



Outillage Industriel

Alternext

Date de 1ere diffusion :
Vendredi 14 octobre 2011

Initiation de couverture

Trilogiq

Une dimension internationale

EDITORIAL

Créée en 1992, la société Trilogiq est devenue en une vingtaine d'années un acteur majeur des systèmes tubulaires pour l'équipement des lignes de production. Aujourd'hui, Trilogiq est n°1 en Europe et n°2 mondial derrière le conglomérat japonais Yazaki et poursuit sa croissance (CA +25% à 55,3M€ en 2010/11). Le groupe possède un prestigieux portefeuille client, tant dans son secteur d'origine, l'automobile (Renault, Peugeot, Porsche, ...), que dans d'autres industries, notamment l'aéronautique (Airbus, Boeing, Embraer...) ou encore l'électronique (Sony, Panasonic...). Aujourd'hui fort d'une présence dans 23 pays, le groupe a su, au fil des ans, placer ses investissements dans des zones à fort potentiel (création d'une filiale au Brésil en 2002, au Mexique en 2005...). En termes d'offre, Trilogiq propose des composants de qualité élevée (gamme Leantek), mais également une gamme Low-Cost (Flex'O) et souhaite s'engager dans le développement et la commercialisation de chariots d'usine automatisés (AGV). Le groupe présente également toute une gamme de services qui représentent autant d'avantages compétitifs, du camion Hoshin (déplacement d'une équipe de consultants sur le site du client) au Tech Center (conception et réalisation de prototypes) en passant par l'école de montage Leantek (formation au Lean-Manufacturing et aux produits Leantek). Pour garantir une qualité constante à ses produits et conserver une structure de coûts légère, la majeure partie de la chaîne de production de Trilogiq est automatisée, et si la production des composants bruts est confiée à des fournisseurs, leur finition, en revanche, est assurée par Trilogiq.

Nous initions la couverture du titre avec une opinion Achat et un objectif de cours issu de notre valorisation par les DCF à 22,00 € par action. Sur les niveaux de cours actuels, la capitalisation du groupe fait ressortir un ratio VE/Ebit 11 de 3,3x particulièrement attractif.

Évolution du cours et des volumes sur 6 mois



Au 13 octobre 2011

Capitalisation : 52,3 M€
 Nombre de titres : 3 738 000
 Volume moyen / 6 mois : 1583
 Extrêmes / 6 mois : 12,99€ / 20,38€
 Rotation du capital / 6 mois : 5,5%
 Flottant : 10%
 Bloomberg : ALTRI:FP
 Code ISIN : FR0010397901
 Reuters : ALTRI.PA

A noter !

Valeur d'entreprise 34,7 M€

En 2011p

VE/CA 0,6
 VE/ROC 3,3
 PER 7,2

En 2012e

VE/CA 0,5
 VE/ROC 3,0
 PER 6,3

Actionariat

| | |
|----------------|-----|
| Courtin | 77% |
| Amiral Gestion | 13% |
| Flottant | 10% |

Analyste :

Benjamin Le Guillou
 bleguillou@euroland-finance.com
 01 44 70 20 74

Participation :

Raphaël Royère

OVERVIEW

| Forces | Faiblesses |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Une position de leader en Europe • Un nombre important de brevets permettant à Trilogiq de sécuriser ses marges • Un positionnement unique avec des produits de qualité supérieure, un accent mis sur les services et une forte présence à l'international • Une gamme Low-Cost mise en place pour concurrencer les rivaux asiatiques | <ul style="list-style-type: none"> • Une part encore majoritaire de l'automobile dans le portefeuille-client (55%) • Un flottant peu important (10%) pouvant limiter la progression du titre |
| Opportunités | Menaces |
| <ul style="list-style-type: none"> • De fortes barrières à l'entrée avec la longueur du délai de référencement chez les grands comptes.. • Un trésorerie largement positive malgré de forts investissements (19,3 M€ de cash net) • Le marché des chariots automatiques (AGV) encore inexploité en Occident | <ul style="list-style-type: none"> • La marge brute est significativement impactée par le cours des matières premières (acier et pétrole) • Une exposition aux variations de cours des monnaies • La pression exercée par les concurrents sur les prix |

Historique

Un pionnier dans les systèmes tubulaires en Europe

Création de la société Trilogiq en **1992**

En 1992, Eric Courtin fonde la société Trilogiq grâce au financement par Renault du développement d'un rack (élément de rangement aux dimensions normalisées) baptisé Dynapro. L'entreprise commercialise ensuite le Dynapro chez Renault, Peugeot et Sevelnord (filiale commune de Fiat et Peugeot) de 1992 à 1995.

Intégration dès **1998** du Lean Manufacturing

En 1995, la société lance le Dynapick, version améliorée (plus modulaire) du Dynapro. Suite à des demandes simultanées de Volkswagen, Renault et Peugeot de systèmes permettant d'améliorer la productivité des lignes de production en 1997, Trilogiq décide d'investir dans la fabrication de joints-connecteurs.

En 1998, Trilogiq commence à intégrer le Lean Manufacturing (augmentation de la productivité par élimination des gaspillages) dans sa démarche commerciale et lance la fabrication de systèmes modulaires.

Lancement de la gamme LeanTek en **2001**

En 1999, le CA atteint 1,8 M€ grâce au développement international du groupe et à l'arrivée de nouveaux clients grands comptes.

En 2000, le groupe crée la filiale Trilogiq USA, signe de nouveaux contrats de distribution en Allemagne, Angleterre et Espagne et se lance dans l'intégration verticale des différents métiers liés à son activité avec des investissements dans les outils de production. Cette année est aussi marquée par le premier équipement d'usine intégral, chez Honda, à Swindon en Angleterre.

Introduction sur Alternext en **2006**

En 2001, la gamme LeanTek est lancée et l'école de montage LeanTek ainsi que le premier Tech Center (conception et tests de prototypes LeanTek) sont ouverts.

De 2001 à 2006, le CA est en hausse constante (+29% par an en moyenne sur la période, 19,4M€ en 2006), porté par l'intégration de plus en plus normalisée sur les lignes de production de la méthode Lean Manufacturing, et ce dans un nombre d'industries croissant. Cette hausse est aussi due à une internationalisation soutenue de Trilogiq avec chaque année l'ouverture de filiales à travers le monde, ce qui permet à Trilogiq d'être aujourd'hui présent dans 23 pays.

En novembre 2006, le groupe s'introduit en bourse sur Alternext et lève 22 M€ (4,5 M€ par émission d'actions nouvelles et 17,5 M€ en cession d'actions existantes à 28,59€) dans le but d'accroître les investissements commerciaux (afin d'augmenter le CA) et les investissements industriels (pour innover et réduire les coûts).

Lancement de la gamme low-cost Flex'O en **2010**

En 2008, Trilogiq acquiert 70% de son homologue anglais The Tube & Bracket Company (CA 2007-2008 de 1,7 M€) pour 0,6 M€ dans l'optique d'accélérer son développement au Royaume-Uni et en Irlande.

