

EXOSENS

**Une technologie exceptionnelle.
Un prix qui exige de la patience.**

Rapport d'analyse Premium

Août 2026

Beyond the obvious.



EXOSENS — Synthèse d'investissement

EXENS · Euronext Paris · Cours de référence 63,55 €

CA S1 2026

253,1 M€

CROISSANCE ORGANIQUE

+11,4 %

MARGE EBITDA AJUSTÉE

33,0 %

LEVIER FINANCIER NET

1,2×

CADRE DE VALORISATION

≤48 €

Forte conviction

50–55 €

Attractive

59–62 €

Juste valeur

63,55 €

Cours

Exosens réunit technologie difficile à reproduire, demande structurelle et rentabilité exceptionnelle. La thèse industrielle est convaincante. Le prix l'est moins.

QUALITY SCORE MITUXA 85/100

Source : Exosens, résultats S1 2026 (28/07/2026).

Révéler ce que les autres ne voient pas

Exosens ne fabrique pas les équipements de défense les plus visibles. Elle fabrique certaines des technologies qui les rendent possibles.

Vision nocturne

Drones & anti-drones

Caméras infrarouges

Détection nucléaire

Instrumentation scientifique

CLIENTS

300+

BREVETS

300+

RELATIONS CLÉS

20+ ans

R&D BRUTE

7,6 %

CAPACITÉ NV D'ICI 2027

+40 %

Quel prix faut-il accepter de payer pour cette qualité ?

Ce que fait réellement Exosens

Deux activités. Une même expertise.

AMPLIFICATION ~70 % DU CA S1 2026

Le cœur historique. Tubes intensificateurs d'image à haute performance utilisés dans les systèmes de vision nocturne. Le tube est la technologie critique à l'intérieur du système.

DETECTION & IMAGING ~30 %

Le second moteur : infrarouge, hyperspectral, neutrons, gamma, instrumentation scientifique et détection avancée.

Drones

Anti-drones

Nucléaire

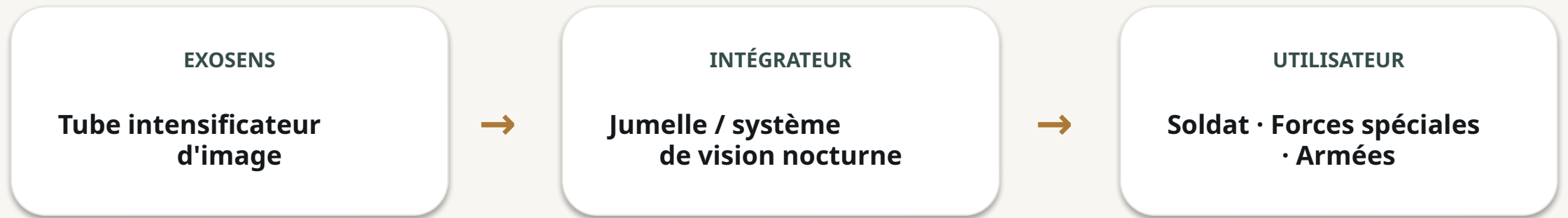
Semi-conducteurs

Life Sciences

Industrie

DÉTECTER CE QUE LES AUTRES NE VOIENT PAS.

Le composant au cœur du système



Une fois qualifié, remplacer un composant critique implique validation, fiabilité, sécurité d'approvisionnement et parfois requalification.

Exosens peut gagner lorsque ses clients gagnent.

Detection & Imaging devient trop important pour être ignoré

AMPLIFICATION

176,3 M€

+11,6 %

DETECTION & IMAGING

77,4 M€

+24,3 %

CROISSANCE ORGANIQUE D&I

+14,6 %

DÉFENSE

Drones · anti-drones · surveillance

NUCLÉAIRE

Neutrons · gamma · réacteurs

INDUSTRIE

Semi-conducteurs · inspection

SCIENCES

Imagerie · spectrométrie

Exosens ne serait plus seulement une entreprise de vision nocturne. Elle deviendrait une plateforme technologique de détection critique.

Source : Exosens, résultats S1 2026. D&I : +24,3 % publié ; +14,6 % organique.

Difficile à construire. Difficile à qualifier. Difficile à remplacer.

