numériques - analogiques). Elles sont en phase de résorption. Schématiquement, la Société table plutôt sur des stocks physiques de 3 mois de CA (externalisés majoritairement chez un prestataire du port du Havre) auxquels s'ajoutent 2 mois de CA en transit/transport. Avec les aléas de ces derniers mois, le cumul de ces stocks est plutôt passé à 6/7 mois.
- ◆ le coût du transport maritime a fortement progressé (prix du carburant) et les délais d'approvisionnement se sont rallongés de 3 semaines notamment en 2021. En 2022, la situation tend à se normaliser depuis le 2nd semestre.
 - Le conteneur de 40 pieds provenant de Chine est actuellement à 6 000/6 500 \$, encore 30/40% au-dessus de son prix avant Covid mais loin de son pic de 20 000 \$ atteint fin S1 2021. Sur l'exercice 2022, le prix moyen d'achat du conteneur par Cabasse devrait se situer aux alentours de 9 000\$. Si la tendance de cette fin d'année se maintient sur 2023, Cabasse pourrait alors économiser 30 à 50% de son budget actuel.

◆ Commercialisation

Cabasse commercialise ses produits dans 445 points de vente dans près de 40 pays aux particuliers et aux professionnels

- En France par l'intermédiaire de revendeurs (boutiques/show-room) spécialisés audio haut de gamme ;
- A l'Export par l'intermédiaire de 38 distributeurs (dont 20 nouveaux depuis 2 ans) qui eux-mêmes vendent à des revendeurs.

L'intérêt de la gamme de Cabasse est d'être suffisamment large pour constituer un rayon attractif pour un magasin.

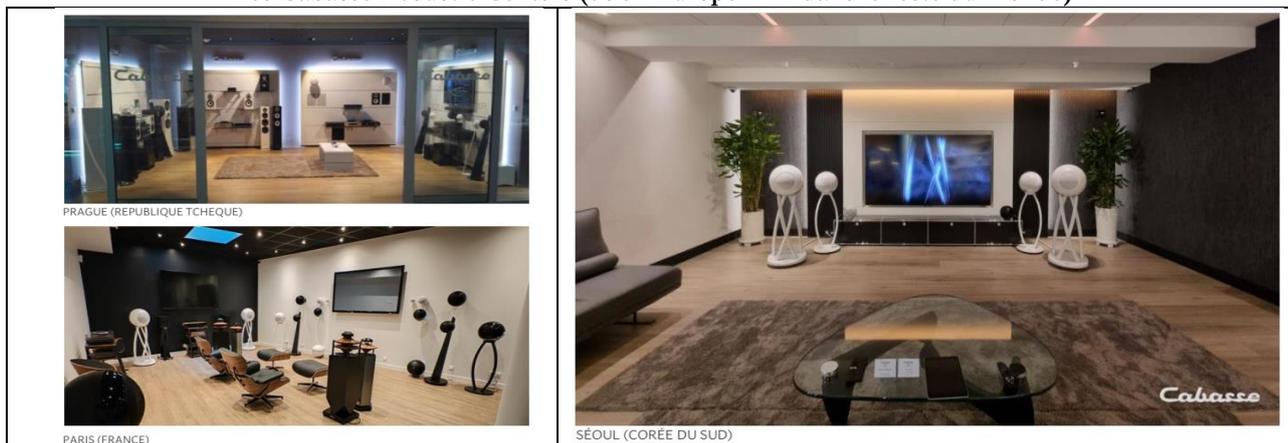
Les points de vente de Cabasse Audio



Source : Cabasse

La Société dispose d'un réseau spécifique de 70 « Cabasse Acoustic Centers » qui sont de véritables magasins dédiés à la marque au sein de revendeurs haut de gamme. Ces espaces sont spécialement conçus pour une écoute et un conseil personnalisés : un élégant auditorium présente exclusivement les produits Cabasse dans un environnement permettant une immersion musicale totale en fonction des envies des clients (HiFi, Home-cinéma, intégration, Lifestyle...).

Les Cabasse Acoustic Centers (64 en Europe + 22 dans le reste du monde)



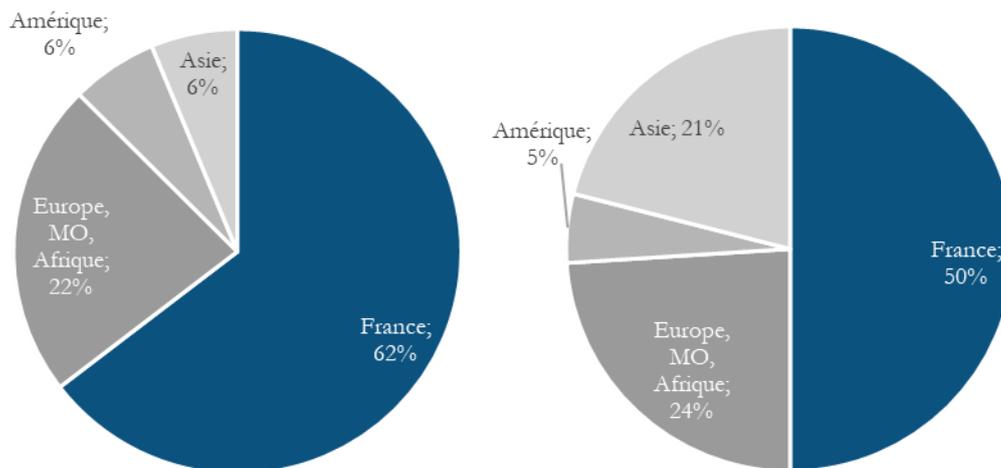
Source : Cabasse

◆ Une internationalisation en accélération

A partir de 2020, la Société a progressivement revu l'ensemble de ses contrats distributeurs pour mettre en place 20 nouveaux contrats dans quelques zones clés : Etats-Unis, Canada, UK, Corée, Chine/Hong Kong, Australie, Suisse, Vietnam, Thaïlande, Ces nouveaux distributeurs ont été sélectionnés pour leur capacité à mettre en place des stratégies marketing innovantes et identifier de nouveaux canaux de distributions pour cibler les clients de solutions « Luxury wireless audio » (les CSP+) qui ne se sont pas les mêmes que ceux traditionnellement ciblés par les distributeurs HiFi (audiophiles). Ces distributeurs constituent donc un potentiel de croissance très significatif dans les années à venir, notamment sur les secteurs Asie et Amériques en forte expansion. Un distributeur met en moyenne 3 à 5 années pour atteindre sa vitesse de croisière.

Dès le premier semestre 2022, cette stratégie a porté ses fruits puisque **l'export représente désormais 50% du chiffre d'affaires du groupe** contre 38% en 2021 avec une forte montée de l'Asie.

