

<b>Neutre (vs Achat)</b>	Potentiel	0,0%
<b>Objectif de cours</b>	4,40 € (vs 6,70 €)	
Cours au 28/01/2019(c)	4,40 €	
Euronext Growth Paris		
Reuters / Bloomberg	ALTRI.PA / ALTRIFP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	4,3%	4,3%	4,8%	-54,4%
Perf CAC Small	8,8%	10,9%	-0,2%	-24,3%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M€)	16,4
Nb de titres (en millions)	3,74
Volume 12 mois (titres)	513
Extrêmes 12 mois	4,10 € / 10,0 €

Actionnariat	
Courtin	77%
Amiral Gestion	13%
Flottant	10%

Données financières (en M €)				
au 31/03	17/18	18/19e	19/20e	20/21e
CA	33,5	32,0	33,0	33,9
var %	-3,7%	-4,5%	3,0%	3,0%
EBE	-2,3	-0,3	1,2	1,8
%CA	-6,8%	-1,0%	3,8%	5,4%
ROC	-5,8	-3,3	-1,8	-1,2
%CA	-17,2%	-10,4%	-5,3%	-3,4%
Rnpg	-8,9	-3,6	-1,4	-1,0
%CA	-26,4%	-11,3%	-4,2%	-3,0%
Bnpa (€)	-2,37	-0,96	-0,37	-0,27
Gearing (%)	-28%	-32%	-28%	-25%
ROCE (%)	-12%	-8%	-4%	-3%
ROE (%)	-21%	-9%	-4%	-3%
Dette nette	-11,8	-12,4	-10,5	-9,1
Dividende n	-	-	-	-
Yield (%)	-	-	-	-

Ratios				
	17/18	18/19e	19/20e	20/21e
VE/CA (x)	0,0	0,1	0,1	0,2
VE/EBE (x)	ns	ns	4,5	3,9
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	ns	ns	ns	ns

**Analyste :**  
Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
[caboulian@elcorp.com](mailto:caboulian@elcorp.com)

**Trilogiq**  
Industrie

## Des résultats semestriels qui se redressent mais encore peu de visibilité

### Publication des résultats semestriels 2018/2019

Trilogiq publie des résultats qui se redressent avec un CA S1 2018/19 stable à 16,4 M€ (+1,2%), un EBE de -0,3 M€ et un REX de -1,8 M€ (vs -2,9 M€). La société fait son mea culpa sur les problèmes identifiés: l'offre produit, la stratégie de communication et les coûts de fonctionnement. A ce titre, la société a mis en place de nouvelles orientations stratégiques depuis le début de l'exercice (baisse des coûts, des niveaux de stocks, vente d'actifs immobiliers non stratégiques) et entend afficher un EBE positif en mars 2019. Forte d'une trésorerie encore élevée, Trilogiq a les moyens de se structurer. Reste à retrouver une croissance rentable.

### Commentaires

Le chiffre d'affaires S1 2018/19 de 16,4 M€ (+1,2%) reflète une évolution contrastée de l'activité selon les zones géographiques. Alors que Trilogiq peine à regagner des parts de marché en Europe occidentale, elle a réussi à gagner des contrats en Amérique. Positionné sur un marché déflationniste, la société entend accélérer sur son offre digitale (vente de produits standards) lui permettant de réduire les coûts.

Sur le semestre écoulé, Trilogiq a pâti des pertes enregistrées sur sa filiale digitale anglaise (Graphit System Limited) mais a réussi à limiter les pertes compte tenu d'efforts sur les coûts de production, les coûts de fonctionnement et l'écoulement des stocks. Les usines hongroises et tchèques sont ainsi transformées en bureaux de vente.

Sur les prochains semestres, Trilogiq entend continuer de se défaire de certains actifs non stratégiques. La vente d'actifs (presses à injection, moules, immobilier..) pourrait représenter une entrée de cash de plusieurs millions d'euros. Trilogiq va ainsi continuer à réduire la voilure et redimensionner son outil de production pour limiter les coûts fixes. Le niveau de stock, notamment en Europe occidentale, est ainsi appelé à poursuivre sa baisse.

La société communique également sur un carnet de commandes T3 en baisse de 16% à 8,0 M€ ce qui présage d'un niveau de vente plus faible au S2 qu'au S1. Néanmoins, compte tenu des efforts réalisés, l'EBE devrait ressortir positif. La société entend générer un EBE positif sur 2018/19, ce qui semble optimiste. De la trésorerie devrait être toutefois générée sur ce même exercice.

Suite à cette publication, nous ajustons nos attentes de CA à 32,0 M€ (vs 36,2 M€) avec un S2 en baisse de près de 10% et attendons un EBE à -0,3 M€ (vs -0,6 M€).

