# Lumibird — la sortie stratégique réussie, le point d'entrée manqué

*Thèse « situation spéciale » : après la cession du Médical à IPG Photonics (300 M€), un pure player photonique défense/spatial surcapitalisé — mais la somme des parties est déjà dans le cours.*

LBIRD — FR0000038242 — Euronext Paris (Compartiment B, Tech Leaders) — éligible PEA / PEA-PME / SRD LO | Cours de référence : 26,25 € | Capitalisation : ~578 M€ | VE : ~663 M€ | 17 juillet 2026

## 1. Synthèse et lecture d'ensemble

L'histoire vient de changer de nature. Dans la nuit du 16 au 17 juillet 2026, Lumibird a annoncé être entré en **négociation exclusive avec l'américain IPG Photonics** pour céder sa division Médicale (ophtalmologie) sur la base d'une **valeur d'entreprise de 300 M€**, majorée d'un earn-out pouvant atteindre 50 M€. Le dossier n'est plus « un groupe laser à deux jambes dont l'une boite » : il devient un pari sur un **pure player photonique défense/spatial**, doté d'un bilan surcapitalisé et d'une promesse de redistribution aux actionnaires.

Lumibird a réussi les trois choses difficiles simultanément : **redresser ses marges** (15,9 % → 20,2 % d'EBITDA en un an), **gagner des positions durables dans la défense européenne** (Skyranger 30 / Rheinmetall), et **monétiser au bon moment** un actif dont la croissance s'essoufflait, à un prix respectable, auprès d'un acquéreur industriel crédible payant cash. Le problème n'est pas la qualité du dossier — il est réel — c'est le **point d'entrée**.

| **300 M€** | **26,25 €** | **~17×** | **29,5–30 €** |
|---|---|---|---|
| VE de la division Médicale cédée à IPG (+ earn-out ≤ 50 M€) | cours du 17/07/2026 (~+96 % sur 1 an, plus hauts de 20 ans) | EBITDA 2025 auquel ressort implicitement le stub photonique | objectif consensus (3 achats) — potentiel +12 % à +14 % |

### Les cinq points à retenir

- **Un exercice 2025 de rupture opérationnelle.** CA 225,6 M€ (+8,9 %, +10,2 % à périmètre et change constants), EBITDA 45,6 M€ (+38 %) soit une marge de 20,2 % contre 15,9 % en 2024, résultat net 14,0 M€ (+146 %). Premier dividende de l'histoire du groupe (~0,37 €/action).
- **La photonique est le moteur, le médical le boulet.** En 2025, Photonique +14,1 % (dont Défense/Spatial +20 %) contre Médical +4,1 %. Au T1 2026, l'écart devient béant : Photonique +11,3 %, Médical −9,2 %. La cession résout cette asymétrie.
- **Le prix du Médical est correct, pas exceptionnel.** 300 M€ = ~2,7× le CA 2025 et ~12,4× notre estimation d'EBITDA 2025 de la division. Un multiple d'industriel, pas de medtech en croissance — cohérent avec une activité qui ne croît que de 4 %.
- **L'earn-out de 50 M€ ne doit pas être valorisé au nominal.** Le seuil bas 2026 (119 M€ de CA médical) suppose déjà +6 % sur l'année, alors que la division recule de 9 % au T1 (voir §3).
- **Le marché a déjà largement intégré la nouvelle.** Le titre a pris ~96 % sur un an. À 26,25 €, le stub photonique ressort à ~17× l'EBITDA 2025 : la décote de conglomérat a disparu avant même le closing.

> **Position analytique : dossier de qualité, valorisation tendue.** À ce cours, l'investisseur paie déjà l'intégralité du scénario favorable — closing sans encombre, redistribution généreuse, et re-rating du pôle photonique aux multiples de la défense européenne. Le rapport rendement/risque nous paraît symétrique, voire légèrement défavorable, avec un consensus à 29–30 € (+12 % à +14 %) qui laisse peu de marge. Un dossier à **surveiller de près** plutôt qu'à poursuivre au cours actuel. Les deux vrais points d'inflexion : le **CA S1 le 27 juillet 2026** et l'annonce du **montant et de la forme de la redistribution**.