Décomposition des ventes de Cabasse par zone géographique : 2021 et S1 2022

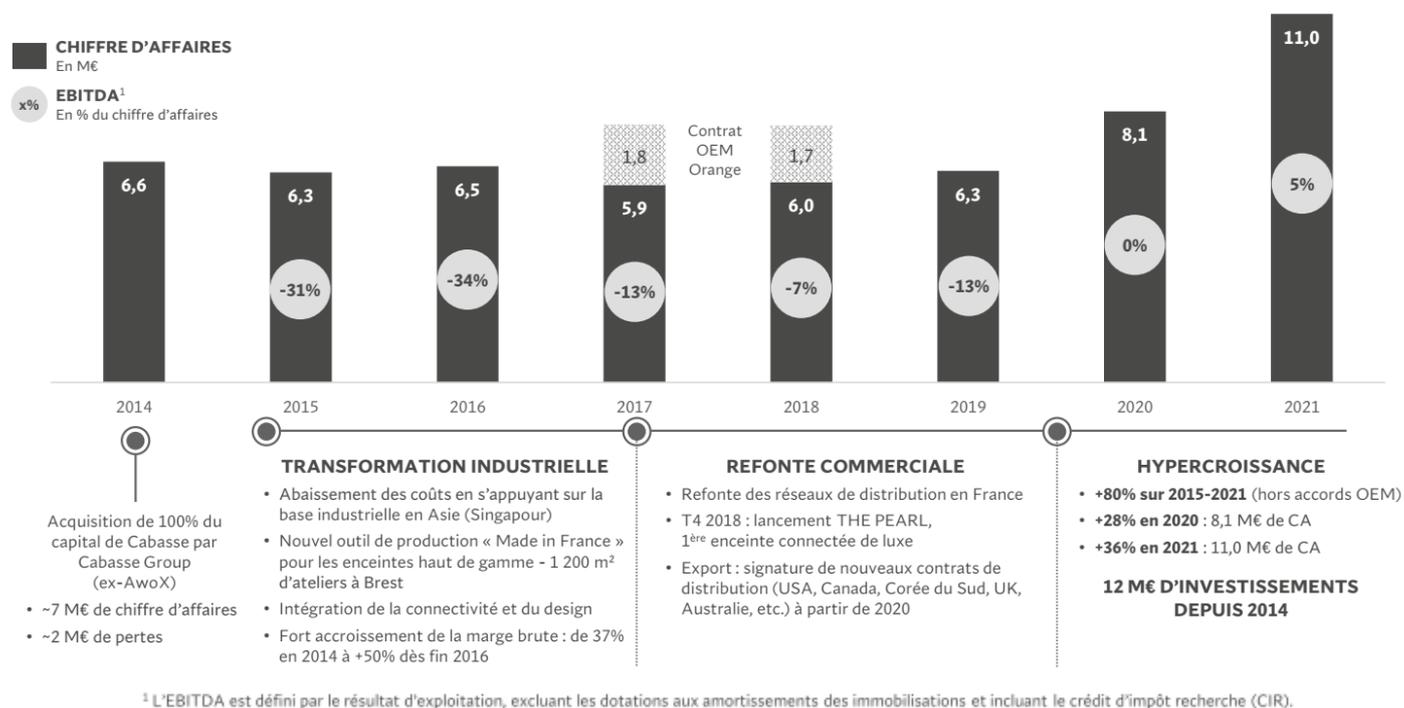


Source : Cabasse

2.5 Des résultats financiers en redressement

La situation financière de la société s'est fortement redressée sur la période récente avec une accélération depuis la refonte commerciale de 2017/2018 et le lancement de la gamme The Pearl.

Retour sur l'histoire financière de Cabasse

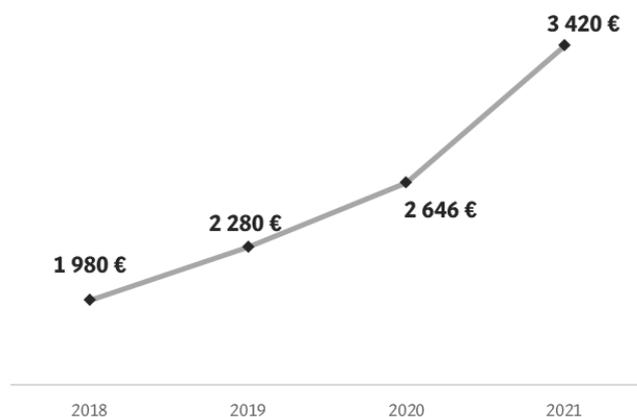


◆ Analyse des comptes 2019-2021

En phase d'atteinte de taille critique et de break-even opérationnel, Cabasse a connu une croissance rapide de ses ventes sur 2019/2021 malgré la crise sanitaire avec une perte nette de 0,2 M€ sur l'exercice passé en réduction notable depuis 2019.

- Deux leviers principaux expliquent la forte progression du chiffre d'affaires : le succès de la gamme The Pearl lancée en 2018 et la signature de nouveaux contrats distributeurs à l'international. Entre 2019 et 2021, le chiffre d'affaires de la Société a progressé de 75% à 11 M€ sachant que sur 2017 et 2018, des contrats OEM (dit « sur mesure » chez Cabasse) non récurrents ont été signés avec Orange (développements de mini-enceintes, barres de son et radios numériques connectables aux box Internet).
- Porté par le développement de ses ventes et malgré des recrutements (un directeur général + équipe commerciale export) et le poids des frais de transport post-Covid, l'EBE de Cabasse devient ainsi positif à 0,3 M€ en 2021 soit 0,5 M€ après prise en compte du CIR ce qui représente 4,7% du CA. Le taux de marge brute atteint 48% du CA en 2021 et bénéficie d'un effet mix favorable lié à la montée en gamme des produits.

Evolution du prix unitaire de vente moyen en € de la gamme THE PEARL (prix TTC)



Source : Cabasse

Compte de résultat simplifié

en K€	2019	%	2020	%	2021	%
Chiffre d'affaires	6 333,5	100,0%	8 116,0	100,0%	11 032,9	100,0%
Production stockée	-42,5	-0,7%	-543,9	-6,7%	665,7	6,0%
Achats	3 243,6	51,2%	3 946,5	48,6%	6 384,5	57,9%
Marge brute	3 047,4	48,1%	3 625,6	44,7%	5 314,0	48,2%
Autres produits (prod immo et autres)	469,8	7,4%	379,9	4,7%	496,7	4,5%
Frais de personnel	1 552,5	24,5%	1 467,9	18,1%	1 890,1	17,1%
Charges externes	2 582,3	40,8%	2 503,5	30,8%	3 514,7	31,9%
<i>dont transport total</i>	<i>387,1</i>	<i>6,1%</i>	<i>578,0</i>	<i>7,1%</i>	<i>1 208,3</i>	<i>11,0%</i>
EBE	-828,7	-13,1%	-42,8	-0,5%	318,6	2,9%
EBE post CIR	-646,0	-10,2%	138,6	1,7%	514,0	4,7%
Amort. Et Prov	906,0	14,3%	507,5	6,3%	590,6	5,4%
Résultat d'exploitation	-1 734,7	-27,4%	-550,3	-6,8%	-272,0	-2,5%
Résultat financier	-108,1	-1,7%	-30,1	-0,4%	-75,9	-0,7%
Impôts	-182,8	-2,9%	-181,4	-2,2%	-195,4	-1,8%
Résultat exceptionnel	-93,9	-1,5%	-51,6	-0,6%	-70,4	-0,6%
Résultat net	-1 754,0	-27,7%	-450,6	-5,6%	-222,9	-2,0%

Sources : Cabasse, Champeil

Les principaux éléments du compte de résultat sont les suivants :

- les achats sont constitués de composants et de produits finis à plus de 80% facturés en dollar ; ils représentent une part élevée du CA (≈ 50%) avec un progression à relativiser sur 2021 compte tenu de l'importance de la production stockée ;
- la production stockée a subi des évolutions contrastées : déstockage en 2019 et 2020 et stockage de prudence en 2021 ;
- la production immobilisée correspond à l'activation des frais de développement (amortissement sur 3 à 5 ans) et représente 0,5 M€ en 2021 ;
- les frais de personnel renvoient aux salaires de l'équipe ; ils sont en hausse de 29% en 2021 avec les recrutements réalisés en direction commerciale et supply chain¹ après une baisse en 2020 liée notamment à la perception de 0,1 M€ d'indemnités de chômage partiel ;
- les charges externes de 3,5 M€ fin 2021 (+1 M€ / 2020) intègrent :
 - o des dépenses de sous-traitance de 1,3 M€ (+0,3 M€ / 2020) notamment auprès d'entités du groupe ;
 - o des frais de location 0,2 M€ ;
 - o des dépenses de publicité de 0,2 M€ ;
 - o des frais de transport de 1,2 M€ (+0,6 M€ / 2020) ;
- le résultat financier regroupe les gains et pertes de change ainsi que les charges financières sur les emprunts et le compte courant et le Factor ;
- le résultat exceptionnel est une charge inférieure à 0,1 M€ sur les trois derniers exercices ;
- le groupe comptabilise le CIR en déduction de l'IS et a constaté 0,195 M€ en 2021 vs 0,181 M€ en 2020.