TECHNOLOGIE

Décennies de savoir-faire

QUALIFICATION

Composants mission-critical

CLIENTS

Relations longues & co-développement

CAPACITÉ

Produire à grande échelle

SOUVERAINETÉ

Alternative ITAR-free

Le moat n'est pas simplement le produit. C'est tout l'écosystème nécessaire pour le reproduire.

5G : repousser la frontière technologique

L'innovation doit finir par devenir du chiffre d'affaires.

PERFORMANCE GLOBALE

+30 %

DISTANCE DE DÉTECTION

jusqu'à +35 %

RÉSOLUTION LIMITE

82 lp/mm

COMMANDE ACTINBLACK

7 000+

Les premières commandes 5G montrent que l'avance technologique peut se transformer en demande commerciale avant même la montée en puissance complète de la production.

Le véritable moat n'est pas d'inventer. C'est d'inventer quelque chose que le client ne veut pas remplacer.

Lorsque la capacité industrielle devient stratégique

ACCORD THEON

jusqu'en 2030

VOLUME POTENTIEL

400 000+ tubes

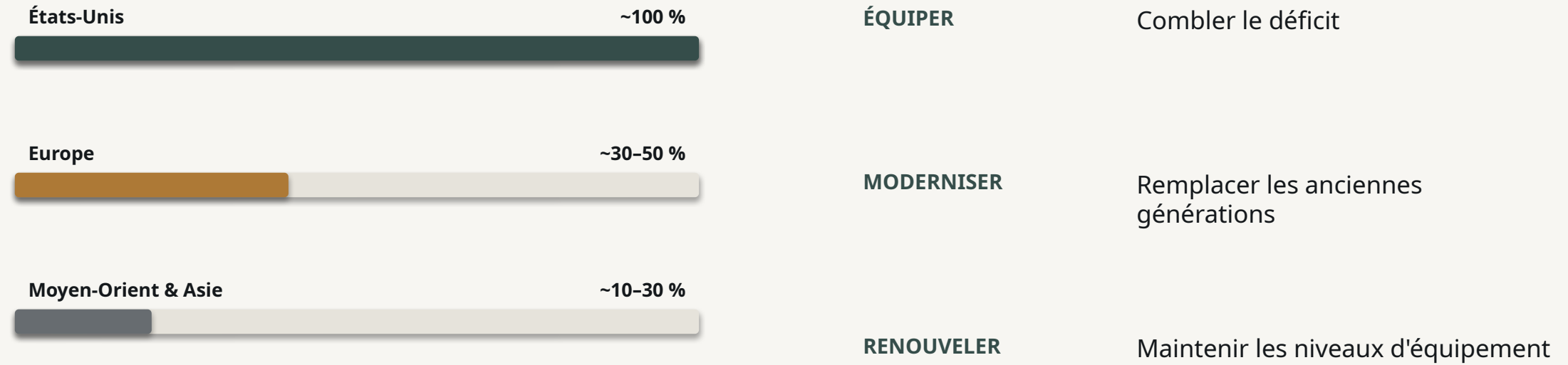
NOUVELLE CAPACITÉ

déjà
partiellement
réservée



La rareté n'est pas le moat. Elle augmente la valeur du moat.

Cette thèse n'a pas besoin d'une guerre permanente.



La thèse repose sur un déficit d'équipement déjà existant.

Les discours parlent de demande. Le capital investi révèle les convictions.

VISION NOCTURNE D'ICI 2027

+40 %

CAMÉRAS IR REFROIDIES

×2

CAMÉRAS THERMIQUES

×3

SI EXOSENS A RAISON

Le capex d'aujourd'hui devient le chiffre d'affaires de demain.

SI EXOSENS SE TROMPE

Le capex d'aujourd'hui devient la surcapacité de demain.

La capacité est à la fois l'opportunité et le risque.

Au-delà de la vision nocturne

Le deuxième moteur accélère.

CA D&I S1 2026

77,4 M€

CROISSANCE PUBLIÉE

+24,3 %

CROISSANCE ORGANIQUE

+14,6 %

DÉFENSE

Drones · surveillance

NUCLÉAIRE

Réacteurs · radiation

INDUSTRIE

Semi-conducteurs

SCIENCES

Imagerie · spectrométrie

La diversification n'est intéressante que si elle crée de la valeur. Jusqu'ici, D&I semble le faire.