## 2. L'opération IPG Photonics : les termes exacts

| Paramètre | Détail |
|---|---|
| Objet | Cession de 100 % de la division Médicale (Lumibird Medical : diagnostic et traitement laser en ophtalmologie) |
| Acquéreur | IPG Photonics Corporation (NASDAQ : IPGP), Marlborough, Massachusetts — leader mondial du laser à fibre |
| Statut | Offre ferme reçue ; négociations exclusives engagées le 17/07/2026 |
| Valeur d'entreprise | **300 M€**, cash-free / debt-free, payés en numéraire au closing (financés sur la trésorerie d'IPG) |
| Earn-out | Jusqu'à 50 M€ en deux tranches liées aux performances 2026 et 2027 (voir §3) |
| Closing visé | Quatrième trimestre 2026 |
| Conditions suspensives | Consultation des IRP ; conditions usuelles ; **et surtout octroi par l'AMF d'un non-lieu au dépôt d'une OPR** (art. 236-6 du règlement général) |
| Conseils Lumibird | J.P. Morgan Securities plc (financier) et Linklaters (juridique) |
| Emploi des fonds | Renforcement du bilan, réduction de l'endettement, financement R&D / capacités industrielles / expansion internationale, et redistribution aux actionnaires d'« une part significative » du produit |

### Ce que le prix implique — la somme des parties est déjà faite

| | Division Médicale | Division Photonique | Groupe 2025 |
|---|---|---|---|
| CA 2025 (M€) | 112,2 | 113,4 | 225,6 |
| Croissance publiée | +4,1 % | +14,1 % | +8,9 % |
| EBITDA estimé (M€) | ~24,1 | ~21,5 | 45,6 (publié) |
| Marge EBITDA estimée | ~21,5 % | ~19,0 % | 20,2 % (publié) |
| Valorisation | 300 M€ (VE contractuelle) | ~363 M€ (VE implicite) | ~663 M€ (VE de marché) |
| VE / EBITDA | ~12,4× | ~16,9× | 14,5× |
| **VE / CA** | **~2,7×** | **~3,2×** | **2,9×** |

*Répartition de l'EBITDA par division : estimation dérivée de la guidance de janvier 2026 (« >21 % Médical, >17 % Photonique, >19 % groupe ») calée sur l'EBITDA groupe réel. Non confirmée par une publication segmentée.*

**Le prix est honnête sans être un coup.** 12,4× l'EBITDA pour un leader mondial de l'ophtalmologie laser est un multiple d'actif industriel mature ; les comparables medtech en croissance se traitent entre 15× et 20×. Le prix sanctionne la croissance molle (+4 %) et le trou d'air du T1 2026. **En retranchant les 300 M€ de la VE de marché, le pôle photonique ressort déjà à ~16,9× son EBITDA 2025** : l'arbitrage « somme des parties » sur lequel beaucoup misaient depuis novembre 2024 s'est largement matérialisé dans le cours.

## 3. L'earn-out de 50 M€ vaut probablement beaucoup moins

C'est le point le plus mal compris de l'annonce, et celui où l'écart entre le titre du communiqué (« jusqu'à 50 M€ ») et la réalité économique est le plus grand.

| Tranche | Critère | Fourchette de déclenchement | Croissance implicite vs 2025 |
|---|---|---|---|
| 2026 | CA du Médical, ajusté selon l'EBITDA | 119,0 → 132,5 M€ | +6,1 % → +18,1 % |
| 2027 | CA uniquement (solde de l'earn-out) | 134,1 → 141,0 M€ | +19,5 % → +25,7 % (sur 2 ans) |

**Le calcul qui change la lecture.** Au T1 2026, le Médical a réalisé ~23,1 M€ contre ~25,5 M€ un an plus tôt (−9,2 %). Sur les 9 mois restants de 2025, il avait généré ~86,8 M€. Pour atteindre le **seuil bas de 119 M€**, il faut dégager ~95,9 M€ sur 9 mois, soit **+10,5 % après un T1 à −9,2 %**. Le seuil haut (132,5 M€) supposerait +26 % — hors d'atteinte en l'état. Un biais structurel s'ajoute : après le closing, c'est **IPG — et non Lumibird — qui pilotera le compte de résultat** déterminant ce qu'IPG devra payer.