Jusqu'à fin 2021, la structure financière du groupe est déséquilibrée :

Bilan simplifié

en K€	2019	2020	2021
Fonds propres	644	555	339
Immobilisations nettes	2 826	2 810	3 057
BFR	1 265	1 233	2 608
<i>En % du CA</i>	<i>20%</i>	<i>15%</i>	<i>24%</i>
Endettement net	3 014	3 157	5 018

Sources : Cabasse, Champeil

- les fonds propres représentent 339 K€, en baisse continue sur la période observée du fait des pertes cumulées ;
- la dette nette atteint 5 M€ fin 2021 (6,7 M€ de dettes financières totales- 1,7 M€ de trésorerie disponible), en progression de 1,9 M€ sur 2020. Les dettes financières regroupent un PGE souscrit auprès du Crédit agricole pour 600 K€ en février 2021, des dettes et concours bancaires classiques et un compte courant de 3 M€ auprès de Cabasse Group ;

¹ L'effectif est relativement stable sur la période : des profils moins qualifiés ont quitté l'entreprise parallèlement à la structuration du management.

Détail de l'endettement net

en K€	2020	2021
PGE	0	600
Dettes bancaires hors concours bancaires	68	683
Prospection exportation	274	269
Compte courant Cabasse Group	3 915	2 979
Total Dettes financières LT	4 258	5 621
Disponibilités	1 732	1 693
Concours bancaires	631	1 090
Trésorerie nette	1 101	603
Endettement net	3 157	5 018

Sources : Cabasse, Champeil

- Des provisions SAV en lien avec la garantie nécessaire sur les produits haut de gamme vendus par la Société,
- L'actif immobilisé de 3,1 M€ fin 2021 est composé :
 - o De frais de développement nets de 0,2 M€ ;
 - o D'un fonds de commerce de 0,6 M€ apporté par M. et Mme Cabasse lors de la constitution de l'entreprise en 1989 ;
 - o D'immobilisations corporelles de 2,2 M€ correspondant aux aménagements des ateliers et aux prototypes des produits ;
- Le besoin en fonds de roulement représente 2,6 M€ fin 2021, soit 24% du CA ; il intègre en 2020 l'impact de report de paiement de cotisations sociales et connaît une progression en 2021 avec notamment des efforts sur les stocks et une réduction des délais de paiement fournisseurs. Cabasse a recours à l'affacturage pour une part importante de ses créances clients (1,67 M€ à fin 2021) ce qui explique leur faible poids au bilan (21 jours de CA à fin 2021).

Détail du BFR

En k€	En K€			En % du CA			En jours de CA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Stocks	2 395	2 010	2 991	38%	25%	27%	138	90	99
Clients	1 640	772	625	26%	10%	6%	95	35	21
Fournisseurs	1 799	2 307	2 305	28%	28%	21%	104	104	76
Autres actifs circulants	1 483	1 866	2 267	23%	23%	21%	85	84	75
Autres passifs circulants	2 453	1 109	970	39%	14%	9%	141	50	32
BFR	1 265	1 233	2 608	20%	15%	24%	73	55	86

Sources : Cabasse, Champeil

En termes de flux, l'année 2021 a été marquée par une forte progression du BFR en lien avec la croissance de l'activité et le stockage. Les investissements ont représenté 0,6 M€ en 2020 et 0,9 M€ en 2021 dont une partie de production immobilisée.

Tableau de flux

En K€	2020	2021
Capacité d'autofinancement	56,9	388,1
-Variation du BFR brut	-68,2	1 375,9
Flux de trésorerie liés à l'activité	125,2	-987,8
Flux de trésorerie lié aux investissements	613,5	866,9
Augmentation de capital	361,6	0,0
Variation nette dette LT (y compris compte courant)	341,1	1 363,3
Flux de trésorerie liés au financement	702,6	1 363,3
Divers	-16,5	-6,4
Variation de trésorerie nette	197,9	-497,9

Sources : Cabasse, Champeil

◆ Des comptes semestriels au 30 juin 2022 affectés par la crise ukrainienne

Le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2022 ressort en hausse de 2% subissant l'impact de la crise ukrainienne (- 500 K€ d'effet report de ventes dans les pays limitrophes et zone Euro). L'EBE est négatif de 52 K€ post CIR avec une relative stabilité du taux de marge brute et la montée des charges externes (transport). Le résultat net ressort à -0,5 M€ après impact d'amortissements et de charges financières en progression.

Il convient de préciser que le 1^{er} semestre (janvier-juin) est usuellement moins profitable que le 2nd en raison de la saisonnalité des ventes de Cabasse sur cette période qui représente 55 à 60% du chiffre d'affaires annuel (sortie des nouveaux produits entre septembre et novembre, campagne de Noël, ...).

Compte de résultat simplifié

en K€	2021	%	S1 2021	%	S1 2022	%
Chiffre d'affaires	11 032,9	100,0%	4 616,9	100,0%	4 721,0	100,0%
Production stockée	665,7	6,0%	109,9	2,4%	219,9	4,7%
Achats	6 384,5	57,9%	2 418,8	52,4%	2 590,6	54,9%
Marge brute	5 314,0	48,2%	2 308,0	50,0%	2 350,3	49,8%
Autres produits (prod immo et autres)	496,7	4,5%	246,4	5,3%	220,0	4,7%
Frais de personnel	1 890,1	17,1%	952,8	20,6%	972,3	20,6%
Charges externes	3 514,7	31,9%	1 549,6	33,6%	1 714,6	36,3%
EBE	318,6	2,9%	14,4	0,3%	-150,8	-3,2%
EBE post CIR	514,0	4,7%	102,8	2,2%	-51,9	-1,1%
Amort. Et Prov	590,6	5,4%	278,6	6,0%	332,7	7,0%
Résultat d'exploitation	-272,0	-2,5%	-264,2	-5,7%	-483,4	-10,2%
Résultat financier	-75,9	-0,7%	-37,0	-0,8%	-68,3	-1,4%
Impôts	-195,4	-1,8%	-88,4	-1,9%	-98,8	-2,1%
Résultat exceptionnel	-70,4	-0,6%	-15,1	-0,3%	-61,4	-1,3%
Résultat net	-222,9	-2,0%	-227,9	-4,9%	-514,3	-10,9%

Sources : Cabasse, Champeil

La structure financière demeure lourde : l'endettement net a progressé de 0,7 M€ depuis fin décembre 2021 et représente 5,7 M€ dont 0,7 M€ de trésorerie. On note une baisse du compte courant de Cabasse Group à 1,4 M€ liée à une conversion en fonds propres à hauteur de 0,7 M€ et à un remboursement de 0,9 M€. Un PGE Ukraine de 1.100 K€ a été souscrit en mai et juin 2022 auprès du Crédit agricole (50%) et de la BNP (50%).

Bilan simplifié

en K€	2021	S1 2022
Fonds propres	339	490
Immobilisations nettes	3 057	2 963
BFR	2 608	3 840
En % du CA	24%	ns
Endettement net	5 018	5 683
dont dette LT	6 711	2 450
dont trésorerie nette	603	-632
Disponibilités	1 693	663
Concours bancaires	1 090	1 295
Gearing	1478%	1160%

Sources : Cabasse, Champeil

3 Un marché des solutions audio de luxe en pleine effervescence

Cabasse évolue sur le marché du Luxury Home Audio et se positionne de plus en plus sur le segment du Luxury Wireless Audio pour ses solutions hifi connectées de plus de 2000 €.

3.1 Un marché audio porté par les innovations sans fil

Le marché du *home audio* est estimé à 28 Md\$ en 2020¹ soit un tiers du marché audio, avec une croissance attendue des équipements de près de 6% par an d'ici 2026². Sur cet ensemble, les segments utilisant les technologies sans fil sont en pleine effervescence.