En 2010, le CA recule pour la première fois en 18 années d'activité (-5% à 44,4 M€) impacté par une baisse d'activité en Europe Occidentale. En réponse, et pour faire face à la concurrence asiatique, Trilogiq décide courant 2010 de lancer sa propre gamme low-cost, nommée Flex'O, en plus de son offre classique.

Une offre compétitive portée sur les services

Trilogiq est le n°1 européen et le n°2 mondial de la conception, production et intégration de systèmes tubulaires d'aménagement des lignes de production. Les produits du groupe permettent de diminuer les surfaces improductives, réduire les déplacements des opérateurs et ainsi optimiser les coûts et délais du produit.

L'ensemble de l'offre de Trilogiq repose sur la **dynamique « Kaizen »** ou la volonté d'éviter les gaspillages sur une ligne de production. Ces gaspillages ou « Mudras » sont au nombre de sept : Mudras de 1/ surproduction, 2/ stock, 3/ rebuts-rejets, 4/ déplacement, 5/ traitement, 6/ attente et 7/ transport. L'aspect modulaire des produits du groupe prend tout son sens dans cette optique de réduction des gaspillages et d'augmentation de la productivité.

1 / Produits

LeanTek, la gamme premium du groupe

Lancée en 2001 cette gamme est organisée autour de 3 principes : solidité, polyvalence (il est indispensable de « standardiser » toutes les pièces pour un système modulaire) et durabilité.

Elle se compose de **5 familles de produits** : 1/ les tubes, disponibles dans de nombreux coloris standards, 2/ les joints connecteurs, 3/ les connexions multifonctions, permettant de relier l'ensemble des rails à galets, guides de descente et tubes, 4/ les rails à galets, composants les plus sollicités des flowracks et supermarchés, qui, en garantissant la régularité de descente, permettent de réduire les pentes et gagner de l'espace, et 5/ les accessoires (porte-étiquettes, roulettes, systèmes de liaison au sol et visserie spéciale).

Les **systèmes** LeanTek, tous construits à partir des 5 familles de composants cités, peuvent être regroupés en **4 grandes applications** :

Les flowracks sont des emplacements de stockage modulaires, qui intègrent des petites boîtes de conditionnement et qui sont installés près de la ligne de montage. Ils constituent le cœur de la gamme LeanTek.

Des servantes et des chariots entièrement personnalisables sont une nécessité dans un environnement où la complexité des pièces augmente en permanence.

Les postes de travail Trilogiq permettent quant à eux d'optimiser les gestes et déplacements des utilisateurs en traitant efficacement le Muda de déplacement.

Enfin, les shopstocks Lean-Manufacturing ou supermarchés polyvalents servent d'interface entre le bord de ligne et le quai de livraison et traitent à la fois les Mudras de transport et de déplacement.

L'AGV

L'AGV est un chariot automatisé à guidage magnétique (une bande est fixée au sol) avec une structure modulaire puisque construite à partir de composants LeanTek. Il repose sur 3 principes : absence de conducteur, petits conditionnements et accélération des cadences de livraison. Cette gamme comporte 3 produits : 1/ L'AGV Type 1 (easy), avec vitesse et chemin uniques, 2/ L'AGV type 2 (standard), avec 3 vitesses et la gestion des chemins complexes, 3/ L'AGV type 3 (professional), entièrement programmable (vitesses, chemins, chargement-déchargement...)

Parmi ses applications, on peut citer le transport de pièces entre le supermarché et le bord de ligne, le transport de sous-ensembles de ligne à ligne, la ligne de montage en AGV (plus flexible qu'une ligne classique) ou encore la servante embarquée (l'AGV suit le produit assemblé le long de son cheminement sur la ligne avec l'opérateur)

La production de l'AGV est pour l'instant entièrement sous-traitée. Ce marché reste un relais de croissance intéressant pour le groupe mais ne devrait pas prendre son essor avant 2012.



Flex'o

Lancée en septembre 2010 pour contrer ses concurrents asiatiques, cette gamme vient en complément de la gamme LeanTek. C'est une gamme low-cost qui permet au groupe d'élargir sa clientèle et son marché. Elle n'a cependant pas vocation à être mise en avant par le groupe mais doit servir à même en valeur la gamme LeanTek.

2/ Services

Le principal élément qui explique la forte valeur ajoutée du groupe depuis sa création par rapport à ses concurrents est la gamme de services et l'accompagnement du client mis en place par Trilogiq. La gamme LeanTek s'accompagne en effet de services représentant un avantage concurrentiel important permettant au groupe de justifier son niveau de marge brute élevé. Les différents services du groupe sont :

La visualisation des gains issus du Lean Manufacturing par modélisation informatique est réalisée à partir d'une idée ou d'un concept identifié par le client et permet de valider sa faisabilité, ses contraintes de charges et ses aspects pratiques

La réalisation de prototypes au Tech Center à la demande du client permet de mesurer les gains liés à la méthode Lean Manufacturing en termes de temps, d'espace, de flux, de stocks...

Le camion Hoshin est le service le plus dynamique proposé par Trilogiq, idéal quand l'installation de la structure doit être adaptable. Une équipe Trilogiq spécialisée est envoyée sur le site du client puis les équipes concernées (client et Trilogiq) procèdent à la mise en place du Lean-Manufacturing avec entre autres la fabrication d'un prototype sur le site.

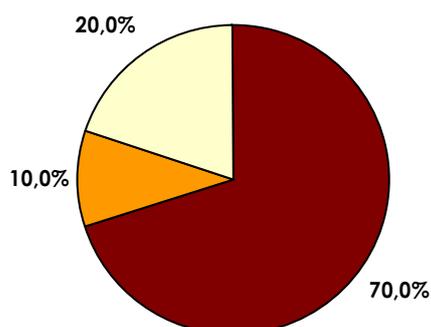
L'école de montage LeanTek permet de former les clients aux règles de montage des composants de la gamme LeanTek et de les familiariser avec ces produits.

Les services à distance de Trilogiq se composent de l'assistance téléphonique et du site internet. Ce dernier expose des informations et fiches techniques des produits actuels, des présentations des nouveaux produits, mais permet également de commander en ligne et d'accéder aux événements Trilogiq.

Le CA de Trilogiq se répartit en trois catégories : 70% concerne la vente de pièces seules (ou en vrac), principalement pour les clients ayant suivi une formation à l'école de montage LeanTek, 2/ 10% les chantiers (Camions Hoshin) et 3/ 20% les systèmes assemblés, conçus préalablement par le Tech Center selon le cahier des charges du client.

Par ailleurs, douze de ses produits représentent 85% du chiffre d'affaire et les produits ont une durée de vie de 7/8 ans mais sont renouvelés tous les 5 ans en moyenne.

