

Trigano

PEPITES PEA

Bourse de Paris - Ticker : TRI / ISIN : **FR0005691656**



- Le roi du camping-car -

Date de l'analyse : 24.06.2023

Cours de référence : **108,80 EUR**

Objectif de cours : **191,00 EUR** (potentiel de +75%)

Présentation

Trigano est une société européenne spécialisée dans la conception, la fabrication et la distribution de véhicules de loisirs. À l'origine distributeur de matériel de camping, la société a ensuite étendu son activité à la fabrication et la commercialisation de tentes, de caravanes, puis de camping-cars et de résidences mobiles.

Trigano a deux activités :

- les véhicules de loisirs (plus de 90 % des ventes sur l'exercice 2022/2023) : caravanes, camping-cars, résidences mobiles et leurs accessoires
- les équipements de loisirs : remorques, équipement du jardin et matériel de camping

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Après son entrée en bourse en 1998 suivie d'acquisitions principalement dans le secteur du camping-car, Trigano s'est hissé au rang de leader européen du véhicule de loisirs.

La société compte plus de 10 000 collaborateurs et dispose de 65 sites de production et entrepôts majoritairement situés en Europe. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3,5 milliards d'euros sur son dernier exercice (clôturé au 31 août 2023). Un tiers a été réalisé en France et un quart en Allemagne (plus de 95% en Europe).

Le capital de l'entreprise est détenu à 58% par la famille Feuillet.

Une croissance robuste

Avec son offre de véhicules et d'équipements de loisir, Trigano se positionne dans la catégorie des biens de consommation discrétionnaire. À cet égard, la société est perçue comme cyclique au même titre que les fabricants automobiles.

Pourtant, le caractère cyclique de l'activité ne transparait pas dans les chiffres.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chiffre d'affaires (en M EUR)	1 317	1 707	2 315	2 328	2 184	2 934	3 177	3 480
Résultat net dilué par action (en EUR)	4,68	6,63	9,70	8,69	7,24	11,56	14,58	15,95
Flux de trésorerie disponible par action (en EUR)	2,11	3,84	(0,42)	5,35	11,45	18,03	(0,32)	6,24
Dividende par action (en EUR)	1,00	1,30	2,00	2,00	2,20	3,20	3,50	3,50
Rapport flux de trésorerie disponible / dividende	2,1	3,0	(0,2)	2,7	5,2	5,6	(0,1)	1,8
Marge opérationnelle courante	7,6%	8,7%	9,9%	9,0%	8,3%	12,2%	10,8%	12,2%
Retour sur fonds propres	19,7%	23,5%	27,6%	20,1%	14,8%	20,5%	22,1%	20,9%

Entre 2016 et 2023, le chiffre d'affaires du groupe a progressé de +164% (x2,6), soit un rythme annualisé de +14,9%. L'activité n'a reculé qu'en 2020 en raison des difficultés liées à la crise sanitaire.

Cette belle croissance ne s'est pas faite au détriment des marges et des résultats, au contraire. Le résultat net par action a progressé de manière régulière passant de **4,68 EUR** en 2016 à **15,95 EUR** en 2023, soit une multiplication par 3,4.

La marge opérationnelle s'est améliorée passant de 8,7% en moyenne sur la période 2016-2018 à 11,7% sur la période 2021-2023 (+3 points). La croissance a permis au groupe de bénéficier d'un effet d'échelle et d'améliorer sa rentabilité.

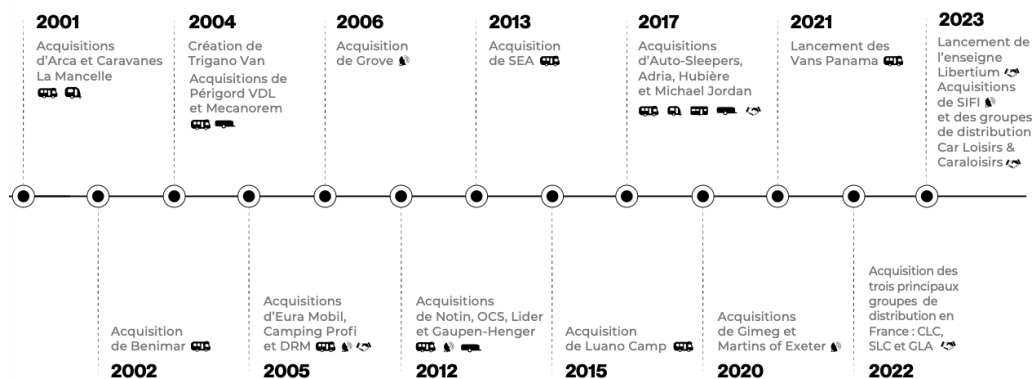
Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