◆ **Le marché du *wireless home audio* : une croissance attendue de 17% par an**

Le marché du home audio sans fil a démarré en 2004 avec la bibliothèque numérique de Sonos accessible depuis un système hifi composé de plusieurs enceintes sans fil réparties dans les différentes pièces de la maison avec un écosystème dédié, et est contrôlable depuis un smartphone, une tablette ou un PC.

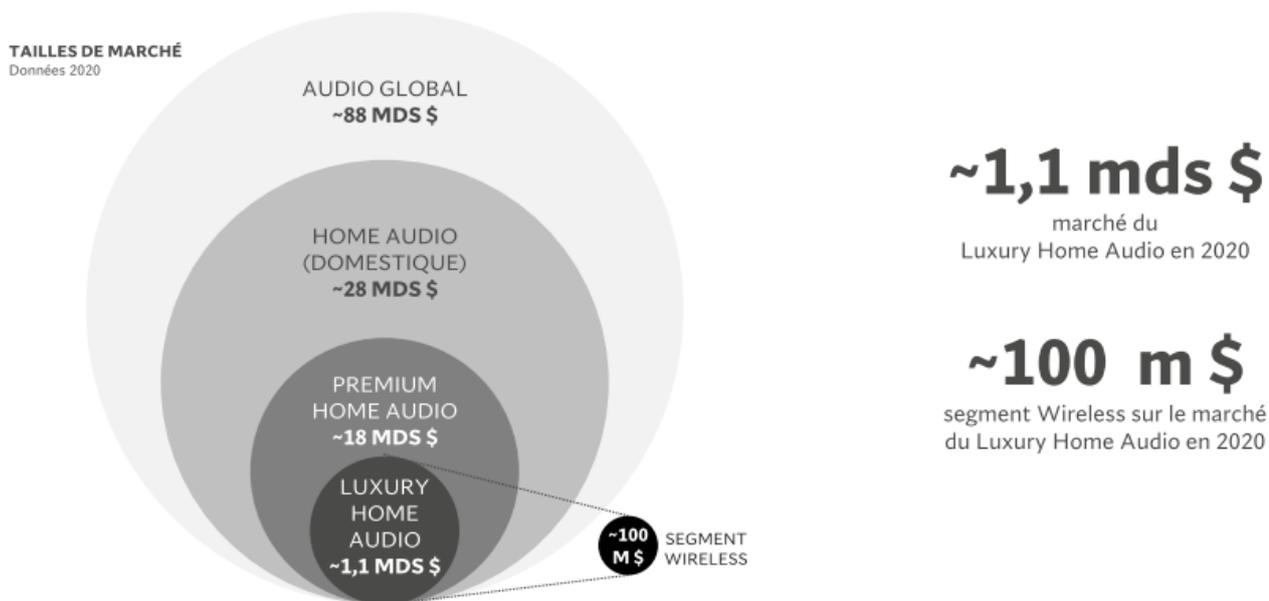
La croissance de ce marché est stimulée par les progrès des technologies sans fil, les préférences des consommateurs pour les appareils portables et la demande croissante de smartphones comme source de divertissement. Les habitudes des consommateurs évoluent rapidement et ils souhaitent désormais que soit intégrée la connectivité sans fil sur une multitude d'appareils, tels que les barres de son, les microphones, les écouteurs, les stations d'accueil pour haut-parleurs et les systèmes de home cinéma.

Évalué à environ 18 Md\$ en 2020, le marché du *wireless home audio (du bas au haut de gamme)* devrait atteindre près de 44 milliards de dollars d'ici 2026, avec un TCAM de 17 % sur la période 2021-2026.³ Les principaux freins identifiés à la croissance de ce marché sont liés à la conformité des fréquences, à la santé et aux dépenses élevées en semi-conducteurs pour les appareils sans fil.

◆ **Le marché du *luxury wireless home audio* : un marché de niche à fort potentiel (+21% par an d'ici 2028)**

Le marché de l'audio haut de gamme (*luxury home audio*) est estimé à 1,1 Md\$ dont 10% sur les produits et technologies sans fil : **le segment du *luxury wireless home audio* constitue donc une niche de 100 M\$ et concerne uniquement les produits/solutions sans fil dont le prix de vente excède 2.000€**. Il s'agit d'un marché récent dont les premières solutions sont apparues en 2014 (avec l'arrivée du streaming high-Res⁴), mais présentant un potentiel de croissance attractif puisque son poids dans le marché du haut de gamme devrait passer de 10% à 35% en quelques années pour représenter à terme **500 M\$ soit +21% par an**. Cette évolution correspond à un basculement de technologie qui s'est déjà produit il y a 15 ans sur le premium ; le marché du luxe reproduit les mêmes évolutions avec un temps de décalage.

Compréhension des marchés de Cabasse



Sources : Futuresource Consulting CY (2020), Cabasse

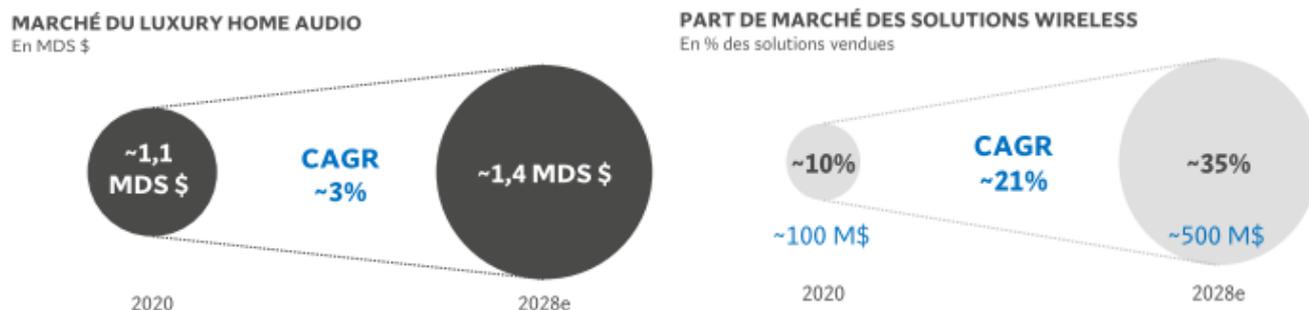
¹ Source : Futuresource Consulting CY (2020),

² Source : Mordor Intelligence « audio equipment market »

³ Source : <https://www.mordorintelligence.com/fr/industry-reports/global-wireless-audio-device-market-industry>

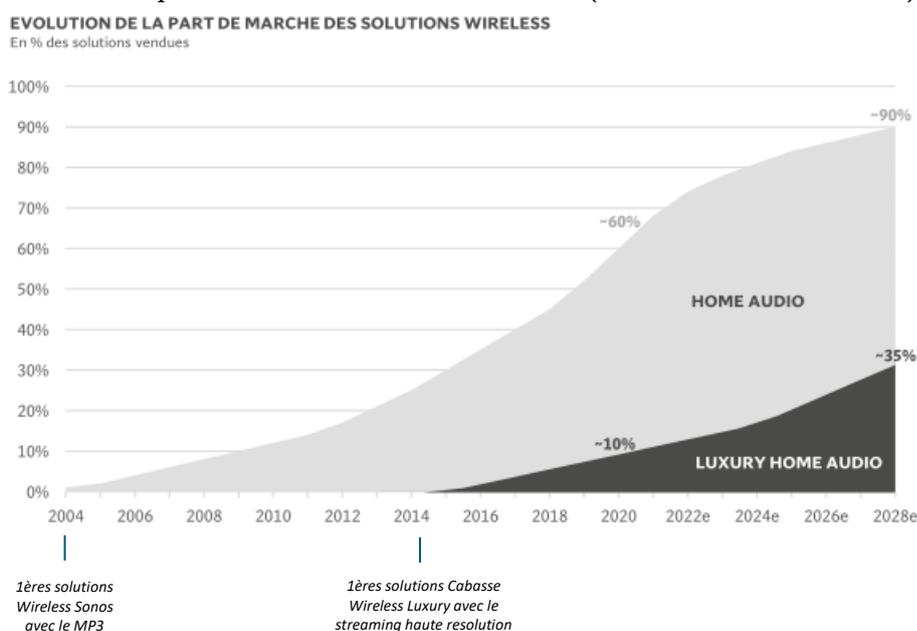
⁴ Haute résolution.