Répartition du CA 2010 par activité

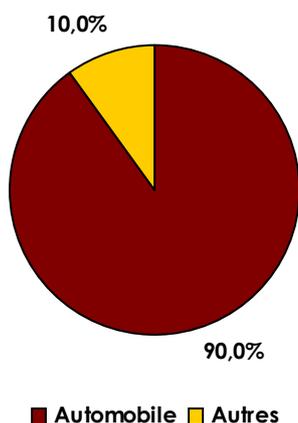


3/ Une dépendance moins importante au secteur automobile qu'en 2006

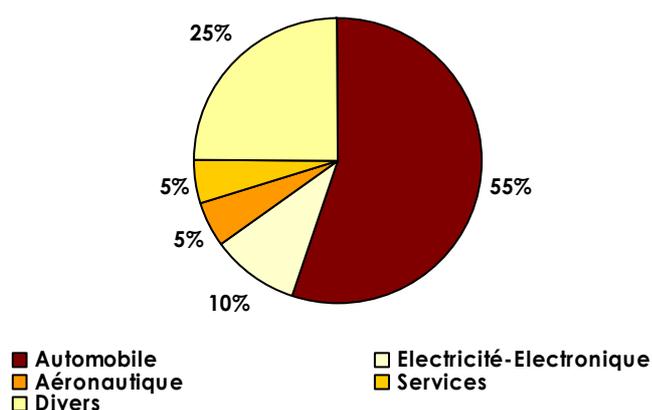
La clientèle de Trilogiq est constituée principalement du secteur automobile, avec non seulement les constructeurs autos (Renault, Peugeot, Volkswagen, Fiat, Porsche, Honda, Aston Martin...), motos (Aprilia, KTM, ...) et camions (Iveco...) mais aussi les équipementiers automobiles comme Bosch, Valéo ou encore Siemens. Ce secteur a longtemps été la cible principale de Trilogiq puisque son offre convient particulièrement aux industries qui modifient régulièrement leurs lignes de production.

Trilogiq s'est cependant progressivement diversifié en proposant ses produits aux industries électriques et électroniques (Nec, Panasonic, Schneider, Whirlpool, Sony...), à l'aéronautique, avec des références comme Airbus, Boeing, Embraer et Rolls-Royce ainsi qu'à d'autres grands groupes (Areva, Louis Vuitton...). Ainsi, si le secteur automobile représentait 90% des ventes de Trilogiq en 2006, il ne représente aujourd'hui plus que 55% de son activité.

Répartition du CA par type de client (2006)



Répartition du CA par type de client (2010)



Si l'activité de Trilogiq était encore très centrée sur le marché français en 2006 (52% du CA), ce dernier ne représente plus que 15% du CA 2010 de la société, grâce à une politique d'ouvertures de nombreuses filiales à travers le monde durant les 5 derniers exercices.

Avant son introduction sur Alternext en 2006, Trilogiq possédait déjà des succursales dans plusieurs pays, à savoir (dans l'ordre d'implantation) les Etats-Unis, le Brésil, l'Allemagne, l'Afrique du Sud, l'Australie et le Mexique.

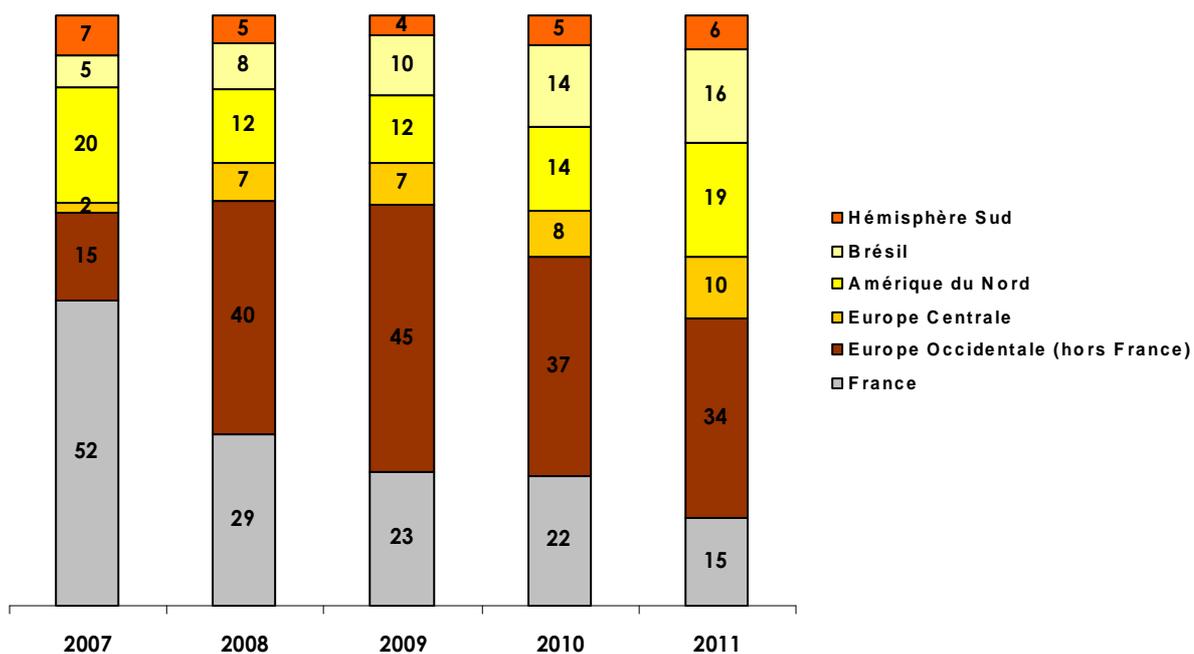
Sur l'exercice 2006-2007, Trilogiq a investi massivement en Europe centrale, avec l'ouverture de 5 filiales dans cette zone (Pologne, Hongrie, République Tchèque, Slovaquie et Roumanie) en plus d'une implantation au Bénélux.

Entre mars 2008 et 2009, le groupe s'implante en Suède, pour conquérir le marché de l'Europe du Nord qu'il ne couvrait pas jusqu'à présent.

En 2009-2010 Le groupe s'est focalisé sur les marchés émergents avec la création de succursales en Turquie, au Maroc et surtout en Inde. Les pays émergents ont ainsi permis au groupe de compenser la baisse du CA de l'Europe occidentale en 2009 impacté par la crise du secteur automobile.

Sur ces 5 dernières années, la tendance est clairement à l'export, avec une activité en France qui est divisée par 3,5 en proportion. De plus, on constate que les relais de croissance ont clairement évolué des pays développés (Europe Occidentale et Etats-Unis), de 2007 à 2009, aux pays émergents (Europe Centrale et Brésil), de 2009 à 2011, avec la montée en puissance du Mexique, du Brésil et de l'Europe centrale lors des deux dernières années.

Répartition Géographique du CA (%)



Une chaîne de valeur bien maîtrisée

Le processus de production du groupe Trilogiq se caractérise par la production en directe de la totalité des rails et des revêtements de tubes et la sous-traitance des composants de base. Dans ce modèle le groupe garde ainsi un contrôle total sur la qualité de sa production et la valeur ajoutée de ses produits.

1/ Le processus industriel

La conception de systèmes assemblés est effectuée par les Tech Centers, dont les équipes (25 techniciens dans le monde) travaillent en synergie avec les clients afin de leur proposer des applications conformes à leurs objectifs en termes d'augmentation de la productivité et de réduction des gaspillages. L'expérience accumulée lors de ces contacts permet à ces équipes d'innover en permanence en inventant de nouvelles applications pour mieux répondre aux besoins des différentes industries.