Source : Exosens, résultats S1 2026.

L'opportunité des drones

Chaque système autonome doit voir.

DÉTECTER

IDENTIFIER

SUIVRE

NAVIGUER

CAPACITÉ IR REFROIDIE

×2

CAPACITÉ THERMIQUE

×3

EMBERION

**SWIR + 25
familles de
brevets**

Exosens n'a pas acheté des revenus significatifs avec Emberion. Elle a acheté une technologie et son optionalité future.

Plus de plateformes. Plus d'yeux. Potentiellement plus d'Exosens.

Qualité financière

La croissance devient plus rentable.



2024 → 2026E : CA +41 % · EBITDA +49 %

Sources : Exosens FY2025 et S1 2026. 2026E = haut de la guidance, pas un résultat réalisé.

Une entreprise peut grandir sans enrichir ses actionnaires.

ACTIONS POST-IPO

~50,78 M

ACTIONS JUIN 2026

~50,94 M

DILUTION APPROX.

+0,3 %

EBITDA 2025

151,6 M€

FCF 2025

57,3 M€

CAPEX S1 2026

23,3 M€

18,7 M€ croissance

CONVERSION 2025

FCF / EBITDA

~38 %

Le FCF actuel supporte le coût de la croissance future. MITUXA suit le FCF par action — pas les promesses.

Croître — mais pas à n'importe quel prix

1 ORGANIQUE

Capacité + R&D

2 M&A CIBLÉ

Noxant · NVLS · Phasics · Emberion

3 PORTEFEUILLE

Céder ce qui ne crée plus assez de valeur

4 ACTIONNAIRES

Payout cible ~20–25 %

AMBITION MOYEN TERME

1 Md€ CA

LEVIER POSSIBLE

~2×

ROCE 2025 MITUXA

~16,7 %

LECTURE ROCE

**~16,7 %
solide, à surveiller**

Nous ne voulons pas une machine à acquisitions. Nous voulons une machine à composer la valeur par action.

ROCE MITUXA = EBIT ajusté / (Actifs totaux - Passifs courants), sur base FY2025. Approximation analytique.

Exosens vs THEON

Deux façons d'investir dans la même tendance.

	EXOSENS	THEON
Position	Technologie critique	Intégrateur de systèmes
CA 2026E	~540 M€	570-600 M€
Rentabilité	~33 % EBITDA	mid-20s EBIT
Croissance	Forte	Plus rapide
Levier	~1,2×	~1,8×
ROCE	~16,7 %	~17 %
Dilution	Faible	Rights issue récente
Avantage	Technologie + rareté	Backlog + exécution

Sources : Exosens FY2025/S1 2026 ; THEON FY2025/Q1 2026. Comparaison non parfaitement homogène.

Laquelle préférons-nous ?

Préférence MITUXA : EXOSENS

PICKS & SHOVELS

Bénéficie de plusieurs intégrateurs

MARGES

~33 % EBITDA

RARETÉ

Composant critique difficile à reproduire

CAPITAL

Dilution limitée

VALIDATION

THEON a investi 268,7 M€ à 54 €/action

ROCE

~17 % pour les deux aujourd'hui

Une meilleure entreprise ne signifie pas automatiquement un meilleur investissement. Le prix reste une partie de la thèse.

Source : THEON Q1 2026 : participation Exosens ~9,8 %, acquise à 54 €/action.

Un moat solide. Pas un monopole.

L3HARRIS

Menace élevée

Tubes Gen III + systèmes complets

ELBIT SYSTEMS

Menace élevée

Optronique + vision nocturne

THEON / HARDER

Relation complexe

Client, actionnaire, intégrateur,
producteur

**Exosens doit préserver : leadership technologique · qualification · souveraineté ITAR-free
· capacité industrielle fiable.**

Difficile à remplacer ≠ absence de concurrence.

Le client qui peut devenir concurrent

Validation stratégique et risque vertical.

