

GEA (Grenobloise d'Électronique et d'Automatismes)

Thèse d'investissement — situation spéciale : une société familiale à l'heure de la transmission

Euronext Paris — GEA / FR0000053035 — éligible PEA & PEA-PME

10 juillet 2026

Cours (10/07/26)	85,50 €	Capitalisation	94,0 M€
Trésorerie nette (31/03/26)	40,2 M€	Valeur d'entreprise	53,8 M€
Actions (capital / flottant)	1 099 538 / 9,93 %	ANC par action	49,9 €
Espérance pondérée (12-36 mois)	≈ 99 € (+16 %)	Dividende 2026 versé	1,90 € (2,2 %)

1. Synthèse et recommandation

GEA est le leader français des systèmes de péage (équipement de la quasi-totalité des sociétés d'autoroutes françaises, contrats cadres Vinci, Eiffage et Abertis), sans aucune dette, avec 40,2 M€ de trésorerie nette — 43 % de la capitalisation — et une activité qui réaccélère (+20 % de production au S1 2025/26, carnet de 61,7 M€). La thèse n'est pourtant pas d'abord fondamentale : elle est **capitalistique et successorale**. Trois blocs patrimoniaux détiennent ensemble 89,96 % du capital : la famille Zass — fondatrice et dirigeante de la société, majoritaire en droits de vote — à 41,47 %, Eximium, le family office fondé par Michel Baulé (décédé en janvier 2023, véhicule purement financier repris par ses fils), monté par rampement à 31,79 %, et la Compagnie Financière Roger Zannier (16,70 %), dont le principal a 81 ans. Le flottant résiduel, 9,93 %, est passé sous l'engagement de flottant minimal de 10 % pris à la cotation. La cote ne sert plus à rien : ni liquidité (souvent quelques titres échangés par jour), ni financement, ni couverture d'analystes.

L'issue naturelle de cette structure est une sortie — cession industrielle de la société ou retrait de la cote — dont les trois blocs se partageront le calendrier. Chaque événement de ce type déclenche une protection pour le minoritaire (OPA obligatoire au prix du bloc, expertise indépendante en cas de retrait). Dans l'attente, l'actionnaire est payé pour patienter : dividende ordinaire en hausse (1,30 → 1,60 → 1,90 €) et un précédent de distribution exceptionnelle massive — **19,47 € par action versés au titre de 2023/24 (21,4 M€, ~23 % de la capitalisation actuelle)** — qui démontre que le cash remonte effectivement aux actionnaires. Le plancher est épais : 36,5 € de trésorerie nette par action et un ANC de 49,9 € sous un cours de 85,50 €, porté par une activité bénéficiaire. L'espérance pondérée des scénarios ressort à ≈ 99 € (+16 %), à laquelle s'ajoute le rendement courant. C'est un profil moins spectaculaire qu'Aramis : moins de décote, pas de catalyseur daté — mais un risque de perte permanente très faible et une optionnalité gratuite sur l'événement de sortie. Taille de position à adapter à l'illiquidité extrême du titre (ordres à cours limité impératifs, sortie lente).

2. Les trois mécanismes de la thèse

2.1 Une table de capital en fin de partie

Actionnaire (28/02/2026)	Actions	% capital	Droits de vote	% DDV
Famille Zass (concert familial)	456 038	41,47 %	912 076	53,72 %
SAS Eximium (Michel Baulé)	349 593	31,79 %	493 022	29,04 %
CFRZ (Roger Zannier,	183 523	16,70 %	183 523	10,81 %

Luxembourg)				
Public (flottant)	109 214	9,93 %	109 214	6,43 %
Autocontrôle	1 170	0,11 %	—	—

Trois blocs totalisent 89,96 % du capital — 90,07 % avec l'autodétention — soit très exactement la zone du seuil de retrait obligatoire (90 %). **Racheter tout le flottant au cours actuel coûterait ~9,3 M€, moins d'un quart de la trésorerie de la société.** La cotation ne survit que par inertie. Aucun pacte n'existe entre les blocs (seul le concert familial Zass est déclaré), mais Eximium et CFRZ siègent toutes deux au conseil de surveillance depuis mars 2024 — les trois capitaux se parlent déjà autour de la même table.