> **Conclusion.** Nous retenons une valeur probabilisée de l'earn-out de l'ordre de **0 à 15 M€ (0,00 à 0,70 €/action)**, et non 50 M€ (2,3 €/action). Le management a certes accepté cette structure — signe d'une confiance dans le redressement du Médical au S2 2026 (normalisation logistique, lancements produits « à partir de l'été ») — mais l'espoir n'est pas une méthode de valorisation.

## 4. Le nouveau Lumibird : un pure player photonique

Après cession, Lumibird serait un groupe de **113,4 M€ de CA** (base 2025) et 600+ collaborateurs, sur quatre familles d'activités.

### Ce qui rend le pôle attractif

- **Une exposition défense européenne réelle et contractualisée.** La filiale Lumibird Photonics Sweden fournit les télémètres laser VIDAR (Erbium:glass pompé par diode) intégrés au Skyranger 30 de Rheinmetall. Après les contrats de 2025, **nouvelle commande le 9 février 2026** pour la version néerlandaise, exécutable de 2026 à 2028.
- **Une souveraineté technologique** qui devient un argument commercial : maîtrise interne des trois briques (lasers à solides, diodes laser, lasers à fibre), dans un contexte de hausse durable des budgets de défense européens.
- **Un levier opérationnel démontré** : marge d'EBITDA de 15,9 % à 20,2 % en un exercice, après un programme d'investissement industriel désormais largement derrière (capex 2025 : 15,9 M€ ; CFO 29,0 M€).
- **Un bilan qui bascule** : d'un endettement net de 84,6 M€ à une position de trésorerie nette potentielle de l'ordre de 200 M€ avant redistribution.

### Ce qui doit rendre prudent

- **Une taille critique discutable** : 113 M€ de CA face à des donneurs d'ordres (Rheinmetall, Thales, agences spatiales) sans commune mesure ; pouvoir de négociation structurellement limité.
- **Un aléa de commande publique** : la croissance dépend de programmes dont le calendrier n'appartient pas à Lumibird (historique de phasage : Lidar 2019-2020, ETS aujourd'hui).
- **Un risque d'allocation du capital** : dirigeant-fondateur contrôlant, trésorerie abondante et valorisations défense au plus haut — combinaison propice aux acquisitions payées trop cher (rappel : épisode CILAS en 2023).
- **Une histoire boursière chaotique** : ~24 € en 2021, sous 7 € en 2024, ~26 € aujourd'hui — un titre à forte amplitude de newsflow.

## 5. Analyse financière

| En M€ (sauf %) | 2024 | 2025 | Variation |
|---|---|---|---|
| Chiffre d'affaires | 207,2 | 225,6 | +8,9 % (+10,2 % lfl) |
| dont Photonique | 99,4 | 113,4 | +14,1 % |
| dont Médical | 107,8 | 112,2 | +4,1 % |
| EBITDA | ~33,0 | 45,6 | +38 % |
| Marge d'EBITDA | 15,9 % | 20,2 % | +4,3 pts |
| Résultat opérationnel | ~11,6 | 23,8 | +106 % |
| Résultat net | 5,7 | 14,0 | +146 % |
| Cash-flow opérationnel | 34,4 | 29,0 | −15,7 % |
| Free cash-flow | n.c. | 13,1 | — |
| **Dette financière nette** | **89,9** | **84,6** | **−5,3** |

**Le point fort.** 2025 valide enfin la thèse du levier opérationnel : +8,9 % de CA ont produit +38 % d'EBITDA et +146 % de résultat net (hausse du taux de marge brute, maîtrise des charges, effet volume). Le S2 2025 a été particulièrement fort (marge d'EBITDA reconstituée ~21,4 % contre 18,9 % au S1).