La production et le contrôle qualité sont gérés en interne et la fabrication des produits de base tels que les joints, les portes-étiquettes ou les guides centraux et latéraux (en plastique ou fibre de verre) est intégralement sous-traitée. Le groupe reste cependant propriétaire des moules.

Les tubes bruts sont livrés par un sous-traitant puis traités sur l'une des lignes de production automatisées de Trilogiq (en France et aux Etats-Unis) afin d'y appliquer le revêtement (traitement thermoplastique). Enfin, les composants des rails à galets sont fournis par des sous-traitants mais l'assemblage automatisé est réalisé en France, Slovaquie et Afrique du Sud

La marge brute de Trilogiq est assez sensible aux cours des matières premières (acier, pétrole/plastique) puisque le groupe ne la répercute pas intégralement sur ses prix. Afin de se protéger contre ces fluctuations, Trilogiq a engagé en 2007 une stratégie d'optimisation des coûts logistiques par l'implantation d'outils de production dans des pays à faible coût de main d'œuvre (Mexique, Slovaquie et Afrique du Sud).

Le montage est réalisé en interne. Les équipes ont pour missions de réceptionner les plans de montage issus du Tech Center qui serviront à l'intégration des systèmes chez les clients.

La logistique est assurée par des équipes de Trilogiq. Le système de stockage des produits bruts et finis (tubes revêtus, rails assemblés...) est informatisé mais fait l'objet d'un contrôle physique hebdomadaire. Chaque filiale dispose de son propre stock, ce qui permet une livraison rapide des clients, entre 48 heures et une semaine.

Trilogiq s'inscrit dans un mouvement de diversification des fournisseurs afin de sécuriser sa production. Elle compte ainsi au moins deux fournisseurs par produit. De plus, si la majorité de ces partenaires sont français aujourd'hui, le groupe affiche la volonté de se procurer ses composants hors de l'hexagone (mais toujours en Europe).

Le groupe poursuit également l'intégration verticale de certaines phases de son processus de production. Ainsi à partir de 2012, la société compte fabriquer elle-même les tubes à partir de bandes d'acier mais également des guides plastiques et des rails low cost grâce à l'investissement de 2,5 M€ programmé sur son usine française.



La division production-assemblage-montage emploie 140 personnes, soit 42% des effectifs. Si l'on y ajoute le TechCenter, ce chiffre s'élève à 165 salariés, c'est-à-dire 50% du total des 330 employés.

2/ Le processus commercial

Les équipes commerciales ont 3 objectifs principaux : elles doivent dans un premier temps définir les orientations stratégiques commerciales de Trilogiq (méthode de vente et sélection de la clientèle), mais elles sont également chargées d'animer les ventes et de traiter les commandes. Chaque technico-commercial est dédié à un secteur d'activité spécifique ou à un unique grand compte. Trilogiq emploie 75 commerciaux au total

L'approche commerciale de Trilogiq est long-termiste : pour être référencé par un grand compte, dans le secteur de l'automobile notamment, la société doit passer 3 niveaux sur une durée totale de 5-8 ans, d'où de fortes barrières à l'entrée.

Le niveau 1 correspond à l'homologation par le client et permet de se voir attribuer un numéro de vendeur (délai d'obtention : 1-1,5 ans). Le niveau 2 est un accord sur politique d'achat, qui stipule que tout produit lié au Lean Manufacturing sera acheté à Trilogiq (délai : 2-3 ans). Enfin, le niveau 3 consiste en un contrat-cadre définissant notamment une taille de marché indicative, mais sans exclusivité (délai : 2-3 ans). Le groupe réalise aujourd'hui 45% de son CA sur des contrats-cadre.

Au niveau Marketing, on distingue d'une part le site internet (associé sur les différents moteurs de recherche à des mots-clés comme Kaizen, Hoshin ou Lean Manufacturing...), d'autre part divers supports de vente et de communication : livre Trilogiq, livre dédié au Lean Manufacturing, manuel technique sous format électronique ou encore film d'animation.

Pour parfaire sa communication, Trilogiq a également mis en place les Mardis Kaizen (ou Sessions Lean Manufacturing), présentant gratuitement aux participants les avantages relatifs à la méthode Lean Manufacturing et aux produits LeanTek.

A la fin de l'exercice 2010-2011, Trilogiq comptait 20 filiales après l'ouverture en septembre 2010 de Trilogiq Italia puis, début 2011, de Trilogiq Russia et d'une filiale pour l'Espagne et le Portugal. Toutes ces créations remplacent des partenariats de distribution, conformément à la stratégie de Trilogiq.

Enfin, en complément de sa couverture géographique, Trilogiq compte ouvrir une boutique en ligne pour permettre à ses clients de se procurer plus facilement les pièces dont ils ont besoin.

Couverture mondiale du groupe Trilogiq



Un marché difficile à quantifier

Trilogiq cible les entreprises nécessitant la présence de main-d'œuvre autour d'une ligne de fabrication ou d'assemblage et ayant un effectif supérieur à 20 personnes. Les industries concernées sont l'industrie automobile, principal client de Trilogiq (encore à 55% aujourd'hui), mais également l'industrie aéronautique, les industries électroniques, la logistique, les services..

Le positionnement unique et haut-de-gamme ainsi que la présence internationale de Trilogiq lui ont permis de se constituer un portefeuille de clients diversifié et prestigieux.



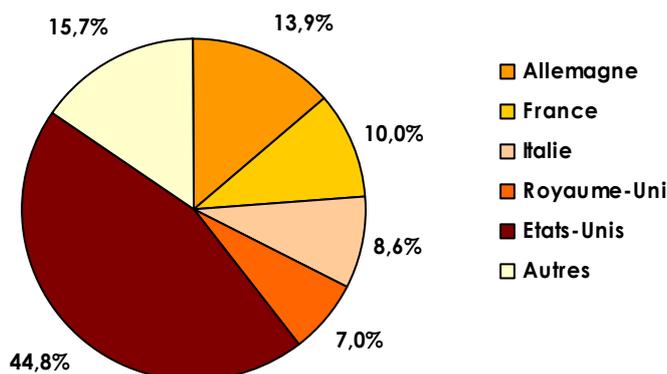
Il est très difficile de mesurer la taille du marché de Trilogiq en l'absence d'étude précise sur le marché des systèmes tubulaires. En 2006, le groupe avait fourni des estimations du potentiel des marchés français et européen :

Le potentiel du marché français était estimé à 590 M€, dont 15% (88 M€) adressable pour la gamme LeanTek.

Le potentiel du marché européen était estimé à 4,5 Mds€, dont 10% (450 M€) adressable pour la gamme LeanTek.

Au niveau mondial (pays dans lesquels Trilogiq est présent), le marché adressable était estimé à 1,0 Mds €. En l'absence de changement fondamental du marché nous estimons que ces chiffres restent toujours d'actualité. Ils traduisent dans tous les cas une atomisation du marché puisque malgré une position de 2ème acteur mondial, Trilogiq ne détiendrait que 5,5% de part de marché.