### Recommandation

**Suite à la mise à jour de note modèle, l'objectif de cours ressort à 4,40 €. Compte tenu de la faible visibilité, nous sommes à Neutre sur le titre.**

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016/17</b>	<b>2017/18</b>	<b>2018/19e</b>	<b>2019/20e</b>	<b>2020/21e</b>
Chiffre d'affaires	34,8	33,5	32,0	33,0	33,9
Excédent brut d'exploitation	-0,1	-2,3	-0,3	1,2	1,8
Résultat opérationnel courant	-3,2	-5,8	-3,3	-1,8	-1,2
Résultat opérationnel	-3,2	-5,8	-3,3	-1,8	-1,2
Résultat financier	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Impôts	-0,4	-0,3	0,0	0,7	0,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-3,4	-8,9	-3,6	-1,4	-1,0
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016/17</b>	<b>2017/18</b>	<b>2018/19e</b>	<b>2019/20e</b>	<b>2020/21e</b>
Actifs non courants	23,4	18,6	18,7	18,8	18,9
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	13,9	12,7	8,3	8,6	8,8
Disponibilités + VMP	17,6	15,6	14,6	11,3	9,1
Capitaux propres	52,9	42,9	39,2	37,7	36,7
Emprunts et dettes financières	1,6	3,7	2,2	0,7	0,0
Total Bilan	60,1	52,0	46,8	43,9	42,2
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016/17</b>	<b>2017/18</b>	<b>2018/19e</b>	<b>2019/20e</b>	<b>2020/21e</b>
Marge brute d'autofinancement	-0,4	-2,6	-0,7	1,6	1,9
Variation de BFR	-0,1	-0,5	-5,6	0,2	0,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-0,3	-2,1	4,9	1,3	1,7
Investissements opérationnels nets	-4,5	-0,9	-3,1	-3,1	-3,1
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-4,5	-0,9	-3,1	-3,1	-3,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,2	2,1	-0,8	-0,8	-0,7
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	1,8	1,0	-0,8	-0,8	-0,7
Variation de l'endettement financier net	-3,0	-2,0	1,1	-2,5	-2,2
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016/17</b>	<b>2017/18</b>	<b>2018/19e</b>	<b>2019/20e</b>	<b>2020/21e</b>
Variation chiffre d'affaires	-37,8%	-3,7%	-4,5%	3,0%	3,0%
Marge EBE	-0,2%	-6,8%	-1,0%	3,8%	5,4%
Marge opérationnelle courante	-9,1%	-17,2%	-10,4%	-5,3%	-3,4%
Marge opérationnelle	-9,1%	-17,2%	-10,4%	-5,3%	-3,4%
Marge nette	-9,7%	-26,4%	-11,3%	-4,2%	-3,0%
Capex/CA	-13,0%	-2,8%	-9,7%	-9,4%	-9,1%
BFR/CA	40,0%	37,9%	26,0%	26,0%	26,0%
ROCE	-5,7%	-12,3%	-8,2%	-4,3%	-2,8%
ROCE hors GW	-5,7%	-12,3%	-8,2%	-4,3%	-2,8%
ROE	-6,4%	-20,6%	-9,2%	-3,7%	-2,8%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-367,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	22,7%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016/17</b>	<b>2017/18</b>	<b>2018/19e</b>	<b>2019/20e</b>	<b>2020/21e</b>
Gearing (%)	-30,1%	-27,6%	-31,7%	-27,9%	-24,8%
Dettes nette/EBE	198,9	5,2	39,3	-8,4	-5,0
EBE/charges financières	-0,7	-5,7	-0,8	3,1	4,6
<b>Valorisation</b>	<b>2016/17</b>	<b>2017/18</b>	<b>2018/19e</b>	<b>2019/20e</b>	<b>2020/21e</b>
Nombre d'actions (en millions)	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
Cours (moyenne annuelle en euros)	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-15,9	-11,8	-12,4	-10,5	-9,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres ajustements	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	0,5	4,6	4,0	5,6	7,1
PER	ns	ns	ns	ns	ns
EV/ EBE	ns	ns	-12,8	4,5	3,9
EV/ROC	ns	ns	ns	ns	-6,1
EV/CA	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
P/B	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Données par action</b>	<b>2016/17</b>	<b>2017/18</b>	<b>2018/19e</b>	<b>2019/20e</b>	<b>2020/21e</b>
Bnpa	-0,91	-2,37	-0,96	-0,37	-0,27
Book value/action	14,2	11,5	10,5	10,1	9,8
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00

**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** : Du 01/08/2018 au 28/01/2019

**Accumuler**:

**Neutre** : Du 01/02/2017 au 23/07/2017 et depuis le 29/01/2019

**Alléger** : Du 24/07/2017 au 31/07/2018

**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