

Achat	Potentiel	65%
Objectif de cours		22,00 €
Cours au 19/01/2012(c)		13,30 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALTRI.PA / ALTRI FP	

Trilogiq
Outillage industriel

Une restructuration en faveur de prise de parts de marché

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	7,7%	11,6%	-2,9%	-26,8%
Perf Small 90	-18,0%	1,0%	-5,5%	25,1%

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	49,7
Nb de titres (en millions)	3,74
Flottant	10%
Volume 6 mois (titres)	867
Extrêmes 12 mois	12,37 € 20,30 €

Données financières (en M€)				
au 31/12	2009	2010	2011e	2012e
CA	44,4	55,3	62,1	68,3
var %	-4,6%	24,6%	12,4%	10,0%
EBE	9,9	11,0	11,6	13,5
% CA	22,4%	19,9%	18,7%	19,8%
ROC	8,6	9,2	9,1	10,9
% CA	19,3%	16,6%	14,6%	16,0%
Rnpg	6,0	6,4	6,4	7,7
% CA	13,6%	11,5%	10,3%	11,2%
Bnpa (€)	1,61	1,70	1,71	2,06
Gearing (%)	-59%	-50%	-59%	-61%
ROCE (%)	44%	32%	32%	36%
ROE (%)	19%	17%	14%	15%
Dette nette 2010	-19,3			
Dividende n	-			
Yield (%)	-			

Ratios				
	2009	2010	2011e	2012e
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,5	0,5
VE/EBE (x)	3,2	2,9	2,8	2,4
VE/ROC (x)	3,7	3,5	3,5	2,9
PE (x)	8,3	7,8	7,8	6,5

Analyste :
Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@euroland-finance.com

Publication du CA et des résultats S1 (mars-septembre 2011)

Trilogiq publie un CA S1 de 30,1 M€, en hausse de +12,1%. La marge brute S1 ressort à 17,2 M€, soit 57,4% du CA S1 2011 (vs MB 2010 de 16,2 M€, 60,4% du CA S1 2010). Le résultat d'exploitation S1 2011 s'affiche en baisse à 3,9 M€ avec une marge d'exploitation passant de 20,2% au S1 2010 à 13,2% au S1 2011. Le RN ressort ainsi en baisse à 2,6 M€ vs 3,9 M€ au S1 2010 (marge nette de 8,7% vs 14,8% au S1 2010). Le bilan reste solide avec une situation de cash nette de 16,8 M€ à fin septembre malgré une baisse de trésorerie de 2,0 M€ sur le semestre.

Commentaires

La croissance du CA de Trilogiq est principalement portée par l'Europe qui affiche un CA de 18,9 M€ (68,2% du CA S1 2011), en croissance de 21,6%.

L'Europe centrale (CA S1 2011 de 4,5 M€, +91%) bénéficie en particulier de la relocalisation des usines des clients de Trilogiq et devient ainsi la zone la plus génératrice de CA du groupe. Le carnet de commandes T3 reste très bien orienté sur la zone (+21,5% pour l'Europe) même si le rythme de croissance sur l'Europe centrale semble avoir atteint un point haut au S1 2011 (+86% au S1 2011 vs +63,8% au T3 2011).

L'Amérique du Nord affiche un CA S1 2011 de 4,6 M€ (-15%), impacté par un effet change négatif sur la période (-5% à tcc) et par une baisse des commandes (-4,8% au S1 2011). Le carnet de commandes T3 (-3,1%) affiche néanmoins un ralentissement de la baisse qui devrait se poursuivre au T4 compte tenu des embauches à venir sur la zone et de la nouvelle dynamique commerciale. Le management attend 15 M€ à 20 M€ supplémentaires sur la zone à moyen terme.

La baisse de la marge brute de 60,4 % à 57,4% sur le S1 2011 résulte à la fois de l'augmentation du coût des matières premières (acier, pétrole) et donc du coût de fabrication des rails et des tubes, d'une pression accrue sur les prix compte tenu de l'intensification de la concurrence et d'une politique commerciale plutôt souple en faveur du client (rabais, délais de livraison...). La clarification du positionnement de l'offre (haut de gamme avec LeanTek et lowcost avec Flex'O) devrait participer à la stabilisation de la marge brute. D'autres leviers identifiés sont la diversification de l'offre (chariot automatiques AGV, générateur de fortes marge avec du service associé) et la diversification du portefeuille clients (aéronautique, plus générateurs de marge).

La marge d'exploitation, en baisse de 700 pb à 13,2% sur le S1 2011 a été principalement impactée par la baisse de la marge brute (-300 pb), par la restructuration du management et par la création de filiales dans les pays où l'entreprise était préalablement présente via des distributeurs (Italie, Espagne, Portugal, Russie). La reconquête de parts de marchés sur ces zones engendre l'augmentation de frais de personnel (hausse de 21% des effectifs), la hausse des coûts directs liées aux ventes (transport) et des coûts marketing.

Suite à cette publication, nous ajustons nos perspectives 2011 avec un CA attendu désormais à 62,1 M€ (vs 60,2 M€ initialement) impliquant une légère accélération de la croissance sur le S2 à 12,7%. La MOP 2011 ressort, elle, en baisse, passant de 17,3% à 14,6% en 2011. Nous ajustons également nos attentes 2012-2013 en accélérant la croissance du CA (+10% en 2012 vs +7% précédemment attendu et +8% en 2013 vs +5%) et en abaissant la MOP de 18,3% à 16,0% en 2012 et de 20,0% à 17,2 % en 2013.

Recommandation

Suite à cette publication et aux ajustements à la hausse de la croissance et à la baisse des marges sur 2011-2013, nous maintenons notre objectif de cours de 22,00 € et notre recommandation à Achat.

Système de recommandations :

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

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

Vendre : Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Finance et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 14/10/11

Neutre : (-)

Vendre : (-).

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	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

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 Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, 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 Corporate 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 Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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 objet de la présente étude, 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 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 Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Finance ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Euroland Finance
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80