

Capitalisation	6,6	Ticker	ALORA-FR	Industrie
Objectif de cours	0,80	Nb de titres (en millions)	13,53	Flash valeur
Cours au 21/04/2026	0,49 €	Volume moyen 12m (titres)	25 107	
Potentiel	63%	Extrêmes 12m (€)	0,31€/0,69€	22/04/2026

Discipline des coûts dans un contexte tendu

A retenir

- CA 2025 de 34,2 M€, en baisse de -7,4% y/y
- EBITDA 1,2 M€ (vs 2,0 M€ en 2024)
- Objectif de cours de 0,8€ réitéré

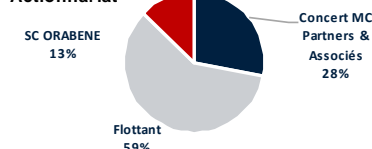
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	37,0	34,2	37,5	40,8
var %	-10,5%	-7,4%	9,5%	8,9%
EBE	2,0	1,3	2,6	3,2
% CA	5,4%	3,7%	7,0%	7,7%
ROC	-0,9	-1,7	-0,2	0,3
% CA	-2,4%	-5,0%	-0,6%	0,8%
RN	-1,7	-2,4	-0,9	-0,4
% CA	-4,7%	-7,0%	-2,5%	-1,0%
Bnpa (€)	-0,13	-0,18	-0,07	-0,03
ROCE (%)	-2,9%	-6,7%	-0,9%	1,5%
ROE (%)	-17,0%	-30,6%	-13,5%	-6,1%
Gearing (%)	114,3%	134,9%	137,9%	129,4%
Dettes nette	11,7	10,6	9,5	8,4
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)				

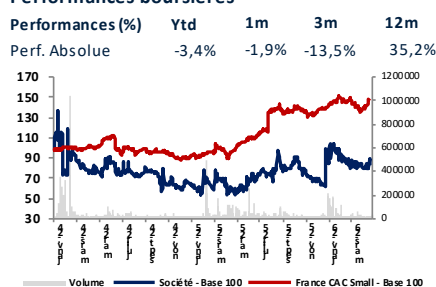
Ratios

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,4	0,5	0,4	0,4
VE/EBE (x)	8,2	13,6	6,0	4,7
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	47,4
PE (x)	ns	ns	ns	ns

Actionnariat



Performances boursières



Publication des résultats annuels 2025

Après avoir communiqué un chiffre d'affaires pour l'exercice 2025 de 34,2 M€, en baisse de -7,4% y/y, Althéora publie des résultats annuels légèrement supérieurs à nos attentes. L'EBITDA ressort à 1,2 M€ (marge de 3,5% vs 5,8% y/y), contre 1,0 M€, le REX à -1,7 M€ vs -1,9 M€e et le RN à -2,4 M€ vs -2,6 M€e. Cette légère surperformance s'explique principalement par une meilleure contrôle des charges opérationnelles dans un environnement d'activité toujours dégradé.

Dans ce contexte, le groupe réaffirme son objectif de long terme de 10% d'EBITDA dans le cadre du plan "CONFLUENCE 2030".

Bonne maîtrise des coûts dans un contexte toujours tendu

Comme attendu, le recul de l'activité (-7,4% du CA) a continué de peser mécaniquement sur la rentabilité. Pour autant, cette publication met en évidence une discipline de coûts satisfaisante, qui permet au groupe d'afficher une performance opérationnelle un peu meilleure qu'anticipé. À titre de comparaison, en 2022, le groupe réalisait 35,0 M€ de chiffre d'affaires pour un EBITDA de 0,9 M€ (2,5% de marge), contre 3,5% en 2025, illustrant une progression de la rentabilité sous-jacente malgré un environnement moins favorable.

Le résultat financier a bénéficié par ailleurs de la baisse de l'endettement et de la détente des taux, mais ne suffit pas à compenser la perte opérationnelle. En conséquence, Le résultat net s'est détérioré à -2,4 M€ (vs -1,7 M€ en 2024).

