

Alleger (vs Neutre)	Potentiel -11,0%
Objectif de cours	8,10 € (vs 9,30€)
Cours au 21/07/2017(c)	9,10 €
Alternext Paris	
Reuters / Bloomberg	ALTRIPA / ALTRIFP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	0,6%	-1,6%	-2,2%	-19,7%
Perf CAC Small	17,4%	-1,2%	14,6%	35,0%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	34,0
Nb de titres (en millions)	3,74
Volume 12 mois (titres)	207
Extrêmes 12 mois	7,93€ / 11,89€

Actionnariat	
Courtin	77%
Amiral Gestion	13%
Flottant	10%

Données financières (en M €)				
au 31/03	16/17	17/18e	18/19e	19/20e
CA	34,8	36,7	42,2	48,5
var %	-37,8%	5,4%	15,0%	15,0%
EBE	-0,1	1,0	2,5	4,2
%CA	-0,2%	2,8%	5,8%	8,6%
ROC	-3,2	-2,2	-0,8	0,8
%CA	-9,1%	-5,9%	-2,0%	1,6%
Rnpg	-3,4	-2,5	-0,9	0,4
%CA	-9,7%	-6,8%	-2,2%	0,9%
Bnpa (€)	-0,91	-0,67	-0,25	0,12
Gearing (%)	-30%	-35%	-30%	-27%
ROCE (%)	-6%	-4%	-2%	1%
ROE (%)	-6%	-5%	-2%	1%
Dette nette	-15,9	-17,4	-14,9	0,0
Dividende n	-	-	-	-
Yield (%)	-	-	-	-

Ratios				
	16/17	17/18e	18/19e	19/20e
VE/CA (x)	0,3	0,5	0,4	0,4
VE/EBE (x)	ns	15,8	7,7	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	ns	ns	ns	ns

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

Trilogiq
Industrie

Enfin un nouveau départ ?

Publication des résultats annuels 2016/2017 (fin mars)

Trilogiq a publié des résultats annuels en-dessous de nos attentes avec un chiffre d'affaires de 34,9 M€ (-37,6%), un REX de -3,0 M€ et un RNpg de -3,3 M€. Le carnet de commandes du T1 de 9,2 M€ (-3,0 %), les efforts de restructurations entrepris sur l'exercice et l'embauche de nouveaux responsables devraient refléter un nouveau départ.

Commentaires

La baisse de l'activité a décéléré en séquentiel, avec un CA S2 2016/17 de 17,4 M€ (-27,0%) suite à un S1 2016/17 de 18,1 M€ (-43,8%), compte tenu d'un effet de base plus favorable (-1,1% au S1 2015/16 et -30,9% au S2 2015/16). La rentabilité a été défavorablement affectée par la baisse globale de chiffre d'affaires malgré les restructurations effectuées. Le ROC ressort ainsi à -3,0 M€ intégrant une baisse de la masse salariale de 6 M€ à 11,7 M€ principalement sur les postes administratifs et de techniciens. Les effectifs sont ainsi passés à 293 à fin mars 2017 (vs 336 à fin mars 2016). Les charges externes ont baissé de 4,3 M€ à 9,7 M€ bénéficiant des efforts mis en œuvre pour la réduction des coûts. Compte tenu des pertes enregistrées, Trilogiq a décidé de fermer l'Australie et est en passe de fermer le Maroc.

Le cash-flow opérationnel ressort à -0,3 M€ (vs +4,4 M€ en mars 2016) compte tenu du niveau du RNpg et malgré la stabilité du BFR. La trésorerie nette ressort ainsi à 15,9 M€ (vs 20,6 M€ en mars 2016).

Le carnet de commande du T1 de 9,2 M€ (-3,0%) semble refléter que les nouvelles orientations prises pourraient porter leurs fruits dès le S2 2017.

L'arrivée d'un nouveau DG adjoint en février 2017 et de nouveaux patrons sur les zones qui ont le plus souffert sur l'exercice 2016/17 (l'Allemagne (septembre 2017) et le Brésil (avril 2017)) devraient dynamiser l'activité. L'objectif étant de diversifier le portefeuille vers des clients non automobile, de pousser les gammes composite et la nouvelle gamme acier. Depuis février 2017, Trilogiq a ajouté une gamme standard acier (diamètre des tubes de 28 mm) à son portefeuille de produits déjà composé de deux gammes composite (Graphit 2 et Graphit black) et d'une gamme acier (28,6 mm).