Le marché du *Luxury Wireless Audio*



Source : Futuresource Consulting CY (2020), estimations Cabasse

Evolution de la part de marché des solutions wireless (en % des solutions vendues)



Source : Futuresource Consulting CY (2020), estimations Cabasse

Créé par l'adoption croissante des solutions sans fil par les audiophiles grâce au développement des offres de streaming Hi-Res (haute-résolution avec une qualité CD ou supérieure) et par la démocratisation du wireless portée par le smartphone, désormais 1^{ère} source de divertissement, le marché du *Luxury Audio Wireless* est aujourd'hui soutenu porté par :

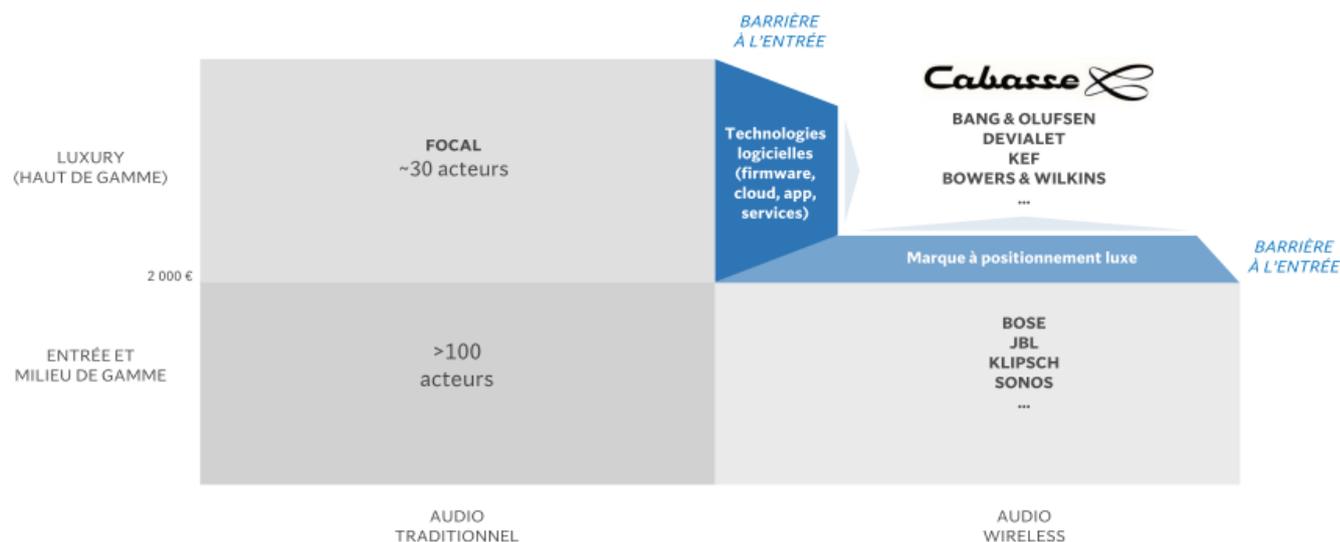
- Le développement de la Smart Home et surtout l'arrivée de la haute résolution dématérialisée ;
- La démocratisation des solutions audio haut de gamme avec une cible plus large (CSP+) que la niche des audiophiles.

3.2 Un positionnement concurrentiel attractif de Cabasse

Protégé par de fortes barrières à l'entrée, le marché du *luxury wireless home audio* compte une poignée d'acteurs, dont Bang & Olufsen, Devialet, Kef et Sonus Faber. Les deux principaux leviers pour accéder à ce marché sont :

- le savoir-faire logiciel et la maîtrise de la connectivité et des applications : proposer une offre sans fil nécessite de proposer cette couche logicielle en plus des caractéristiques classiques d'une acoustique de qualité ;
- le positionnement luxe avec des innovations sur la qualité des matériaux et le design.

Positionnement concurrentiel Cabasse



Source : Cabasse

Sur le marché du *luxury audio wireless*, les principaux concurrents de Cabasse sont européens. Nous n'intégrons pas le géant américain Sonos (CA 1,7 Md€) -qui a introduit les premières solutions wireless en 2000 sur le marché du premium audio- en raison de son positionnement plutôt « moyenne gamme » avec des produits au maximum à 1000 €.

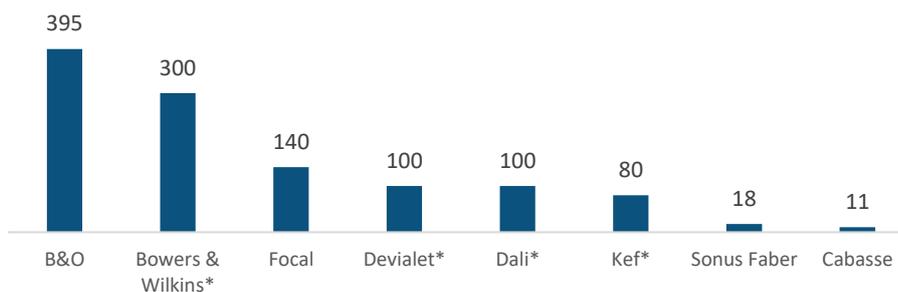
Noms	Caractéristiques
Focal (Vervent audio holding SAS)	Marque française de systèmes audio haute-fidélité (depuis 1980) : enceintes audio pour la maison, haut-parleurs pour les voitures, casques audio et enceintes de monitoring professionnelles. Le Groupe Vervent audio holding SAS détient les marques Focal (Française) et Naim Audio (Royaume Uni).
Devialet	Société française créée en 2007 et basée à Paris, Devialet conçoit et commercialise une gamme d'amplificateurs audio ainsi qu'une gamme d'enceintes connectées.
Bang & Olufsen	Société danoise créée en 1925 qui conçoit et fabrique des appareils et produits audiovisuels et Hi-Fi haut de gamme. La société est cotée sur le marché boursier Nasdaq Copenhagen.
Kef	Fondée en 1961 au Royaume-Uni, KEF (ateliers Kent Engineering and Foundry), conçoit et fabrique des enceintes et caissons de basse.
Sonus Faber	Sonus Faber a été fondé en Italie en 1980 et dédié à la conception et production de haut-parleurs de haute qualité.
Dali	DALI, Danish Audiophile Loudspeaker Industries, est née en 1983 de la première chaîne de magasins audio de Scandinavie. Conception d'enceintes.
Bowers & Wilkins	Fabricant anglais de matériel audio notamment d'enceintes. Racheté par la société américaine EVA Automation en 2016.

Source : sites internet

Les concurrents de Cabasse ont une taille de chiffre d'affaires plus importante mais leur activité est beaucoup plus large avec une présence plus globale sur le marché du Luxury Home Audio.

Sur le segment spécifique du **Luxury Wireless Home Audio (100 M\$ en 2020)**, Cabasse estime que les principaux acteurs l'incluant réalisent entre 5 et 20 M\$ de chiffre d'affaires.