2.2 La question successorale, moteur du calendrier

GEA est une affaire fondée et dirigée par la famille Zass. Le fondateur historique est décédé ; la génération suivante dirige : Serge-Alexis Zass (≈ 64 ans) préside le directoire, Grigori Zass (≈ 58 ans) est directeur général — **aucune génération suivante n'apparaît dans les organes de direction**. Autour d'eux, les deux autres blocs sont de purs investisseurs financiers, eux-mêmes en mode succession : Eximium a perdu son fondateur Michel Baulé en janvier 2023 (ses fils Laurent et François ont repris le family office) et CFRZ est le véhicule de Roger Zannier, 81 ans. Aucun des deux ne prendra jamais le contrôle opérationnel d'un équipementier de péage — leur horizon naturel est la liquidité. La distribution exceptionnelle de 20 M€ de réserves en 2023/24 se lit dans ce cadre : alléger la caisse, servir les blocs sans vendre un titre. Quand la famille décidera de céder — et la démographie du capital rend l'échéance plus probable chaque année — les deux blocs financiers seront vendeurs avec elle.

2.3 Un actif stratégique rare, en reprise

GEA équipe la quasi-totalité des autoroutes françaises et a franchi le virage technologique du flux libre : système satellitaire de collecte de la taxe poids lourds d'Alsace et de l'écocontribution Grand Est en partenariat avec T-Systems (Deutsche Telekom), péage flux libre de Marseille-Schlœsing, système Entry/Exit Schengen pour Eurotunnel. L'export tire la croissance (69 % du carnet) : Maroc (> 15 M€ signés début 2025/26, autoroute Guercif-Nador), Pologne (vidéo-tolling A2 avec Egis), Grèce, Asie centrale, Genève (contrat cadre 4 ans). Pour un consolidateur du secteur ITS (Kapsch TrafficCom, SICE, Indra, Q-Free, Fayat/Fareco...) ou un opérateur (Vinci Highways, Egis, T-Systems), la base installée française et les références flux libre de GEA sont introuvables ailleurs. C'est ce qui donne à une cession sa valeur stratégique au-delà des multiples comptables.

3. Valorisation par somme des parties : activité + trésorerie excédentaire

3.1 Découper la trésorerie

Trésorerie (31/03/2026)	M€	€ / action
Trésorerie nette totale (zéro dette)	40,2	36,5
— Cash opérationnel nécessaire (≈ 3 mois de production, cautions et garanties de marchés export)	~12	~11,0
= Trésorerie excédentaire distribuable	~28	~25,5

L'estimation du cash opérationnel est volontairement généreuse : activité par grands contrats (acomptes clients, garanties de bonne fin sur l'export), ~12 M€ ≈ trois mois de production. Le précédent de 2024 valide l'ordre de grandeur : la société a distribué 21,4 M€ sans gêner

l'exploitation, et la trésorerie est revenue à 40 M€ en dix-huit mois. Les ~28 M€ restants sont du capital dormant qui appartient à l'actionnaire — soit **25,5 € par action, 30 % du cours**.

3.2 Valoriser l'activité seule

Approche (VE de l'activité, cash opérationnel inclus)	Hypothèses	VE (M€)	€ / action
Capitalisation du NOPAT courant	REX 24/25 3,72 M€ × (1–25 % IS) = 2,8 M€ ; 10-12x	28–33	25–30
Capitalisation du NOPAT normalisé	Production ~46-48 M€, marge ~9-10 % → NOPAT ~3,4 M€ ; 10-12x	34–41	31–37
Multiple stratégique (cession)	1,5–1,8x CA normalisé ~46 M€ (base installée, carnet 61,7 M€, flux libre)	69–83	63–75

3.3 Somme des parties

Scénario	Activité	Excédent	Total / action
Standalone strict (10-12x NOPAT normalisé)	31–37 €	25,5 €	57–63 €
Standalone élargi (tout le cash crédité, y c. opérationnel)	31–37 € (+11 €)	25,5 €	67–74 €
Cession industrielle (multiple stratégique + toute la trésorerie)	63–75 € (+11 €)	25,5 €	99–112 €
Cours actuel	—	—	85,50 €

