

Alleger (vs Neutre)	Potentiel	-5,1%
Objectif de cours	3,00 € (vs 6,70 €)	
Cours au 01/08/2019(c)		3,16 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALTRI.PA / ALTRI.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-25,1%	5,3%	-1,2%	-38,6%
Perf CAC Small	8,1%	-3,4%	-6,7%	-17,1%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	11,8
Nb de titres (en millions)	3,74
Volume 12 mois (titres)	1003
Extrêmes 12 mois	2,90 € / 5,70 €

Actionnariat	
Courtin	77%
Amiral Gestion	13%
Flottant	10%

Données financières (en M €)				
au 31/03	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
CA	32,0	26,0	27,3	28,1
var %	-4,7%	3,0%	5,0%	3,0%
EBE	0,1	-1,0	1,8	3,2
%CA	0,4%	-3,8%	6,4%	11,4%
ROC	-2,9	-3,5	-0,2	1,4
%CA	-9,1%	-13,4%	-0,9%	5,0%
Rnpg	-1,8	-3,3	-0,1	1,0
%CA	-5,6%	-12,7%	-0,3%	3,7%
Bnpa (€)	-0,48	-0,88	-0,02	0,28
Gearing (%)	-35%	-44%	-46%	-50%
ROCE (%)	-7%	-11%	-1%	5%
ROE (%)	-4%	-9%	0%	3%
Dette nette	-14,2	-16,4	-17,3	-19,3
Dividende n	-	-	-	-
Yield (%)	-	-	-	-

Ratios				
	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
VE/CA (x)	0,2	ns	ns	ns
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	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

Un VE négative justifiée par un manque de visibilité qui persiste

Publication des résultats annuels 2018/2019

Trilogiq publie des résultats 2018/19 qui continuent de se redresser avec un CA à 31,9 M€ (-4,7%), un EBE de 0,1 M€ et un REX de -2,9 M€ (vs -5,7 M€), légèrement au-dessus de nos attentes. Trilogiq a bénéficié de la réduction des coûts sur l'exercice (principalement coûts logistiques et frais de structure) et réussi à générer du cash sur son exercice compte tenu de la réduction de l'outil de production et de la maîtrise des capex.

Néanmoins la publication d'un CA T1 2019/20 très décevant en baisse de 30% à 6,6 M€ laisse entrevoir une année à nouveau challenging pour la rentabilité du groupe.

Commentaires

Sur l'exercice 2018/19, l'Amérique ressort en hausse de 13% à 13,2 M€ quand l'Europe ressort en baisse de 8% à 17,8 M€ et l'Asie de 60% à 1,0 M€. En séquentiel, la baisse s'accélère au T1 sur chacune des branches géographiques (-30% sur chaque) compte tenu de la stratégie de concentration sur les activités rentables, de la baisse de l'activité commerciale dans les pays restructurés et d'un effet de base défavorable aux Etats-Unis.

Sur l'exercice 2018/19, Trilogiq affiche un TMB de 59,0% (vs 60,9% en 2017/18) et bénéficie de la baisse de ses charges opérationnelles de 4,3 M€ (dont 1,4 M€ de charges de personnel et de 2,3 M€ de charges externes) qui lui permet d'afficher un EBE positif. La société a réalisé des restructurations importantes en fermant 5 ateliers de production (tout en gardant une activité commerciale) et 2 pays (Suède et Russie). Sur l'exercice à venir, Trilogiq devrait également bénéficier de l'optimisation des surfaces en Allemagne et en Angleterre (location des murs détenus en propre à un tiers). Par ailleurs, Trilogiq est en phase de vente des presses dans lesquels il avait investi pour sa gamme Graphit.

Dans le même temps, nous assistons donc à une réduction de l'appareil productif qui sert la rentabilité et la génération de cash (FCF de 2,4 M€ en 18/19). Espérons que ce tournant stratégique permettra à la société de trouver d'autres relais de croissance.

Nous revoyons nos estimations avec un CA 2019/20 de 25,0 M€ (vs 33,0 M€), un EBE de -1,0 M€ (vs +1,2 M€ précédemment). L'horizon ne semble pas encore dégagé pour la société qui continue de souffrir de mauvaises décisions stratégiques prises en 2016.

