

Accumuler (vs Achat)	Potentiel	0%
Objectif de cours	14,20 € (vs 17,90€)	
Cours au 03/02/2016(c)		14,20 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALTRIPA / ALTRIFP	

Trilogiq

Outillage industriel

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	14%	-0,7%	-2,1%	-0,7%
Perf CAC Small	-8,6%	-7,5%	-5,2%	8,9%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	53,1
Nb de titres (en millions)	3,74
Volume 12 mois (titres)	255
Extrêmes 12 mois	13,17€ / 18,40€

Actionnariat	
Courtin	77%
Amiral Gestion	13%
Flottant	10%

Données financières (en M €)				
au 31/03	13/14	14/15	15/16e	16/17e
CA	65,9	67,0	57,7	61,2
var %	-6,8%	1,7%	-13,9%	6,0%
EBE	8,3	7,2	5,8	6,3
%CA	12,5%	10,7%	10,1%	10,2%
ROC	4,9	4,1	3,5	3,8
%CA	7,5%	6,2%	6,1%	6,2%
Rnpg	3,4	3,8	2,5	2,7
%CA	5,2%	5,6%	4,3%	4,4%
Bnpa (€)	0,92	1,01	0,66	0,71
Gearing (%)	-46%	-42%	-45%	-50%
ROCE (%)	11%	13%	11%	12%
ROE (%)	7%	7%	4%	4%
Dettes nettes 2014/15	-23,6			
Dividende n	-			
Yield (%)	-			

Ratios				
	13/14	14/15	15/16e	16/17e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,5	0,5
VE/EBE (x)	3,4	4,0	4,9	4,6
VE/ROC (x)	5,8	6,9	8,1	7,5
PE (x)	15,4	14,1	21,4	19,9

Analyste :
Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@elcorp.com

Un virage vers le composite à négociier

Publication des résultats semestriels (avril/septembre 2015)

Trilogiq publie un CA S1 2015/16 en dessous de nos attentes à 32,3 M€ (-0,8%, -3,6% à tcc) compte tenu d'une baisse de l'activité en Europe (-2,8% à 19,4 M€) et une hausse modérée en Amérique (+2% à 11,3 M€). La rentabilité ressort néanmoins en forte hausse avec un REX de 2,5 M€ (MEX de 7,8% vs 5,1% au S1 2014/15) et un RN de 1,3 M€ (vs 1,0 M€ au S1 2014/15), porté par un taux de marge brute élevé (64,2% vs 60,9%) et la maîtrise des charges opérationnelles. Avec un carnet de commandes en baisse de 27% sur le T3 à 13,6 M€ (dont -35% en Europe), Trilogiq souffre sur le S2 du positionnement prix de sa plateforme GRAPHiT. La nouvelle gamme en composite GRAPHiT, plus compétitive, lancée fin janvier devrait permettre de reconquérir des parts de marchés.

Commentaires

Trilogiq affiche une baisse de son CA S1 2015/16 à 32,3 M€ (-0,8%, -3,6% à tcc) compte tenu du lancement de sa gamme GRAPHiT qui a rencontré des difficultés à remporter des marchés avec un prix plus élevé que les produits de la gamme acier.

En terme de rentabilité, la marge brute S1 2015/16 ressort à 20,7 M€ avec un taux de marge brute en hausse de 3,3 points à 64,2%. Trilogiq bénéficie de la contribution en hausse de la gamme GRAPHiT et d'une hausse de ses solutions modulaires assemblées. Dans le même temps, la faible hausse des charges opérationnelles de 3,1% permet à Trilogiq d'afficher un ROC en hausse de 51,8% à 2,5 M€.

Le bilan reste très solide avec des capitaux propres de 56,1 M€ à fin septembre, une trésorerie de 20,4 M€ et pas d'endettement financier.

Avec la décision de se lancer exclusivement dans la gamme GraphiT au début du T3 2015/16 et d'arrêter la gamme acier, Trilogiq a vu la baisse de ses prises de commande s'accélérer (-27% au T3). Cette baisse se concentre essentiellement sur les clients historiques et l'Europe. La société a réagi en proposant une nouvelle gamme composite plus accessible. Néanmoins, le niveau de rentabilité sur cette nouvelle offre est attendu en forte baisse.