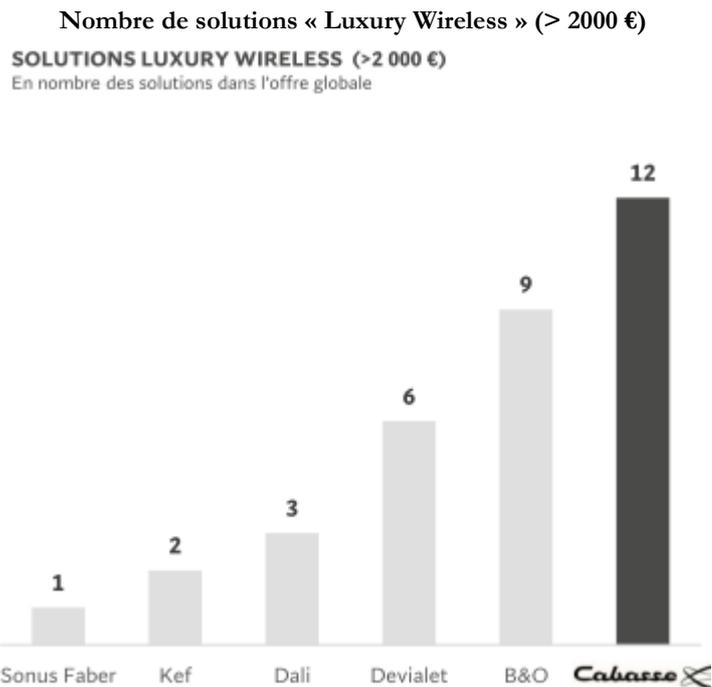
Taille des principaux acteurs du *Luxury Wireless Audio Market*



Source : sites corporate, * estimations presse

On note 3 principaux axes de différenciation de Cabasse vis-à-vis de la concurrence :

- une offre de solutions plus étoffée



Source : Cabasse

- un positionnement plus haut de gamme

Nombre de solutions Wireless	Entrée de gamme	Milieu de gamme			Haut de gamme / Luxury			
	0 à 1.000€	1.000€ à 1.500€	1.500€ à 2.000€	2.000€ à 4.000€	4.000€ à 6.000€	6.000€ à 8.000€	8.000€ à 10.000€	Au delà de 10.000€
Cabasse			1	4	4	1		2
B&O		1	2	4	1	1		3
Dali		2	1		1		1	
Devialet		2		4	2			
Kef		1		1	1			
Sonus Faber				1				

Source : Cabasse

- La maîtrise des quatre aspects des solutions : la qualité des haut parleurs, de l'amplificateur, de la solution logicielle et du design quand souvent les concurrents n'en maîtrisent qu'un ou deux.

4 Une stratégie solide et des perspectives financières élevées

Cabasse ambitionne de devenir le leader mondial du *Luxury Wireless Audio* avec une stratégie active deancements de produits et une internationalisation renforcée pour atteindre 80% de ses ventes. Il se fixe deux grands objectifs : un TMCA du CA de 15% entre 2021 et 2025 (soit un chiffre d'affaires visé autour de 20 M€) et une marge d'EBITDA/CA proche de 15% (y compris CIR).

4.1 Une stratégie ambitieuse d'innovation et d'internationalisation

Cabasse compte continuer à accroître ses positions sur le marché du *Luxury Wireless Audio* avec trois axes principaux :

- **Le développement de la plus large gamme de produits** du marché Luxury Wireless Audio avec une performance acoustique solide, un design reconnu et la même technologie multi-room et multi-source. Cabasse est d'ores et déjà l'acteur du secteur qui propose le plus grand nombre de solutions Luxury Wireless partageant la même signature sonore, les mêmes fonctionnalités et la même App mobile (Cabasse Stream Control).
 - o Cabasse va continuer à s'appuyer sur un cumul d'expertises (en acoustique, mécanique, électronique, logiciel, amplification et design) unique pour intégrer rapidement et efficacement les innovations dans ses produits et continuer à mener un **rythme de 2 lancements par an** (avec un potentiel annuel de ventes pour chaque produit de 1 à 2 M€ au bout de 3 ans de montée en charge).
 - o Dans la catégorie des solutions connectées haut-de gamme, Cabasse couvre aujourd'hui les sous-catégories suivantes : les solutions pour la maison, les solutions mobiles, et les éléments séparés. Les sous-catégories du Home Cinéma et de l'intégration (marché B2B très développé dans la construction neuve haut de gamme en Amérique du Nord et en Asie), non adressées aujourd'hui constituent un levier de croissance considérable.

Dernier produit sorti (oct. 22) : la Rialto, 1^{er} système Cabasse Hi-fi, sans fil, dans un format bibliothèque



Source : Cabasse

- **L'internationalisation des ventes pour atteindre 80% du chiffre d'affaires** total de la société.
 - o Au cours des 2 dernières années, Cabasse a profondément fait évoluer son réseau de distributeurs. 20 nouveaux accords de distribution ont été conclus dans plus de 20 pays, portant son total à 38 et lui permettant de rayonner sur 85% du marché mondial. Ces distributeurs constituent donc un potentiel de croissance très significatif dans les années à venir, notamment sur les secteurs Asie et Amériques en forte expansion. Les zones cibles sont les suivantes : Amérique du nord (Etats-Unis, Canada), Asie (Corée du Sud, Japon, Thaïlande), Europe du Nord (Finlande, Suède), Australie.
 - o Les distributeurs sélectionnés par Cabasse sont ceux qui partagent la même vision de la transformation profonde du marché. Cabasse accompagne ses distributeurs pour qu'ils mettent en place des stratégies marketing innovantes et identifient de nouveaux canaux de distributions (au-delà des magasins hifi traditionnels).
- **L'accompagnement des grandes institutions du luxe** dans le développement de leur griffe audio ; des partenariats ont déjà été signés (données confidentielles) et devraient soutenir la croissance à venir des ventes.



Source : Cabasse

Cabasse vise une croissance moyenne de 15% entre 2021 et 2025 (vs +32%/an entre 2019 et 2021) soit un chiffre d'affaires porté à 20 M€ et un EBITDA normatif (post CIR) de 15% en ligne avec la concurrence tout en restant inférieur au niveau de Vervent Audio (marques Focal et Naim positionnées sur le haut de gamme) qui affiche fin 2021 un chiffre d'affaires de 110 M€ et un taux d'EBITDA post CIR de 17%.

4.2 Une progression des indicateurs financiers dès 2023

L'exercice 2022 peut être considéré comme atypique pour Cabasse puisqu'il subit à la fois l'impact de la crise ukrainienne sur une partie de la demande export mais également des retards de livraisons de composants qui ont freiné la génération de chiffre d'affaires sur l'année. Ainsi, nous anticipons une progression modérée du chiffre d'affaires de 5% à 11,6 M€ avec certains reports attendus de livraisons sur le début 2023. En termes de marge, la résorption des problèmes de transport au 2nd semestre et la bonne gestion de la marge brute (effet mix favorable) devraient permettre de faire progresser l'EBE post CIR de 0,5 M€ en 2021 à 0,7 M€ en 2022 soit 6% du CA (contre 4,7% en 2021) et une forte remontée par rapport au 1^{er} semestre.

A compter de 2023, nous anticipons :

- un rythme de progression des ventes de 20% par an en ligne avec l'objectif du management qui prévoit 2 lancements produits par an, la montée de l'international dans les ventes et le développement des partenariats dans le luxe ;
- une montée progressive du taux d'EBE/CA post CIR jusqu'à près de 15% avec :
 - le maintien du taux de marge brute à plus de 50% avec l'impact favorable du mix (montée de la part du très haut de gamme),
 - la hausse modérée des charges externes liée essentiellement à la prise en compte dès 2023 des honoraires du management pour 0,36 M€,
 - l'effet de recrutements d'ingénieurs R&D (+2) et de commerciaux (+4) sur les frais de personnel (+0,9 M€ entre 2022 et 2025),
 - un niveau stable de production immobilisée (0,4 M€ / an).

Prévisionnel de CA et d'EBE post CIR en M€



Source : estimations Champeil

Sur ces bases et malgré des amortissements en progression liés aux investissements prévus, le résultat net devrait être à l'équilibre dès 2022 et représenter près de 10% du CA en 2025 sachant que sur la période la Société paierait de l'impôt sur les sociétés à partir de 2024 sur une base réduite compte tenu de l'imputation des reports déficitaires.