Recommandation

Se payant aujourd'hui moins que son cash, la valeur manque de capital confiance auprès des investisseurs. Le manque de flottant, qui joue en défaveur de la liquidité du titre, vient également pénaliser le titre. Nous demeurons très prudents sur le titre compte tenu du manque de rebond de croissance au T1 et du peu de visibilité. Nous passons à Alléger (vs Neutre) avec un OC à 3,00 €.

Compte de résultat (M€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Chiffre d'affaires	34,8	33,5	32,0	26,0	27,3	28,1
Excédent brut d'exploitation	-0,1	-2,3	0,1	-1,0	1,8	3,2
Résultat opérationnel courant	-3,2	-5,8	-2,9	-3,5	-0,2	1,4
Résultat opérationnel	-3,2	-5,8	-2,9	-3,5	-0,2	1,4
Résultat financier	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Impôts	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,5
Mse en équivalence	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-3,4	-8,9	-1,8	-3,3	-0,1	1,0
Bilan (M€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Actifs non courants	23,4	18,6	16,4	14,4	12,9	11,6
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	13,9	12,7	10,4	6,8	7,3	7,7
Disponibilités + VMP	17,6	15,6	16,3	18,5	19,4	21,4
Capitaux propres	52,9	42,9	40,8	37,4	37,3	38,4
Emprunts et dettes financières	1,6	3,7	2,1	2,1	2,1	2,1
Total Bilan	60,1	52,0	47,1	43,8	43,7	44,7
Tableau de flux (M€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Marge brute d'autofinancement	-0,4	-2,6	0,3	-0,8	1,9	2,9
Variation de BFR	-0,1	-0,5	-2,1	-3,6	0,5	0,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-0,3	-2,1	2,3	2,7	1,4	2,0
Investissements opérationnels nets	-4,5	-0,9	0,1	-0,5	-0,5	-0,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-4,5	-0,9	0,1	-0,5	-0,5	-0,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,2	2,1	-1,7	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	1,8	1,0	-1,7	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	-3,0	-2,0	0,7	2,2	0,9	1,5
Ratios (%)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Variation chiffre d'affaires	-37,8%	-3,7%	-4,7%	-18,6%	5,0%	3,0%
Marge EBE	-0,2%	-6,8%	0,4%	-3,8%	6,4%	11,4%
Marge opérationnelle courante	-9,1%	-17,2%	-9,1%	-13,4%	-0,9%	5,0%
Marge opérationnelle	-9,1%	-17,2%	-9,1%	-13,4%	-0,9%	5,0%
Marge nette	-9,7%	-26,4%	-5,6%	-12,7%	-0,3%	3,7%
Capex/CA	-13,0%	-2,8%	0,3%	-1,9%	-1,8%	-1,8%
BFR/CA	40,0%	37,9%	32,5%	26,2%	26,8%	27,4%
ROCE	-5,7%	-12,3%	-7,3%	-11,0%	-0,8%	4,9%
ROCE hors GW	-5,7%	-12,3%	-7,3%	-11,0%	-0,8%	4,9%
ROE	-6,4%	-20,6%	-4,4%	-8,8%	-0,3%	2,7%
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	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Gearing (%)	-30,1%	-27,6%	-34,8%	-43,9%	-46,4%	-50,3%
Dettes nette/EBE	198,9	5,2	-100,7	16,6	-9,9	-6,0
EBE/charges financières	-0,7	-5,7	-0,9	6,5	-11,5	-21,0
Valorisation	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
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)	10,1	9,0	5,1	3,2	3,2	3,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	37,7	33,8	19,2	11,8	11,8	11,8
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-15,9	-11,8	-14,2	-16,4	-17,3	-19,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	1,0	2,0	3,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	21,8	21,9	5,0	-4,6	-5,5	-7,4
PER	ns	ns	ns	ns	ns	ns
EV/ EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
EV/ROC	ns	ns	ns	ns	22,3	ns
EV/CA	0,6	0,7	0,2	ns	ns	ns
P/B	0,7	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3
Données par action	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Bnpa	-0,91	-2,37	-0,48	-0,88	-0,02	0,28
Book value/action	14,2	11,5	10,9	10,0	10,0	10,3
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 : Du 01/08/2018 au 28/01/2019

Accumuler: (-)

Neutre : Du 29/01/2019 au 01/08/2019

Alléger A partir du 02/08/2019

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 États-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