**Le point d'attention.** Le cash-flow opérationnel recule (34,4 → 29,0 M€) alors que l'EBITDA progresse de 12,6 M€ : absorption de trésorerie par le BFR, corollaire d'une montée en cadence sur des contrats de défense pluriannuels — à surveiller au S1 2026.

**Le trou d'air du T1 2026.** CA de 49,7 M€, +0,7 % publié seulement (~3,4 pts de vent contraire de change). Derrière ce chiffre atone, deux trajectoires opposées : Photonique +11,3 % et Médical −9,2 % (retards logistiques, délais d'importation aux Amériques, contexte Moyen-Orient). Le management a maintenu ses objectifs 2026 ; le marché n'y a pas cru immédiatement (titre −10 % le 28 avril). Fin 2025, le levier (dette nette / EBITDA) ressort à ~1,9× — confortable, appelé à disparaître avec la cession.

## 6. Valorisation : scénarios (somme des parties post-opération)

Hypothèses communes : ~22,0 M d'actions ; dette nette 84,6 M€ ; produit net de cession de 285 à 295 M€ (l'écart avec les 300 M€ recouvrant frais et fiscalité, selon l'éligibilité au régime des titres de participation).

| Hypothèse | Baissier | Central | Haussier |
|---|---|---|---|
| Issue de l'opération | Échec / OPR imposée | Closing T4 2026 | Closing T4 2026 |
| Produit net de cession | 0 (Médical conservé) | 285 M€ | 295 M€ |
| Earn-out retenu | 0 | 10 M€ | 35 M€ |
| EBITDA Photonique retenu | ~24 M€ (2026e) | ~24 M€ (2026e) | ~24 M€ (2026e) |
| Multiple appliqué à la Photonique | 12× | 16× | 20× |
| Valeur des capitaux propres | ~443 M€ | ~594 M€ | ~725 M€ |
| Valeur par action | ~20,1 € | ~27,0 € | ~33,0 € |
| **Potentiel vs 26,25 €** | **−23 %** | **+3 %** | **+26 %** |

Au cours actuel, **le scénario central n'offre aucune marge de sécurité**. Acheter aujourd'hui, c'est parier implicitement sur le scénario haussier — un re-rating du pôle photonique à 20× l'EBITDA, le multiple des purs acteurs de la défense européenne les mieux valorisés. Ce n'est pas absurde, mais ce n'est plus une décote : c'est une prime à conquérir. Le consensus (objectif médian

~29,50–30,00 €, 3 avis à l'achat ; Stifel a initié à l'achat le 20 avril 2026) se situe entre notre central et notre haussier — mais avec un potentiel affiché de seulement +12 % à +14 %.

## 7. Catalyseurs

| Échéance | Événement | Enjeu |
|---|---|---|
| **27 juillet 2026** | CA du S1 2026 (après Bourse) | Le juge de paix immédiat : le Médical est-il revenu en croissance au T2 ? Si oui, l'earn-out redevient crédible. Si non, le T1 n'était pas conjoncturel. |
| S2 2026 | Consultation des IRP et avis de l'AMF (art. 236-6) | Le non-lieu à OPR conditionne l'opération. Un refus rouvrirait tout le dossier. |
| T4 2026 | Closing de la cession | Encaissement des 300 M€ et bascule en trésorerie nette. |
| Non daté | Montant et forme de la redistribution | Le catalyseur le plus puissant. 100 à 150 M€ = 4,5 à 6,8 €/action (17 % à 26 % du cours). La forme (dividende exceptionnel, OPRA, rachats) est déterminante pour les minoritaires. |
| 2027 | Premiers comptes en pure player | Visibilité des marges hors mutualisation des frais de structure avec le Médical, à démontrer. |

## 8. Risques

### Risques liés à l'opération

- **Le risque AMF, sous-estimé.** Céder le Médical revient à céder la moitié du groupe. L'art. 236-6 du RG AMF prévoit qu'un actionnaire de contrôle peut être tenu de déposer une OPR lorsque la société cède l'essentiel de ses actifs. Lumibird sollicite un non-lieu ; avec un contrôle à ~50 % du capital, l'appréciation de l'AMF n'est pas acquise — vraie condition suspensive, pas formalité.
- **Exclusivité n'est pas signature.** Négociations exclusives sur la base d'une offre ferme, pas un contrat signé ; la consultation des IRP doit précéder tout engagement définitif.
- **Earn-out largement hors de portée** en l'état (§3) — risque de déception si le marché le valorise au nominal.