Suite à cette publication, nous revoyons nos attentes pour l'exercice en cours avec un CA 2017/18 de 36,7 M€ (vs 40,8 M€) et un ROC de -2,1 M€ (vs 3,4 M€). Sur l'exercice 2018/19, nous misons sur une montée en puissance des gammes acier et composite avec un CA de 42,2 M€ (+15,0%) et un ROC de -0,8 M€

Recommandation

Suite à la mise à jour de nos estimations et de notre modèle, l'objectif de cours ressort à 8,10 € (vs 9,30 €). Notre recommandation passe de Neutre à Alléger.

Compte de résultat (M€)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Chiffre d'affaires	67,0	56,0	34,8	36,7	42,2	48,5
Excédent brut d'exploitation	7,2	3,9	-0,1	1,0	2,5	4,2
Résultat opérationnel courant	4,1	1,3	-3,2	-2,2	-0,8	0,8
Résultat opérationnel	4,1	1,3	-3,2	-2,2	-0,8	0,8
Résultat financier	0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	-0,8	0,0	-0,4	-0,3	0,0	-0,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	3,8	1,1	-3,4	-2,5	-0,9	0,4
Bilan (M€)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Actifs non courants	18,4	22,3	23,4	23,5	23,6	23,7
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	14,4	13,5	13,9	9,8	11,2	12,9
Disponibilités + VMP	23,7	20,6	17,6	18,5	15,0	13,2
Capitaux propres	56,0	55,8	52,9	50,3	49,4	49,8
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	1,6	1,1	0,1	-0,4
Total Bilan	67,2	63,3	60,1	57,4	56,4	57,3
Tableau de flux (M€)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Marge brute d'autofinancement	6,7	3,9	-0,4	0,6	2,3	3,8
Variation de BFR	-0,7	-0,5	-0,1	-4,2	-2,7	1,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	7,5	4,4	-0,3	4,7	5,0	2,1
Investissements opérationnels nets	-6,0	-6,9	-4,5	-3,3	-3,4	-3,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-6,0	-6,9	-4,5	-3,3	-3,4	-3,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	1,2	-0,5	-0,5	-0,5
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,0	-0,7	1,8	-0,5	-0,5	-0,5
Variation de l'endettement financier net	1,5	-3,1	-3,0	1,0	1,2	-1,8
Ratios (%)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Variation chiffre d'affaires	1,7%	-16,5%	-37,8%	5,4%	15,0%	15,0%
Marge EBE	10,7%	7,0%	-0,2%	2,8%	5,8%	8,6%
Marge opérationnelle courante	6,2%	2,3%	-9,1%	-5,9%	-2,0%	1,6%
Marge opérationnelle	6,2%	2,3%	-9,1%	-5,9%	-2,0%	1,6%
Marge nette	5,6%	1,9%	-9,7%	-6,8%	-2,2%	0,9%
Capex/CA	-8,9%	-12,3%	-13,0%	-8,9%	-8,0%	-7,2%
BFR/CA	21,5%	24,1%	40,0%	26,6%	26,6%	26,6%
ROCE	8,4%	2,4%	-5,7%	-4,4%	-1,6%	1,4%
ROCE hors GW	8,4%	2,4%	-5,7%	-4,4%	-1,6%	1,4%
ROE	6,7%	1,9%	-6,4%	-5,0%	-1,9%	0,9%
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	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Gearing (%)	-42,2%	-36,9%	-30,1%	-34,5%	-30,2%	-27,3%
Dettes nette/EBE	-3,3	-5,2	198,9	-17,2	-6,1	-3,3
EBE/charges financières	-10,4	17,3	-0,7	8,3	20,1	34,2
Valorisation	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
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)	18,8	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	70,3	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-23,6	-20,6	-15,9	-17,4	-14,9	-13,6
(3) Valeur des minoritaires	1,6	0,7	-0,5	-0,6	-0,2	0,1
(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	1,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	48,3	14,2	17,6	16,0	18,9	20,5
PER	18,7	31,8	ns	ns	ns	78,6
EV/EBE	6,7	3,6	ns	15,8	7,7	4,9
EV/ROC	11,7	10,9	ns	ns	ns	26,1
EV/CA	0,7	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
P/B	1,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Données par action	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Bnpa	1,01	0,29	-0,91	-0,67	-0,25	0,12
Book value/action	15,0	14,9	14,2	13,5	13,2	13,3
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 5% 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 5% 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 depuis 12 mois:

Achat : (-)

Accumuler : Du 24/07/2016 au 16/01/2017

Neutre : Du 17/01/2017 au 23/07/2017

Alléger : Depuis le 24/07/2017

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

* 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