ACCORD D'APPROVISIONNEMENT

jusqu'en 2030

VOLUME POTENTIEL

**400 000+
tubes**

PARTICIPATION THEON

~9,8 %

268,7 M€ à 54 €

AUJOURD'HUI

THEON a besoin d'Exosens.

DEMAIN

**Harder Digital peut internaliser
davantage.**

Watchpoint : achats THEON auprès d'Exosens vs production interne Harder Digital.

Votre meilleur client peut valider le moat — et apprendre où il se trouve.

Sources : Exosens/THEON. Harder Digital augmente sa capacité Gen III ; relation client-actionnaire-concurrent potentiel.

Ce qui peut détruire la thèse

Cinq raisons qui pourraient nous donner tort.

- | | | |
|-----------|-------------------------------------|--------------------------------|
| 01 | Défense se normalise | Amplification organique <5 % |
| 02 | Surcapacité | Capacité > commandes |
| 03 | Gap technologique se ferme | Qualifications / marges |
| 04 | M&A remplace l'organique | ROCE ↓ · goodwill ↑ · levier ↑ |
| 05 | Prix trop élevé | Attentes > exécution |

Une baisse du cours ne détruit pas la thèse. Une détérioration de l'économie du business, oui.

Seuils d'alerte = cadre MITUXA, pas guidance de la société.

Trois scénarios. Pas une prévision.

BAISSIER**~46 €**

Croissance 6 %

Marge 2030 30 %

EV/EBITDA 12×

CENTRAL**~88 €**

Croissance 11 %

Marge 2030 34 %

EV/EBITDA 16×

HAUSSIER**~135 €**

Croissance 15 %

Marge 2030 36 %

EV/EBITDA 20×

Base actions : ~50,94 M

Les trois scénarios ne sont pas pondérés : ils servent à tester l'asymétrie, pas à produire une cible unique.

À 63,55 €, le scénario haussier n'est pas nécessaire. Mais il faut que le scénario baissier soit faux.

Scénarios MITUXA. Valeurs indicatives, ni objectifs de cours ni prévisions de la société.

Quel prix payer ?

Une excellente entreprise. Des rendements très différents selon le prix d'entrée.

COURS DE RÉFÉRENCE

63,55 €

VALEUR 2030 CENTRALE

~88 €

RENDEMENT ANNUALISÉ

~8 %

hors dividendes

POURQUOI ATTENDRE ?

~8 %/an n'offre pas encore assez de marge d'erreur.

≤48 €

FORTE CONVICTION

50–55 €

ATTRACTIVE

59–62 €

JUSTE VALEUR

63,55 €

COURS

Nous préférons risquer de manquer les premiers 10 % de hausse plutôt que supprimer notre marge de sécurité.

Notre travail : déterminer à quel prix les probabilités deviennent clairement favorables.

Scénario central MITUXA ; rendement annualisé approximatif, hors dividendes.

Ce que nous surveillons

Six indicateurs pour savoir si la thèse reste intacte.

Croissance organique

+11,4 %

Alerte <5 %

Marge EBITDA

33,0 %

Alerte <30 %

ROCE

~16,7 %

Doit résister

FCF / action

À suivre

Doit accélérer

Levier

1,2×

Alerte >2×

Actions

~50,94 M

Dilution faible

Le prix nous dit quand regarder. Les fondamentaux nous disent quand acheter.

À SURVEILLER

COURS

63,55 €

JUSTE VALEUR

59–62 €

ATTRACTIVE

50–55 €

FORTE CONVICTION

≤48 €

Nous voulons qu'Exosens devienne moins chère tout en restant la même excellente entreprise.

SURVEILLER. NE PAS POURSUIVRE LE COURS.

Opinion MITUXA fondée sur le cadre de valorisation présenté aux pages 22-24.

POURQUOI NOUS VOULONS L'AVOIR

- **Rareté technologique**
- **Demande structurelle**
- **Marge EBITDA 33 %**
- **Deuxième moteur D&I**
- **Bilan solide**
- **Dilution maîtrisée**

DÉCISION

Sous 55 € : intérêt réel.

Autour de 50 € : très attractif.

≤48 € : candidat forte conviction si la thèse reste intacte.

Analyse indépendante à but informatif - pas un conseil financier personnalisé.

MITUXA · Beyond the obvious.