### Risques opérationnels, de gouvernance et de marché

- **Dépendance à la commande publique de défense** : calendriers politiques, phasage de livraisons, effets de base violents d'un trimestre à l'autre sur une base de CA étroite.
- **Change et géopolitique** : sensibilité au dollar (écart +0,7 % publié vs +4,1 % à change constant au T1) ; le conflit au Moyen-Orient décale des livraisons — à double tranchant.
- **Perte de diversification** : le Médical, malgré sa croissance molle, était l'activité la plus rentable et récurrente. Le nouveau Lumibird sera plus cyclique et concentré.
- **Actionnaire de contrôle** : Marc Le Flohic contrôle ~50 % du capital et la majorité des droits de vote (droits de vote double). Les minoritaires n'ont aucun levier sur l'emploi des 300 M€.
- **Point d'entrée** : titre sur ses plus hauts de 20 ans après +96 % en un an ; une part substantielle de la bonne nouvelle était déjà anticipée depuis l'annonce exploratoire de novembre 2024.

## 9. Conclusion

Lumibird présente le profil rare d'une société qui a réussi sa transformation opérationnelle **et** sa sortie stratégique. Le problème n'est pas la société, c'est le prix. À 26,25 €, la somme des parties est déjà faite : les 300 M€ du Médical sont dans le cours, et le pôle photonique résiduel est valorisé ~17× son EBITDA 2025 — un multiple de pure player défense, avant même que Lumibird ne l'ait démontré en tant que tel, avec un seul trimestre de recul et une structure de coûts à réajuster après la scission.

**Ce qui pourrait nous faire changer d'avis, à la hausse :** un CA S1 le 27 juillet montrant un Médical revenu en croissance (validant l'earn-out), suivi d'une redistribution supérieure à 150 M€. Dans ce cas, le scénario haussier à 33 € devient le central. **À la baisse :** un avis défavorable de l'AMF sur le non-lieu, ou un second trimestre médical à nouveau négatif qui ferait passer l'earn-out de « improbable » à « nul ».

*En une phrase : un excellent dossier industriel devenu une opportunité boursière médiocre à ce cours — le travail de valorisation est fait, il reste à savoir si le marché acceptera de payer la prime défense sur les 113 M€ de CA qui restent.*

> **Réserves.** Aucune signature définitive n'existe à ce jour : il s'agit de négociations exclusives sur la base d'une offre ferme. Les probabilités et les hypothèses de valorisation (répartition de l'EBITDA par division, produit net de cession, valeur de l'earn-out, multiples appliqués) sont des jugements de travail à challenger. Ce document est une analyse — pas un conseil en investissement ni une recommandation personnalisée. Investir en actions comporte un risque de perte en capital, particulièrement élevé sur les valeurs moyennes peu liquides.

**Sources principales :** communiqué Lumibird du 17/07/2026 (« Lumibird entre en négociation exclusive en vue de la cession de sa division Médicale à IPG Photonics Corporation », Actusnews / Webdisclosure / ABC Bourse) ; communiqué IPG Photonics du 16/07/2026 (« IPG Photonics Announces Binding Offer to Acquire Lumibird Medical », GlobeNewswire) ; communiqués Lumibird résultats annuels 2025 (10/03/2026), CA annuel 2025 (26/01/2026), CA T1 2026 (27/04/2026), Rheinmetall / Skyranger 30 (09/02/2026), résultats S1 2025 (23/09/2025) ; données de marché et consensus Boursorama, Zonebourse, Ideal-Investisseur, Décision Bourse (cours et consensus au 17/07/2026). Détail complet dans « Lumibird - Base de connaissance.md ».