La lecture inversée est la plus instructive : au cours de 85,50 €, une fois retranchés les 25,5 € d'excédent, **le marché paie l'activité ~60 € par action, soit une VE implicite de ~66 M€ — environ 19x le NOPAT normalisé et 1,4x le chiffre d'affaires**. C'est nettement au-dessus d'un multiple standalone de petite valeur illiquide (10-12x), et déjà dans le bas de la fourchette d'un multiple de cession. Autrement dit, le cours intègre déjà une probabilité substantielle d'événement capitalistique — de l'ordre de 40-50 % selon la fourchette M&A retenue. L'asymétrie reste favorable (99-112 € en cas de cession contre 57-74 € en standalone strict), le plancher dur restant les 36,5 € de trésorerie totale et l'ANC de 49,9 € ; mais il faut être lucide : **on n'achète pas ici une décote sur actifs, on achète l'événement de sortie avec un filet de trésorerie**. En cas de tension concurrentielle entre acquéreurs (rareté de la base installée française), le haut de fourchette dépasse 120 €.

4. Génération de cash et trésorerie nette

	30/09/2024	30/09/2025	31/03/2026
Trésorerie nette (M€)	31,3	40,8	40,2
Fonds propres (M€)	54,1	55,7	54,9
Dette financière	0	0	0

La lecture clé est le rebond post-distribution : après avoir versé 21,4 M€ (dividende total de 19,47 € dont ~18 € exceptionnels) au titre de 2023/24 — ce qui a fait passer les fonds propres de 72,6 à

54 M€ —, la société a reconstitué **9,5 M€ de trésorerie en un seul exercice** (31,3 → 40,8 M€ au 30/09/25, après paiement du dividende ordinaire de 1,60 €), sur une production de seulement 39,4 M€. Le modèle est structurellement peu capitalistique et bénéficie d'acomptes clients sur les grands contrats — la prudence impose de ne pas assimiler toute la trésorerie à du cash excédentaire, mais même en retranchant un besoin de sécurité généreux de 10-15 M€, il reste plus de 25 M€ distribuables (23 €/action). Le précédent de 2024 prouve que cette poche remonte réellement : une deuxième distribution exceptionnelle est une option entièrement dans les mains du concert familial — qui en serait le premier bénéficiaire.

5. Scénarios et espérance pondérée

#	Scénario	Fenêtre	Central (€)	Prob.	Contrib.
S1	Cession industrielle — les blocs vendent à un stratégique, OPA obligatoire sur le flottant au prix du bloc	2027-2029	115	30 %	34,5
S2	Sortie de cote patrimoniale — OPA simplifiée / OPR-RO par la famille, seule ou avec Eximium et CFRZ	2026-2028	100	25 %	25,0
S3	Statu quo rémunéré — dividendes croissants, possible 2e distribution exceptionnelle, re-rating léger	continu	92	35 %	32,2
S4	Adverse — tôle froissée opérationnelle (grand contrat, export) et illiquidité sans événement	—	70	10 %	7,0

Espérance pondérée $\approx$ 98,7 €, arrondie à **99 €, soit +16 % sur le cours de 85,50 €**, hors dividendes ($\sim$ 2,2 %/an au rythme courant). La probabilité cumulée d'un événement de sortie (S1+S2 = 55 %) reflète la démographie du capital plutôt qu'un signal de marché : aucune rumeur publique de cession n'existe. Le scénario adverse lui-même laisse 36,5 € de cash par action sous le cours — la perte permanente exige à la fois une destruction opérationnelle durable et l'absence éternelle d'événement, deux conditions qui se contredisent à long terme dans une société où tout le monde a plus de 75 ans.

Focus — à quoi ressemblerait la sortie de cote (S2)

Le chemin le plus simple : la famille Zass (41,47 %) s'associe à Eximium et CFRZ dans une holding de reprise. La formalisation de ce concert ($>$ 30 % ensemble) déclenche une **OPA obligatoire** sur le flottant ; à 90 % atteints — ce qui est mécaniquement acquis puisque les trois blocs y sont déjà — le retrait obligatoire suit, avec attestation d'équité par expert indépendant. Coût total pour les initiateurs : $\sim$ 9-12 M€ selon la prime — finançable par la trésorerie de la cible elle-même après l'opération. La variante à deux temps est encore plus économe : distribution exceptionnelle préalable (le concert reçoit $\sim$ 90 % du cash), puis offre sur une société allégée. C'est précisément ce scénario — offre au rabais après vidage de la caisse — que la section 6 arme.