Compte de résultat prévisionnel détaillé

en K€	2021	%	2022E	%	2023E	%	2024E	%	2025E	%
Chiffre d'affaires	11 032,9	100,0%	11 600,0	100,0%	14 071,0	100,0%	17 020,0	100,0%	20 042,0	100,0%
Production stockée	665,7	6,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Achats	6 384,5	57,9%	5 800,0	50,0%	7 035,5	50,0%	8 510,0	50,0%	9 820,6	49,0%
Marge brute	5 314,0	48,2%	5 800,0	50,0%	7 035,5	50,0%	8 510,0	50,0%	10 221,4	51,0%
Autres produits (prod immo et autres)	496,7	4,5%	432,0	3,7%	432,0	3,1%	432,0	2,5%	432,0	2,2%
Frais de personnel	1 890,1	17,1%	2 017,7	17,4%	2 017,7	14,3%	2 307,8	13,6%	2 887,9	14,4%
Charges externes	3 514,7	31,9%	3 620,1	31,2%	4 163,1	29,6%	4 579,4	26,9%	4 968,7	24,8%
EBE	318,6	2,9%	502,3	4,3%	1 175,2	8,4%	1 919,9	11,3%	2 638,1	13,2%
EBE post CIR	514,0	4,7%	697,7	6,0%	1 370,6	9,7%	2 115,3	12,4%	2 833,5	14,1%
Amort. Et Prov	590,6	5,4%	607,9	5,2%	686,3	4,9%	749,1	4,4%	799,3	4,0%
Résultat d'exploitation	-272,0	-2,5%	-105,7	-0,9%	488,8	3,5%	1 170,9	6,9%	1 838,8	9,2%
Résultat financier	-75,9	-0,7%	-50,0	-0,4%	-50,0	-0,4%	-25,0	-0,1%	0,0	0,0%
Impôts	-195,4	-1,8%	-195,4	-1,7%	-195,4	-1,4%	-177,2	-1,0%	-72,3	-0,4%
Résultat exceptionnel	-70,4	-0,6%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Résultat net	-222,9	-2,0%	39,8	0,3%	634,3	4,5%	1 323,1	7,8%	1 911,2	9,5%

Source : estimations Champeil

L'évolution de la structure financière prévisionnelle est marquée par :

- l'augmentation de capital de 2 M€ anticipée sur l'exercice 2022 dont 0,7 M€ de conversion de compte courant déjà réalisé au premier semestre et 1,5 M€ dans le cadre de l'IPO avant 0,2 M€ de frais ;
- le financement du BFR que nous anticipons par prudence stable en % du chiffre d'affaires ;
- les échéances de remboursement des emprunts (en accélération en 2024 avec les premières échéances PGE en année pleine) accompagnées de dettes complémentaires (+0,6 M€/an) pour les Capex courants ;
- une enveloppe d'investissements portée à 1 M€ par an dont 0,4 M€ de production immobilisée et 0,6 M€ de matériels et outillage.

A compter de 2025, la génération de cash net redevient positive.

Tableau de flux de trésorerie prévisionnel

En K€	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Capacité d'autofinancement	388	648	1 321	2 072	2 710
-Variation du BFR brut	1 376	134	584	697	714
Flux de trésorerie liés à l'activité	-988	514	736	1 375	1 996
Flux de trésorerie lié aux investissements	867	620	1 000	1 000	1 000
Augmentation de capital	0	1 994	0	0	0
Variation nette dette LT (y compris compte courant)	1 363	-601	-140	-490	-630
<i>dont compte courant Cabasse Group</i>	<i>-936</i>	<i>-1 591</i>			
Flux de trésorerie liés au financement	1 363	1 393	-140	-490	-630
Divers	-6	0	0	0	0
Variation de trésorerie nette	-498	1 287	-404	-115	366

Source : estimations Champeil

Grâce à la levée de fonds réalisée, la structure financière commence à se redresser significativement et le gearing est attendu en-dessous de 100% à compter de 2024.

Bilan prévisionnel

en K€	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Fonds propres	339	2 373	3 007	4 331	6 242
Immobilisations nettes	3 057	3 069	3 382	3 633	3 834
BFR	2 608	2 743	3 327	4 024	4 738
<i>En % du CA</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>
Endettement net	5 018	3 130	3 394	3 019	2 023
<i>dont dette LT</i>	<i>6 711</i>	<i>5 020</i>	<i>4 880</i>	<i>4 390</i>	<i>3 760</i>
<i>Compte courant Cabasse Group</i>	<i>2 979</i>	<i>1 388</i>	<i>1 388</i>	<i>1 388</i>	<i>1 388</i>
<i>dont trésorerie nette</i>	<i>603</i>	<i>1 890</i>	<i>1 486</i>	<i>1 371</i>	<i>1 737</i>
Gearing	1478%	132%	113%	70%	32%

Source : estimations Champeil

5 Valorisation

Pour établir la valorisation de Cabasse, nous avons étudié trois méthodes d'évaluation :

- la méthode des comparables boursiers qui consiste à approcher la valeur d'une société par référence à des ratios constatés sur des sociétés cotées en bourse opérant sur le même secteur ;
- la méthode transactions comparables qui consiste à approcher la valeur d'une société par référence à des ratios constatés lors d'opérations financières sur des sociétés opérant sur le même secteur ;
- la méthode des discounted cash flow qui consiste à valoriser une société en fonction des flux de trésorerie futurs qu'elle est susceptible de générer.

5.1 La méthode des comparables boursiers

Pour constituer l'échantillon de comparables, nous avons intégré trois acteurs du secteur audio :

- Sonos, le leader américain des produits audio, plutôt grand public,
- Bang & Olufsen, un acteur danois audio et vidéo plutôt haut de gamme avec des produits très design mais un modèle de distribution atypique dans le secteur (boutiques détenues en propre),
- Focusrite Plc, un acteur anglais qui distribue des produits et logiciels pour les professionnels de l'audio et amateurs de musique.

Données sur les comparables

	Taille de CA	EBITDA publié/CA	Capitalisation	VE/CA			VE/EBITDA		
	2021	2020	boursière en M€	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Sonos Inc	1,7 Md€	9%	1 910	0,7	0,7	0,6	5,7	6,3	4,5
Focusrite Plc	0,2 M€	26%	443	2,1	2,1	2,0	9,1	9,1	8,7
Bang & Olufsen	0,4 M€	2%	145	0,4	0,3	0,3	7,4	4,3	2,6
Médiane				0,7	0,7	0,6	7,4	6,3	4,5

Source : InFront
cours moyen 1 mois 08/11/2022

En appliquant les multiples médians 2022 aux données Cabasse 2022 et 2025 (puis en actualisant ces résultats au coût moyen pondéré du capital -cf DCF), la valorisation moyenne post money ressort à **11,3 M€** sachant que nous intégrons la valeur des reports déficitaires.

Méthode des comparables

En M€	Multiples médians 2022	Données Cabasse 2022	Valorisation des fonds propres induite	Données Cabasse 2025	Valorisation des fonds propres induite*
VE/CA	0,7	11,6	9,2	20,0	10,7
VE/EBITDA (avant CIR)	7,4	ns	ns	2,6	14,0

Source : Champeil
*données actualisées

5.2 La méthode des transactions comparables

Deux transactions dans le secteur apparaissent comme pertinentes :

- le LBO bis sur Vervent Audio Holding en 2019 (valorisation des fonds propres de 120 M€ soit une valeur d'entreprise estimée de 157 M€) ;
- le rachat de Pro Audio (Adam Audio / Allemagne) par Focusrite plc pour un montant de 18 M€.

En appliquant les multiples de ces transactions aux données Cabasse 2022 et Cabasse 2025 (puis en actualisant ces résultats au coût moyen pondéré du capital), la valorisation moyenne post money ressort à **18,4 M€**.