Compte tenu de la publication, nous revoyons nos estimations et attendons un CA 2015/16 de 57,0 M€ (vs 71,1 M€) et un REX de 3,5 M€ (vs 5,8 M€).

Recommandation

Suite à cette publication et aux ajustements de nos estimations, notre objectif de cours passe à 14,20€ (vs 17,90€) et note recommandation passe à Accumuler (vs Achat).

Compte de résultat (M€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Chiffre d'affaires	70,8	65,9	67,0	57,7	61,2	64,8
Excédent brut d'exploitation	12,6	8,3	7,2	5,8	6,3	6,7
Résultat opérationnel courant	8,8	4,9	4,1	3,5	3,8	4,1
Résultat opérationnel	8,8	4,9	4,1	3,5	3,8	4,1
Résultat financier	0,2	-0,4	0,7	0,2	0,2	0,2
Impôts	-2,5	-1,5	-0,8	-1,1	-1,2	-1,3
Mise en équivalence	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Résultat net part du groupe	6,1	3,4	3,8	2,5	2,7	2,9
Bilan (M€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Actifs non courants	13,2	13,6	18,4	19,5	17,0	0,0
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	17,2	15,1	14,4	13,2	14,0	15,7
Disponibilités + VMP	19,9	23,5	23,7	26,3	30,7	0,0
Capitaux propres	50,1	51,5	56,0	58,6	61,3	64,3
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	62,4	62,4	67,2	68,3	71,6	75,1
Tableau de flux (M€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Marge brute d'autofinancement	9,1	5,8	6,7	4,9	5,2	5,6
Variation de BFR	2,1	-2,0	-0,7	-1,2	0,8	0,8
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	6,9	7,7	7,5	6,1	4,4	4,7
Investissements opérationnels nets	-7,5	-2,1	-6,0	-3,5	-3,5	-3,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-7,5	-3,7	-6,0	-3,5	-3,5	-3,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	-0,7	4,1	1,5	2,6	0,9	1,2
Ratios (%)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Variation chiffre d'affaires	12,1%	-6,8%	1,7%	-13,9%	6,0%	6,0%
Marge EBE	17,8%	12,5%	10,7%	10,1%	10,2%	10,3%
Marge opérationnelle courante	12,4%	7,5%	6,2%	6,1%	6,2%	6,3%
Marge opérationnelle	12,4%	7,5%	6,2%	6,1%	6,2%	6,3%
Marge nette	8,6%	5,2%	5,6%	4,3%	4,4%	4,4%
Capex/CA	-10,6%	-3,2%	-8,9%	-6,1%	-5,7%	-5,4%
BFR/CA	24,4%	23,0%	21,5%	22,8%	22,8%	24,2%
ROCE	19,3%	11,5%	12,6%	10,8%	12,2%	nd
ROCE hors GW	19,3%	11,5%	12,6%	10,8%	12,2%	nd
ROE	12,2%	6,7%	6,7%	4,2%	4,3%	4,5%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Gearing (%)	-39,8%	-45,5%	-42,2%	-44,8%	-50,1%	0,0%
Dettes nette/EBE	-1,6	-2,8	-3,3	-4,5	-4,9	0,0
EBE/charges financières	-61,0	19,2	-10,4	-28,9	-30,8	-32,8
Valorisation	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Nombre d'actions (en millions)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	15,2	14,5	18,8	14,2	14,2	14,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	56,9	54,3	70,3	53,1	53,1	53,1
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-19,9	-23,4	-23,6	-26,3	-30,7	0,0
(3) Valeur des minoritaires	2,1	0,7	1,6	0,6	0,7	0,7
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres ajustements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	39,1	31,5	48,3	27,4	23,0	53,8
PER	9,3	15,8	18,7	21,4	19,9	18,6
EV/EBE	3,1	3,8	6,7	4,7	3,7	8,0
EV/ROC	4,5	6,4	11,7	7,8	6,1	13,2
EV/CA	0,6	0,5	0,7	0,5	0,4	0,8
P/B	1,1	1,1	1,3	0,9	0,9	0,8
Données par action	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Bnpa	1,64	0,92	1,01	0,66	0,71	0,77
Book value/action	13,4	13,8	15,0	15,7	16,4	17,2
Dividende /action	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.

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 : Du 31/07/2015 au 02/02/2016

Accumuler : Du 31/07/2014 au 30/07/2015 et depuis le 03/02/2016

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	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 Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate 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 Corporate

17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80