Un bilan encore sous contrainte malgré un début d'amélioration

À fin 2025, la dette nette ressort à 10,7 M€, en amélioration de -1,0 M€ y/y, traduisant un léger désendettement. Suite à notre discussion avec le management, nous comprenons que la variation de BFR a plus que compensé la perte nette et permis de dégager +2,0 M€ de trésorerie, principalement grâce à un allongement du poste fournisseurs de +1,3 M€.



Selon nos estimations, le FCF est ressorti à 1,1 M€. Les fonds propres s'élèvent à 7,8 M€, ce qui porte le gearing à environ 140%, un niveau de plus en plus élevé pour le groupe qui intègre 4,0 M€ d'obligations convertibles. Le bilan reste donc caractérisé par un levier encore contraint et une flexibilité financière limitée malgré une tendance d'amélioration sur le niveau d'endettement brut.

Perspectives et estimations

Pour 2026, le management vise un retour à une croissance rentable, soutenu par l'exposition du groupe à des marchés structurants (mobilité, défense), plus résilients que la construction traditionnelle.

La stratégie de diversification vers des marchés de substitution constitue un levier clé d'atténuation du cycle, mais la trajectoire reste fortement dépendante de la reprise des volumes.

Nous maintenons à ce stade nos estimations 2026, avec un chiffre d'affaires de 37,5 M€, soit une croissance de +9,5%, et une marge d'EBITDA de 7,0%.

A plus long terme, compte tenu du levier opérationnel dont dispose le Groupe, nous estimons que l'atteinte de l'objectif de rentabilité (EBE de 10%) semble envisageable autour de 50 M€ de chiffre d'affaires.

Recommandation

A la suite de cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat ainsi que notre objectif de cours de 0,80 €.



Présentation de la société

Fondé en 1934, Altheora est un leader européen de la conception et la fabrication de pièces en matériaux composites destinées à tous les secteurs de l'industrie (mobilité terrestre, énergie, aéronautique, médical,...). Le Groupe est organisé autour de trois pôles de compétences : 1/ la transformation de matériaux composites (95% du CA en 2023), 2/ le parachèvement de pièces industrielles (5% du CA en 2023), 3/ l'accélération de projets industriels par l'innovation (depuis 2020).

Introduit en bourse depuis 1988 et cotée depuis 2016 sur Euronext Growth, Altheora s'est développée de manière organique et externe (2 acquisitions depuis 2020), enregistrant un TCAM de CA (2020-25) de +6,0% pour atteindre 34,2 M€ de CA en 2025.

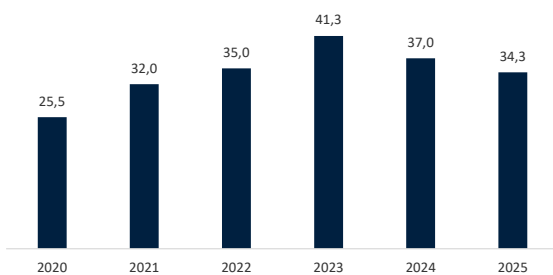
Argumentaire d'investissement

Spécialiste de la transformation de composites et de l'injection plastique, Altheora (ex-Mecolec Composites) a connu un véritable renouveau stratégique depuis l'arrivée à la direction générale de Bénédicte Durand en 2017. Le Groupe est aujourd'hui complètement réorganisé autour de ses métiers cœurs et de l'innovation avec en toile de fond une démarche RSE prégnante.

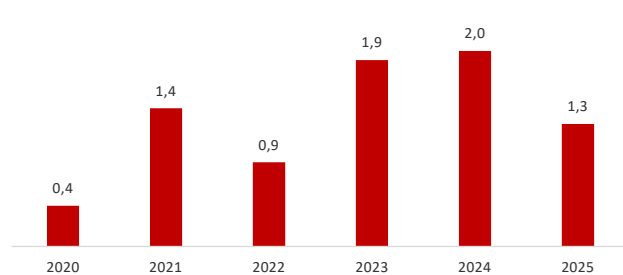
Fort d'un plan stratégique alliant croissance et remontée des marges, Altheora affiche de nombreux atouts (repositionnement sur des secteurs porteurs, innovation, résilience de l'EBE, références clients solides, démarche RSE, rénovation industrielle) pour faire face à la conjoncture.