Répartition estimée du marché mondial de Trilogiq (2006)



Les principaux concurrents identifiés de Trilogiq se répartissent en deux catégories :

Les concurrents directs, produisant également des systèmes tubulaires. On y retrouve le conglomérat japonais Yazaki (10 Md\$ de CA en 2010), qui commercialise ses systèmes tubulaires sous la marque Creform, acteur historique du secteur. Implantée dans bien moins de pays (siège au Japon et filiales aux Etats-Unis, en Allemagne et en Thaïlande), la société est, contrairement à Trilogiq, très présente sur le marché asiatique. Elle possède en outre une boutique en ligne qui permet de se procurer tous les composants de sa gamme.

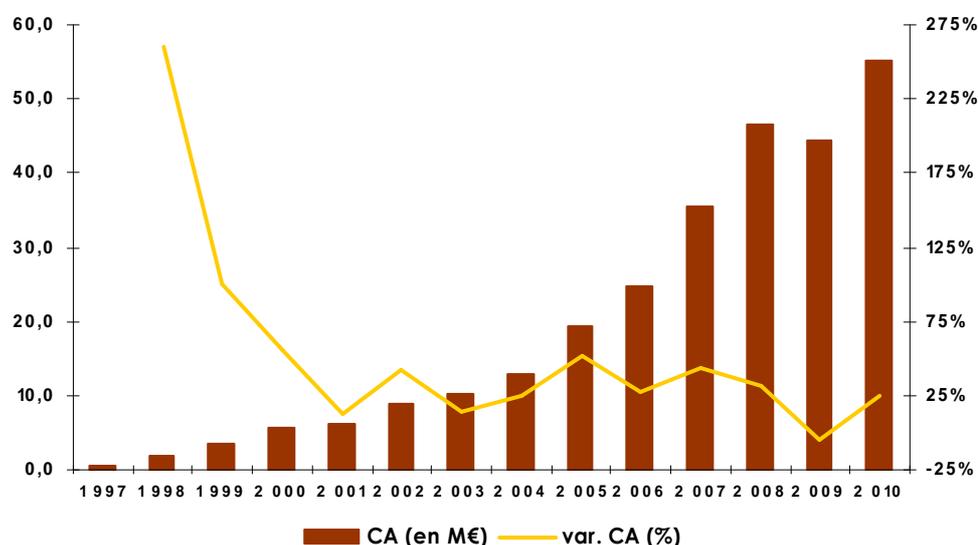
Si l'offre de base de Creform est similaire à celle de Trilogiq, on peut noter toutefois quelques différences : la société japonaise met beaucoup moins l'accent sur les services (pas de camion Hoshin par exemple), et s'inscrit plus dans une logique DIY (Do It Yourself). Le groupe a également un positionnement prix très élitiste de part sa position historique qui pourrait remettre en cause à moyen terme son leadership. Creform produit et commercialise en parallèle des AGV, secteur sur lequel le groupe Trilogiq est présent depuis 2010.

Derrière Creform et Trilogiq le secteur est composé de multiples acteurs asiatiques ne possédant pas de réseau de distribution en propre au niveau mondial et proposant une offre au positionnement low cost.

Les concurrents indirects sont ceux proposant des alternatives aux systèmes tubulaires telles que 1/ la technique du mécano-soudé, non modulaire, avec des délais et des coûts de fabrication plus importants (Schaeffer All, Bito, Mecalux) et 2/ le profilé aluminium carré (Bosch), plus souple que ce dernier mais moins que les systèmes tubulaires, avec un coût de fabrication très élevé.

Une croissance exponentielle jusqu'en 2008

Un Taux de croissance moyen annuel de 44% depuis 1997



Pionnier en Europe, sur les systèmes tubulaires, le groupe a profité de l'essor de son marché pour devenir rapidement le leader européen du secteur. La forte croissance du groupe repose principalement sur une offre produit volontairement axée sur la flexibilité qui s'adapte particulièrement bien aux industries ayant besoin de modifier régulièrement leurs lignes de production (automobile, aéronautique, industries électrique et électronique...). Un des autres facteurs de forte croissance du groupe réside dans la stratégie de développement international de Trilogiq. En effet, très tôt (2000) le groupe a développé la distribution de ses produits à l'international avec l'ouverture de filiales détenues en propre lui permettant ainsi une maîtrise globale de son processus commercial et de sa politique tarifaire. Le groupe a ainsi créé des filiales aux USA (2000), Allemagne (2002), Afrique du Sud (2003), Australie (2005), Mexique, République Tchèque et Hongrie (2006). Après son IPO en 2006, cette politique a connu une intensification avec l'ouverture de nombreuses autres filiales en Europe (Belgique, Roumanie, Slovaquie, Pologne, Suède, Italie, Espagne/Portugal) et dans les pays émergents (Maroc, Turquie, Inde, Russie). A noter que mise à part l'acquisition de la société Tube and Bracket (CA de 1,7 M€ en 2007), la croissance du groupe s'est faite uniquement de manière organique.

Un premier coup d'arrêt en 2009 sur fond de crise du secteur auto...

Après plus de 10 ans de croissance exponentielle, le groupe a connu en 2009 son premier coup d'arrêt avec un recul de 4,6% du CA (44,4 M€) impacté par la récession du secteur automobile. Le groupe a notamment subi une baisse de 18% de ses ventes en Europe occidentale. Le recul de l'activité sur cette zone ne doit pas cependant cacher une croissance restée particulièrement dynamique sur les autres zones (+23%).

...mais un retour dès 2010 d'une croissance forte

En 2010, le groupe a retrouvé des niveaux de croissance historiques avec une hausse de 25 % du CA qui ressort à 55,3 M€. Trilogiq a ainsi dépassé son record historique d'activité (46,5 M€) atteint en 2008. Sur l'Europe occidentale, hors France, le groupe a retrouvé une dynamique de croissance mais n'a pas complètement retrouvé son niveau d'activité d'avant crise. La situation de la France est plus inquiétante avec un CA de 8,2 M€ en baisse de 15% (-9% déjà en 2009). Le groupe a d'ailleurs décidé de changer la direction commerciale et la direction générale afin d'insuffler une nouvelle dynamique sur son marché local. A contrario, Trilogiq a bénéficié d'une accélération de sa croissance sur les autres zones notamment sur l'Amérique du Nord (+69%), le Brésil (+38%) et L'Europe centrale (+55%).

Des marges sous pression mais qui restent élevées

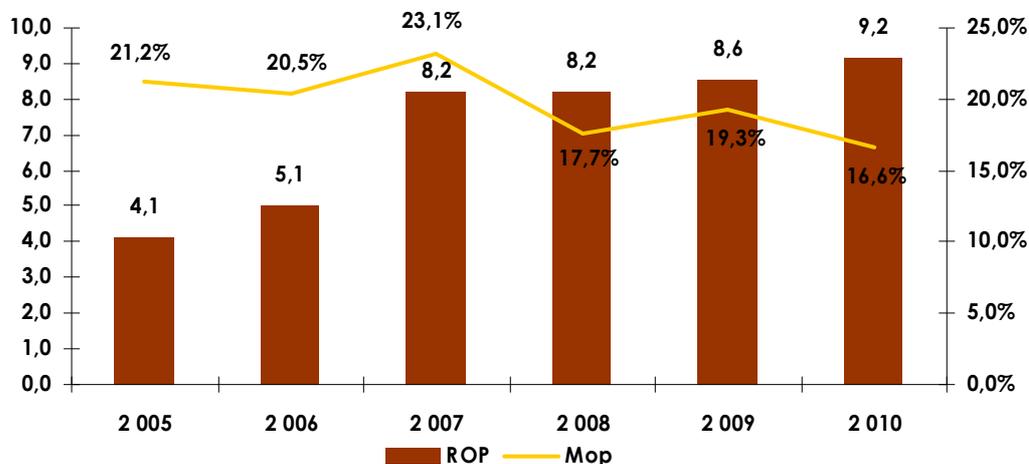
Une marge brute historiquement haute pour le secteur industriel...