Méthode des transactions

En M€	Multiples LBO Vervent holding (X)	Multiples Pro Audio / Focusrite (X)	Moyenne transactions (x)	Données Cabasse 2022	Valorisation des fonds propres induite	Données Cabasse 2025	Valorisation des fonds propres induite*
VE/CA	1,4	1,4	1,4	11,6	16,9	20,0	19,9
VE/EBITDA (avant CIR)	10,2	10,6	10,6	ns	ns	2,6	18,4

* après actualisation

Sources : estimations Champeil, Epsilon Research
* données actualisées

5.3 La méthode des DCF

Pour la méthode des DCF, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- le plan prévisionnel détaillé jusqu'en 2025 puis, pour la période 2026- 2031, un ralentissement progressif de la croissance des ventes, un taux d'EBIT/CA cible de 13% ainsi qu'un relatif maintien des niveaux d'investissement et de BFR ; nous avons tenu compte de façon théorique des reports déficitaires disponibles à fin 2021 directement dans les flux (la Société ne paie pas d'IS avant 2031) ;
- un taux d'actualisation de 13,4% correspondant au coût moyen du capital basé sur :
 - o un coût des fonds propres de 15,7% intégrant un taux sans risque de 2,68% (OAT 10 ans), une prime de risque de marché de 6,52% (Fairness Finance) et un facteur de risque spécifique de 2 tenant compte des risques de réalisation du prévisionnel et de la structure financière à date ;
 - o un coût de la dette de 2,5% avant impôt ;
 - o un gearing cible à terme de 20% ;
- un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- une situation financière retraitée des opérations financières attendues en 2022 et intégrant l'affacturage.

Sur ces bases, **la valorisation post money ressort à 14,3 M€** avec un poids équilibré de la valeur terminale dans la valeur globale.

Données détaillées de la méthode des DCF

Cash flow net (en k€)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Flux terminaux
CA	11 600,0	14 071,0	17 020,0	20 042,0	23 199,7	26 159,0	28 711,0	31 007,8	32 868,3	34 511,7	
Var en %	5%	21%	21%	18%	16%	13%	10%	8%	6%	5%	
EBIT	-105,7	488,8	1 170,9	1 838,8	2 552,0	3 400,7	3 732,4	4 031,0	4 272,9	4 486,5	4 486,5
Var en %	ns	ns	140%	57%	39%	33%	10%	8%	6%	5%	
% du CA	-1%	3%	7%	9%	11%	13%	13%	13%	13%	13%	
(-) Impôt - CIR	-195,0	-195,0	-195,0	-195,0	-195,0	-195,0	-195,0	-195,0	-195,0	-195,0	926,6
% EBIT	185%	-40%	-17%	-11%	-8%	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%	21%
= EBIT après impôt	89,3	683,8	1 365,9	2 033,8	2 747,0	3 595,7	3 927,4	4 226,0	4 467,9	3 559,9	3 559,9
(+) Dot. aux amort	607,9	686,3	749,1	799,3	839,4	871,5	897,2	917,8	934,2	947,4	
(-) Investissements	620,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	
% du CA	5%	7%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	
(-) Variation du BFR	134,1	584,2	697,2	714,5	746,6	699,6	603,4	543,0	439,9	388,5	116,6
BFR	2 742,6	3 326,8	4 024,0	4 738,5	5 485,0	6 184,7	6 788,0	7 331,1	7 771,0	8 159,5	
% du CA	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	
CF	-56,8	-214,0	417,7	1 118,6	1 839,8	2 767,5	3 221,3	3 600,7	3 962,2	3 118,7	3 443,3
DCF	-55,1	-182,9	314,7	743,1	1 077,6	1 429,3	1 466,9	1 445,8	1 402,8	973,6	

Dernier flux normatif	
Taux de croissance infini	1,5%
Dernier flux normatif	3 443,3
Valeur de sortie	29 338,7
Valeur de sortie actualisée	9 158,6
Synthèse	
Sommes des flux 2022-2031	8 615,7
+ Valeur de sortie actualisée	9 158,6
= Valeur globale de l'entreprise	17 774,3
- Endettement net 2021	5 017,9
+ Impact net IPO	1 300,0
- Variation compte courant	-1 591,0
- Affacturage	1 367,0
= Valeur actuelle nette	14 280,4

Sensibilité

En M€ CMPC	croissance à l'infini		
	1,0%	1,5%	2,0%
12,9%	15,0	15,4	15,7
13,4%	14,0	14,3	14,6
13,9%	13,1	13,3	13,6

Source : estimations Champeil

5.4 Synthèse

En pondérant les différentes méthodes, nous aboutissons à une valorisation centrale post money de 14,2 M€ soit 12,7 M€ pré-money et 12,4 € par action.

Synthèse de la valorisation post-money Cabasse

	En M€	Pondération
DCF	14,3	50%
Comparaisons boursières	11,3	30%
Transactions	18,4	20%
Valorisation centrale	14,2	

Source : estimations Champeil

6 Données Financières

6.1 Compte de résultat simplifié

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Chiffre d'affaires	8,1	11,0	11,6	14,1	17,0	20,0
% évolution	28,1%	35,9%	5,1%	21,3%	21,0%	17,8%
Marge brute (yc prod stockée)	3,6	5,3	5,8	7,0	8,5	10,2
% du CA	44,7%	48,2%	50,0%	50,0%	50,0%	51,0%
Excédent brut d'exploitation	0,0	0,3	0,5	1,2	1,9	2,6
% évolution	ns	ns	57,7%	134,0%	63,4%	37,4%
% du CA	-0,5%	2,9%	4,3%	8,4%	11,3%	13,2%
Résultat d'exploitation	-0,6	-0,3	-0,1	0,5	1,2	1,8
% évolution	-	-50,6%	-61,2%	-562,6%	139,5%	57,0%
% du CA	-6,8%	-2,5%	-0,9%	3,5%	6,9%	9,2%
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Résultat courant avant impôts	-0,6	-0,3	-0,2	0,4	1,1	1,8
Résultat Net	-0,5	-0,2	0,0	0,6	1,3	1,9
% évolution	-	ns	ns	ns	108,6%	44,4%
% du CA	-5,6%	-2,0%	0,3%	4,5%	7,8%	9,5%

6.2 Bilan simplifié

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Immobilisations incorporelles	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sur valeurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corporelles	2,0	2,2	2,2	2,5	2,8	3,0
Immobilisations financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Actif Immobilisé	2,8	3,1	3,1	3,4	3,6	3,8
Capitaux Propres PDG	0,6	0,3	2,4	3,0	4,3	6,2
Provisions pour risques et charges	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BFR (Hors Factor)	1,2	2,6	2,7	3,3	4,0	4,7
% du CA	15%	24%	24%	24%	24%	24%
Endettement net	3,2	5,0	3,1	3,4	3,0	2,0

6.3 Tableau de flux

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Capacité d'autofinancement	0,1	0,4	0,6	1,3	2,1	2,7
-Variation du BFR brut	-0,1	1,4	0,1	0,6	0,7	0,7
Flux de trésorerie liés à l'activité	0,1	-1,0	0,5	0,7	1,4	2,0
Flux de trésorerie liés aux investissements	0,6	0,9	0,6	1,0	1,0	1,0
Flux de trésorerie liés au financement	0,7	1,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,6
Variation de trésorerie nette	0,2	-0,5	1,3	-0,4	-0,1	0,4

6.4 Avertissement complémentaire

Champeil est Entreprise d'Investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulé par l'Autorité des Marchés Financiers.

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Champeil et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Champeil, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Champeil n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Champeil à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que Champeil ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Champeil de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Champeil et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Champeil.

La politique de gestion des conflits d'intérêts est accessible directement sur le site de Champeil dans la rubrique réglementation.

Détails des conflits d'intérêts potentiels	
Participation de Champeil et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Non
Participation et/ou intérêts personnels de l'analyste financier dans le capital de l'émetteur	Non
Participation de l'émetteur au capital de Champeil	Non
Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Champeil	Non
Rémunération de Champeil par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Oui
Rémunération de Champeil par l'émetteur au titre d'autres prestations autres que l'établissement de la présente analyse financière (y compris sur les douze derniers mois)	Oui (*)
Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion	Oui
Conclusions de l'analyse financière modifiées par l'émetteur	Non
L'émetteur représente plus de 5% des revenus bruts consolidés de Champeil	Non
L'émetteur représente plus de 5% des revenus bruts consolidés du prestataire externe mandaté par Champeil	Oui

(*) *Accompagnement de la société dans le cadre d'opérations de financement*