Focus sur la croissance externe. La croissance externe occupe une bonne place dans le plan stratégique d'Altheora, en effet l'entreprise souhaite se renforcer, se diversifier et ajouter des compétences complémentaires en amont et en aval de sa chaîne de valeur. Le Groupe cible des sociétés rentables réalisant un CA > 7 M€.

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	32,0	35,0	41,3	37,0	34,2	37,5	40,8
Excédent brut d'exploitation	1,4	0,9	1,9	2,0	1,3	2,6	3,2
Résultat opérationnel courant	-0,3	-1,3	-0,9	-0,9	-1,7	-0,2	0,3
Résultat opérationnel	-0,3	-1,3	-0,9	-0,9	-1,7	-0,2	0,3
Résultat financier	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Impôts	0,7	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,2	-1,7	-2,0	-1,7	-2,4	-0,9	-0,4
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	15,9	23,3	22,0	20,4	18,9	17,5	16,2
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
BFR	-1,0	3,7	2,1	1,8	-0,2	-0,8	-1,0
Dettes nettes	6,1	12,7	11,6	11,7	10,6	9,5	8,4
Disponibilités + VMP	3,7	5,8	3,8	1,7	1,9	2,9	4,0
Capitaux propres	8,9	14,1	12,2	10,2	7,8	6,9	6,5
Emprunts et dettes financières	9,8	18,5	15,4	13,4	12,4	12,4	12,4
Total Bilan	35,1	45,9	37,8	33,0	31,2	31,5	32,3
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	0,2	1,2	1,0	0,6	0,1	1,5	2,1
Variation de BFR	0,6	-1,4	0,2	0,3	2,0	0,6	0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,9	-0,3	1,3	0,9	2,1	2,1	2,3
Investissements opérationnels nets	-4,5	-5,3	-1,2	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Investissements financiers nets	0,3	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-4,2	-9,0	-1,2	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Augmentation de capital	0,0	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,6	6,7	-2,0	-2,7	-1,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-1,6	11,4	-2,1	-2,9	-1,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-4,9	2,1	-2,0	-3,0	0,1	1,0	1,1
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	0,25	10%	18%	-11%	-7%	10%	9%
Marge EBE	4%	2%	5%	5%	4%	7%	8%
Marge opérationnelle courante	0,0	-4%	-2%	-2%	-5%	-1%	1%
Marge opérationnelle	-1%	-4%	-2%	-2%	-5%	-1%	1%
Marge nette	-1%	-5%	-5%	-7%	-7%	-2%	-1%
Investissements opérationnels nets/CA	14%	15%	3%	3%	3%	3%	3%
BFR/CA	-3%	10%	5%	5%	-1%	-2%	-2%
ROCE	-1%	-3%	-3%	-3%	-7%	-1%	2%
ROCE hors GW	-1%	-3%	-3%	-3%	-7%	-1%	2%
ROE	-3%	-12%	-17%	-17%	-31%	-13%	-6%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	69%	90%	95%	114%	135%	138%	129%
Dettes nettes/EBE	4,3	14,8	6,1	5,9	8,5	3,6	2,7
EBE/charges financières	10,5	31,9	2,2	2,5	1,8	3,6	4,4
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,9	1,6	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	25,0	21,9	9,9	5,0	6,6	6,6	6,6
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	6,1	12,7	11,6	11,7	10,6	9,5	8,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	30,8	34,1	21,1	16,2	16,7	15,7	14,6
PER	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	14,3	39,8	11,2	8,2	13,6	6,0	4,7
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	47,4
VE / CA	0,6	1,0	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
P/B	1,6	1,6	0,8	0,5	0,8	1,0	1,0
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
Book value/action	0,7	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5	0,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : depuis le 13/04/2023

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue [®]
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



“Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Altheora (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80