Historiquement, le groupe présente un niveau de marge brute élevé au regard du secteur industriel qui s'explique par la valeur ajoutée de la politique d'intégration industrielle totale de ses produits. Cependant, la marge brute de Trilogiq a baissé de 12 points entre 2005 (69%) et 2008 (57%), avant de remonter à 62% sous l'impact d'une baisse des prix des matières premières en 2009. Sur 2010, la marge brute ressort à 59,8%, soit une baisse de 1,9 pts. Ce recul prend son explication dans 1/ Une hausse de 5 à 20% des matières premières (acier et pétrole) entraînant une augmentation des coûts de revient, 2/ Une difficulté pour le groupe à répercuter cette hausse sur ses contrats cadres (45% du CA) et 3/ Une modification des prix de transfert interne décidée courant 2010 afin de favoriser le développement de ses filiales étrangères qui s'est en réalité traduite par une baisse des prix moyens de vente de ses filiales. Au vu de l'échec de cette mesure et son impact sur les marges, le management a décidé de relever ses prix de transfert courant 2011.

Par ailleurs, plusieurs mesures ont été prises afin d'améliorer la productivité du groupe 1/ Extension de l'usine de St Ouen d'ici 1 an représentant un investissement de 2,5 M€, 2/ Diversification de son approvisionnement pour la fabrication des joints dont une grande partie sera désormais réalisée en Belgique et qui permettra au groupe de générer un gain de 0,5 M€ en année pleine.

...qui permet au groupe de maintenir un niveau de marge opérationnelle élevé

Evolution de la marge opérationnelle depuis 2005



Depuis 2005, la marge opérationnelle du groupe se maintient dans un range compris entre 23% et 17%. Cette marge reste cependant inférieure à 20% depuis 2008. Le groupe subit à la fois une pression sur sa marge brute mais également une augmentation de ses charges opérationnelles due à sa politique commerciale offensive avec l'ouverture de nombreuses filiales étrangères. Les charges de personnel ont ainsi augmenté de 16% en 2009 et 21% en 2010. Sur 2010, les frais généraux ont augmenté de 34%, principalement impactés par une hausse des frais marketing, des frais commerciaux (frais de visite et de prospection) et l'implantation de nouveaux espaces de stockage.

Au final, la marge opérationnelle 2010 ressort à 16,6%, soit son plus bas niveau depuis l'introduction en bourse de la société. A noter que la marge du S2 (13,2%) ressort largement dégradée par rapport au S1 (20,2%) du fait notamment de l'impact d'un montant de 0,6 M€ de bonus indexé sur le résultat versé aux managers des filiales américaines.

Vers un profil de croissance moins dynamique

Une croissance qui devrait rester solide au vu du carnet de commandes

Sur les 3 prochaines années, le groupe devrait profiter des investissements au niveau commercial réalisés sur les 2 dernières années. Si l'Europe occidentale devrait confirmer son statut de zone la moins dynamique, néanmoins, plusieurs éléments devraient soutenir la zone : 1/ La France qui subit une baisse tendancielle de ses ventes a connu un changement de direction commerciale ayant pour but de redynamiser les ventes et porter le CA 2011 entre 9 et 10 M€ (vs 8 M€ en 2010), 2/ La reprise en direct de la distribution en Italie qui devrait connaître un effet de base favorable en 2011 puisque que l'arrêt du contrat en 2010 a fortement pénalisé l'activité sur cette zone.

Sur les autres zones, le Brésil, le Mexique et l'Europe de l'est devrait continuer à tirer le développement du groupe. L'Amérique du Nord, qui reste une priorité pour Trilogiq, pourrait connaître un ralentissement dans sa croissance après une année 2010 exceptionnelle (+69%).

Le groupe devrait profiter dans les années à venir de plusieurs autres relais de croissance : l'élargissement de sa gamme avec le lancement de Flex'o (septembre 2010), la commercialisation en propre courant 2012 d'une gamme de rails à galet et de chariots automatiques (AGV), produit sur lequel le groupe repose beaucoup d'espoirs à moyen terme mais qui rencontre des difficultés dans sa commercialisation en Europe aujourd'hui du fait d'enjeux sociaux importants.

Au final, nous tablons sur des prévisions de croissance de 9,0%, 6,6% et 4,6% pour respectivement 2011, 2012 et 2013.

Prévision de CA par zones

| <i>en K€</i> | 2009 | 2010 | 2011p | 2012p | 2013p |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| CA | 44 371 | 55 265 | 60 250 | 64 250 | 67 200 |
| Europe occidentale | 25 919 | 26 880 | 28 000 | 29 000 | 30 000 |
| Europe Centrale | 3 686 | 5 718 | 6 500 | 7 000 | 7 500 |
| Amérique du Nord | 6 385 | 10 773 | 12 000 | 13 000 | 13 500 |
| Brésil | 6 342 | 8 744 | 10 000 | 11 000 | 11 500 |
| Hémisphère Sud | 2 039 | 3 150 | 3 750 | 4 250 | 4 700 |

Au profit d'un retour vers une marge opérationnelle de 20%

Une MB qui pourrait tendre vers 55% dans un scénario pessimiste

Après avoir privilégié l'ouverture de filiales ces deux dernières années et face à la publication sur le S2 de la plus faible marge opérationnelle du groupe depuis son introduction en bourse, le management semble décidé à s'attaquer dès 2011 à l'amélioration de la rentabilité.

La marge brute sous pression ces dernières années devrait connaître une stabilisation sous l'effet de 1/ La nouvelle politique commerciale du groupe qui tend à enrichir son offre avec le lancement en septembre 2010 de la gamme Flex'o censée mieux valoriser la gamme Lean Tek, 2/ Une gestion plus optimisée des prix de transfert vers les filiales avec une remontée à venir en 2011 afin d'éviter les dérapages sur les prix de vente moyens, 3/ Une répercussion systématique des hausses de matières premières. Cependant, nous estimons que ces décisions ne devraient pas permettre de compenser l'impact de la concurrence asiatique ni de la forte croissance des pays émergents dans lesquels les marges appliquées sont plus faibles. Sans effort de productivité nous estimons donc que la marge brute du groupe pourrait tendre vers 55%, scénario déjà évoqué par le management.