6. Se défendre en cas d'offre au rabais

Différence majeure avec Aramis : ici, le flottant (9,93 %) **ne peut pas bloquer un retrait obligatoire** — les blocs détiennent déjà les 90 %. La défense du minoritaire ne passe donc pas par le blocage mais par le prix. L'arsenal :

- **L'expert indépendant (attestation d'équité)** : obligatoire en OPR-RO et en cas de conflit d'intérêts (dirigeants-actionnaires initiateurs). L'évaluation multicritères ne peut ignorer ni les

36,5 € de trésorerie par action, ni l'ANC de 49,9 €, ni le carnet de commandes record, ni le redressement en cours (+20 % au S1). Un prix calé sur le seul cours de bourse d'un titre qui échange quelques actions par jour est techniquement contestable — le cours d'un flottant de 9,93 % animé par un contrat de liquidité n'est pas un prix de marché significatif.

- **La règle du prix plancher** : en OPA obligatoire, prix $\geq$ plus haut prix payé par l'initiateur sur 12 mois (donc $\geq$ prix de cession du bloc en S1) ; en retrait, cohérence exigée avec toute transaction récente entre blocs. Si Eximium ou CFRZ vend sa participation à la famille à un prix négocié, ce prix devient la référence du flottant.
- **Le précédent de la distribution exceptionnelle** : toute offre lancée peu après une distribution massive devra intégrer la capacité distributive démontrée dans la valeur — l'argument « la trésorerie n'est pas disponible » est mort depuis 2024.
- **L'AMF et le juge** : observations écrites à l'AMF lors du dépôt de la note d'offre, contestation de la conformité devant la cour d'appel de Paris. Sur les petites OPR au rabais, quelques minoritaires organisés (ADAM, forums smallcaps) ont régulièrement obtenu des relèvements de prix.

7. Calendrier et points de surveillance

Échéance	Événement
Novembre 2026	Chiffre d'affaires annuel 2025/26 — confirmer la reprise (+20 % au S1)
Fin janvier 2027	Résultats annuels 2025/26 — marge, trésorerie, proposition de dividende
Mars 2027	Assemblée générale — résolutions, renouvellements au conseil de surveillance
Avril 2027	Dividende — tout montant exceptionnel serait un signal fort de pré-transmission
En continu	Déclarations AMF : franchissements de seuils, mouvement entre blocs, déclaration de concert — le vrai déclencheur de la thèse
En continu	Information mensuelle actions/droits de vote (site GEA) : toute variation du nombre de DDV trahit un reclassement

8. Risques

- **Illiquidité extrême** : quelques titres par jour. Entrée et sortie lentes, ordres à cours limité obligatoires ; le risque principal de la position est de ne pas pouvoir la vendre au moment choisi.
- **Pas de catalyseur daté** : contrairement à Aramis (pacte expirant en décembre 2026), rien n'oblige les blocs à bouger. Le coût du temps mort est réel si le statu quo dure au-delà du raisonnable — partiellement compensé par le dividende.
- **Offre au rabais** : le scénario S2 peut se faire à prix serré ; le minoritaire ne peut pas bloquer, seulement contester le prix (section 6).
- **Risque opérationnel** : activité par grands contrats, volatile (production -14 % en 2024/25) ; exécution export (Afrique 30 % du CA, Asie centrale) ; décalages de mise en service déjà visibles au S1 (production stockée +48 %).
- **Horizon des concessions autoroutières françaises** (échéances 2031-2036) : incertitude sur les investissements des concessionnaires en fin de contrat — mais la migration vers le flux libre, où GEA est positionné, joue en sens inverse.

- **Gouvernance verrouillée** : droits de vote double, majorité familiale absolue en AG — le minoritaire est passager du calendrier des blocs.

Document de travail établi le 10 juillet 2026 sur sources publiques (communiqués GEA, rapport annuel 2023/24, descriptif de programme de rachat AG du 31/03/2026, Boursorama, Pappers). Les probabilités et prix de scénarios sont des jugements personnels à challenger. Ceci n'est pas un conseil en investissement.