Cependant, les investissements décidés par le groupe devraient contredire ce scénario pessimiste. En effet, à horizon 2014, le groupe devrait générer 2 M€ d'économies de productivité en année pleine grâce à l'extension de son usine actuelle de St Ouen (France). Le groupe va investir ainsi 2,5 M€ (terrains + machines) dans ce projet qui devrait voir le jour au S1 2012. Ce nouvel équipement devrait lui permettre de fabriquer soi même les tubes d'acier et de regagner ainsi quelques points de marge.

Cependant, nous restons relativement prudents dans nos prévisions sur le niveau futur de la marge brute en tablant sur une marge globalement stable autour des 60%.

Retour d'une marge opérationnelle de 20% à horizon 2013

Sous l'effet d'une stabilisation de la marge brute, nous estimons que le groupe est en mesure de retrouver à horizon 2013 un niveau de marge opérationnelle de 20%. En effet après deux années d'investissements pour le développement des filiales, le groupe devrait profiter de plusieurs leviers : 1/ Une poursuite de la croissance organique couplée à une maîtrise de ses charges opérationnelles, 2/ Un changement de la politique de rémunération de ses commerciaux jusqu'à présent indexée uniquement sur les ventes pour une indexation désormais mixte, entre CA et rentabilité. A noter que sur les deux prochaines années, le groupe devrait connaître une augmentation de ses amortissements du fait de 1/ L'amortissement de l'acquisition de l'usine au Brésil (0,8 M€) réalisée en 2010 et 2/ L'amortissement des investissements concernant l'extension de l'usine de St Ouen (2,5 M€).

Ces différents éléments nous amènent à anticiper une marge opérationnelle de 17,3% en 2011 et 18,3% en 2012 et 20% en 2013.

Synthèse de nos prévisions 2011-2013p

| <i>en K€</i> | 2009 | 2010 | 2011p | 2012p | 2013p |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| CA | 44 371 | 55 265 | 60 250 | 64 250 | 67 200 |
| <i>croissance</i> | -4,6% | 24,6% | 9,0% | 6,6% | 4,6% |
| ROC | 8 574 | 9 174 | 10 436 | 11 759 | 13 419 |
| <i>en % du CA</i> | 19,3% | 16,6% | 17,3% | 18,3% | 20,0% |
| RN | 6 023 | 6 361 | 7 277 | 8 250 | 9 178 |
| <i>en % du CA</i> | 13,6% | 11,5% | 12,1% | 12,8% | 13,7% |

Une situation bilancielle marquée par une gestion prudente du niveau de cash

Avec une position de cash net de 19 M€ à fin mars 2011, le groupe dispose d'un niveau de trésorerie particulièrement confortable. En effet, outre la levée de fonds de 4,1 M€ réalisée en 2006, le groupe a généré des cash flows cumulés de 9,8 M€ depuis son introduction en bourse. Historiquement, le management a toujours fait preuve d'une extrême prudence sur son utilisation de cash (autofinancement des investissements, peu de versements de dividendes, pas d'acquisition majeure). En 2010, malgré les investissements importants réalisés par le groupe (3,1 M€), le niveau historiquement bas de sa marge opérationnelle et une augmentation significative du BFR (+4,9 M€) due en grande partie à la constitution des stocks de ses nouvelles filiales, le groupe a généré 0,9 M€ de cash additionnel sur l'exercice.

Si cette politique peut être perçue comme « trop prudente » par le marché et notamment décevante en terme de distribution de dividendes, elle permet au groupe de disposer d'une sécurité financière importante pour faire face à une croissance élevée, des opportunités de croissance externe (chariots automatiques) ou une période éventuelle de transition de l'ensemble de ses marchés à la fin de la phase du premier équipement de ses clients.

A noter que par le passé, le management avait évoqué sa volonté de mettre en place une politique de distribution de dividendes tous les 3 ans (dernier dividende versé en 2009 au titre de 2008). Le groupe pourrait donc proposer un versement de dividende à l'issue de l'exercice 2011.

Une valorisation de 22 € par titre, basée uniquement sur les DCF

Une absence de comparables boursiers

Pour la valorisation de la société Trilogiq, nous ne retenons que la méthode de valorisation par les DCF, le principal concurrent de Trilogiq Yasaki n'étant pas coté et les autres concurrents difficilement identifiables.

Valorisation par la méthode des DCF : 22,0 €

Nous retenons les hypothèses suivantes dans le cadre de notre valorisation par les DCF :

- Une période d'actualisation de 10 ans.
- Reprise des hypothèses de croissance et de rentabilité déjà énoncées dans la partie perspectives financières jusqu'à 2013.
- A partir de 2014, une croissance continue de 5% compte tenu de la dynamique de croissance historique du groupe
- Une marge opérationnelle normative de 18%.
- Un BFR normatif de 18% du CA
- Un taux d'imposition de 31%
- Un niveau de Capex hors acquisition de 2,0 M€ par an
- Une situation de cash net de 19,3 M€ (niveau à fin mars 2011).

| En K€ | 2011p | 2012p | 2013p | 2014p | 2015p | 2016p | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| CA | 60 250 | 64 250 | 67 200 | 70 560 | 74 088 | 77 792 | 81 682 | 85 766 | 90 054 | 94 557 |
| Taux de croissance | 9,0% | 6,6% | 4,6% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Résultat opérationnel courant | 10 436 | 11 759 | 13 418 | 13 406 | 14 077 | 14 003 | 14 703 | 15 438 | 16 210 | 17 020 |
| Taux de marge opérationnelle courante | 17,3% | 18,3% | 20,0% | 19,0% | 19,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% |
| -Impôts | 3 235 | 3 645 | 4 160 | 4 156 | 4 364 | 4 341 | 4 558 | 4 786 | 5 025 | 5 276 |
| + DAP nettes | 1 900 | 1 900 | 1 600 | 1 600 | 1 600 | 1 900 | 1 900 | 1 900 | 1 900 | 1 900 |
| Cash Flow opérationnel | 9 101 | 10 014 | 10 859 | 10 850 | 11 313 | 11 562 | 12 045 | 12 552 | 13 085 | 13 644 |
| - Variation du BFR | - 1 002 | 765 | 585 | 1 193 | 639 | 671 | 704 | 740 | 777 | 815 |
| - Investissements opérationnels | 2 500 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 |
| Free Cash Flows opérationnels | 7 603 | 7 248 | 8 274 | 7 657 | 8 674 | 8 891 | 9 341 | 9 813 | 10 308 | 10 829 |
| Coefficient d'actualisation | 0,8718 | 0,7601 | 0,6627 | 0,5778 | 0,5037 | 0,4392 | 0,3829 | 0,3338 | 0,2910 | 0,2537 |
| FCF actualisés | 6 629 | 5 509 | 5 483 | 4 424 | 4 369 | 3 905 | 3 576 | 3 275 | 3 000 | 2 748 |
| Somme des FCF actualisés | 42 918 | | | | | | | | | |
| Valeur terminale actualisée | 23 084 | soit | 27,6% | de la valorisation pré-money | | | | | | |
| Actifs financiers | 45 | | | | | | | | | |
| Valeur des minoritaires | 1 706 | | | | | | | | | |
| Endettement net retraité | - 19 274 | | | | | | | | | |
| Valeur totale | 83 614 | | | | | | | | | |
| Nombre d'actions fully diluted | 3 738 000 | | | | | | | | | |
| Valeur par action (en €) | 22 | | | | | | | | | |

La valeur d'équilibre obtenue par la méthode des DCF ressort à 22,0 € par action compte tenu d'un taux de croissance à l'infini de 2,50% et d'un WACC de 14,7%.

Calcul du WACC

| | |
|---|--------------|
| Taux sans risque (OAT 10 ans) | 2,9% |
| Prime de risque (source : Natixis) | 7,0% |
| Prime de risque ajustée (source : Euroland Finance) | 10,0% |
| Bêta sans dette | 1,2 |
| Bêta endetté | 1,2 |
| Coût des capitaux propres | 14,7% |
| Coût de la dette après impôt | 4,0% |
| Coût moyen pondéré du capital | 14,7% |
| Taux de croissance à l'infini | 2,5% |

Matrice de sensibilité DCF

| | | Taux de croissance à l'infini | | | | |
|------|-------|-------------------------------|------|-------------|------|------|
| | | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% |
| CMPC | 13,7% | 23,3 | 23,7 | 24,0 | 24,4 | 24,8 |
| | 14,2% | 22,6 | 22,8 | 23,1 | 23,5 | 23,8 |
| | 14,7% | 21,9 | 22,1 | 22,4 | 22,7 | 23,0 |
| | 15,2% | 21,2 | 21,4 | 21,7 | 21,9 | 22,2 |
| | 15,7% | 20,6 | 20,8 | 21,0 | 21,2 | 21,5 |

COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

| Au 31 mars En K€ | 2008 | 2009 | 2010 | 2011p | 2012p | 2013p |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Chiffre d'affaires | 46 518 | 44 371 | 55 265 | 60 250 | 64 250 | 67 200 |
| Résultat opérationnel courant | 8 215 | 8 574 | 9 174 | 10 436 | 11 759 | 13 418 |
| Résultat opérationnel | 8 215 | 8 574 | 9 174 | 10 436 | 11 759 | 13 418 |
| Coût de l'endettement financier net | 0 | 0 | - 136 | 442 | 577 | 300 |
| Résultat net part du groupe | 5 337 | 6 023 | 6 362 | 7 280 | 8 257 | 9 182 |
| Actifs non courants | 6 260 | 6 352 | 7 568 | 8 068 | 8 068 | 6 368 |
| <i>dont goodwill</i> | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Actifs courants | 15 705 | 16 065 | 21 317 | 24 210 | 25 807 | 26 984 |
| Trésorerie | 14 153 | 18 926 | 19 859 | 27 829 | 33 379 | 43 947 |
| Total bilan | 36 118 | 41 343 | 48 744 | 60 107 | 67 253 | 77 299 |
| Capitaux propres part du groupe | 26 685 | 31 569 | 37 898 | 45 178 | 51 251 | 60 433 |
| Emprunts et dettes financières | 713 | 17 | 585 | 585 | 572 | 560 |
| Dettes d'exploitation | 8 279 | 9 273 | 9 496 | 13 391 | 14 222 | 14 815 |
| Capacité d'autofinancement | 7 469 | 7 428 | 8 161 | 9 506 | 10 512 | 11 166 |
| Variation du BFR | 3 504 | 503 | 4 952 | -1 002 | 765 | 585 |
| Investissements opérationnels | 1 829 | 1 550 | 2 789 | 2 500 | 2 000 | 2 000 |
| Free Cash Flows opérationnels | 2 136 | 5 375 | 420 | 8 008 | 7 747 | 8 581 |
| Marge opérationnelle courante | 17,7% | 19,3% | 16,6% | 17,3% | 18,3% | 20,0% |
| Marge opérationnelle | 17,7% | 19,3% | 16,6% | 17,3% | 18,3% | 20,0% |
| Marge nette | 13,2% | 13,8% | 11,9% | 12,5% | 13,2% | 14,1% |
| ROE | 20,0% | 19,1% | 16,8% | 16,1% | 16,1% | 15,2% |
| ROCE hors goodwill | 40,2% | 43,6% | 31,7% | 37,0% | 40,1% | 48,5% |
| ROCE y compris goodwill | 40,2% | 43,6% | 31,7% | 37,0% | 40,1% | 48,5% |
| Gearing net | -50,0% | -59,3% | -50,2% | -59,4% | -62,8% | -70,4% |
| BFR / CA | 16,0% | 15,3% | 21,4% | 18,0% | 18,0% | 18,1% |
| Effectif | 235 | 273 | 330 | 340 | 350 | 360 |
| Charges de personnel / CA | 18,8% | 22,8% | 22,2% | 21,3% | 21,0% | 20,4% |
| BNPA (en €) | 1,43 | 1,61 | 1,70 | 1,95 | 2,21 | 2,46 |
| <i>Taux de croissance des BNPA</i> | -2,3% | 12,9% | 5,6% | 14,4% | 13,4% | 11,2% |
| BNPA dilué (en €) | 1,43 | 1,61 | 1,70 | 1,95 | 2,21 | 2,46 |

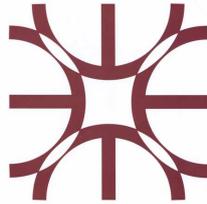
Source : Euroland Finance

Synthèse

| | 2 008 | 2009 | 2010 | 2011p | 2012p |
|--|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| CA (K€) | 46 518 | 44 371 | 55 265 | 60 250 | 64 250 |
| ROC (K€) | 8 215 | 8 574 | 9 174 | 10 436 | 11 759 |
| RNPG (K€) | 5 337 | 6 023 | 6 362 | 7 280 | 8 257 |
| Var CA (%) | 31,4% | -4,6% | 24,6% | 9,0% | 6,6% |
| Marge opérationnelle courante (%) | 17,7% | 19,3% | 16,6% | 17,3% | 18,3% |
| Marge nette (%) | 13,2% | 13,8% | 11,9% | 12,5% | 13,2% |
| Gearing net (%) | -50% | -59% | -50% | -59% | -63% |
| VE / CA | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| VE / ROC | 4,2 | 4,0 | 3,8 | 3,3 | 3,0 |
| PER | 9,8 | 8,7 | 8,2 | 7,2 | 6,3 |

Source : Euroland Finance

EuroLand Finance



CONTACT ANALYSE :

Benjamin Le Guillou : 01 44 70 20 74

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Finance s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Finance, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre.

Il est important de noter qu'EuroLand Finance conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Finance à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Finance 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 objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Finance 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 mentionnée dans la présente étude, 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. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Finance, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

EuroLand Finance est réglementée par le CECEI, la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers et a mis dans ce cadre en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « Murailles de Chine » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, EuroLand Finance peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que EuroLand Finance ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Finance. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes autorisées ou exemptées au sens du UK Financial Services Act 186 ou aux personnes du type décrit à l'article 11(3) du Financial Services Act. La transmission, l'envoi ou la distribution de ce document sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993).

EuroLand Finance est une entreprise d'investissement agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). En outre l'activité d'EuroLand Finance est soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).