Le retour sur fonds propres (ROE) est excellent. Il s'est établi en moyenne à 21,2% sur la période 2016-2023. Trigano s'illustre ici aussi par la régularité. En dehors de l'exercice 2020 où le ROE a marqué un plus bas à 14,8% - ce qui reste très correct - la rentabilité des fonds propres s'est toujours maintenue autour de 20-25%.

Le dividende a suivi la même trajectoire que les résultats avec une multiplication par 3,5 entre 2016 et 2023.

Depuis son arrivée dans le groupe en 1981, François Feuillet a mené une stratégie dynamique de croissance externe :



Historique des acquisitions de 2001 à 2023 *rapport annuel 2023, p.1*

La dernière opération d'envergure est la prise de contrôle, à hauteur de 85%, du constructeur slovène Adria en septembre 2017. Adria emploie environ 1 800 personnes et réalisait un chiffre d'affaires de 415 M EUR en 2017. Trigano est monté à 100% du capital de cette filiale au cours de l'exercice 2022/2023.

Cette prise de participation explique le flux de trésorerie négatif (-0,42 EUR par action) sur l'exercice 2017/2018. Retraité des acquisitions et des variations du besoin en fonds de roulement, le flux de trésorerie disponible est en augmentation régulière depuis 2016 et suit d'assez près le résultat par action :

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Cumul 8 ans
Bénéfice par action (EUR)	4,68	6,63	9,70	8,69	7,24	11,56	14,58	15,95	79,03
Flux de trésorerie hors var. périmètre et BFR (EUR)	3,50	4,87	8,12	8,71	7,34	15,90	12,72	16,78	77,94

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Plus récemment, Trigano est entré [en négociation exclusive avec le groupe Beneteau pour acquérir sa division habitat](#) spécialisée dans la fabrication de mobil-home. L'opération, annoncée en mai 2023, est toujours en cours d'étude par l'Autorité de la concurrence en France. La finalisation de l'opération devait initialement intervenir d'ici fin 2023, puis au 1^{er} semestre 2024. On devrait avoir des nouvelles d'ici peu.

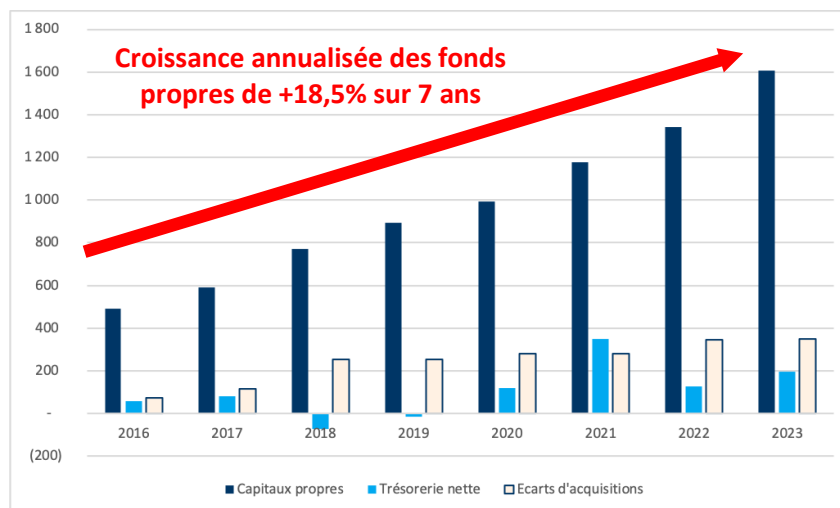
Cette acquisition apporterait un complément d'activité conséquent pour Trigano. La division Habitat de Beneteau a réalisé un chiffre d'affaires de 319,6 M EUR en 2023, soit 9% du chiffre d'affaires de Trigano sur son dernier exercice. Sur les exercices 2021 à 2023, la marge opérationnelle courante de cette activité est ressortie en moyenne à 9,1% contre 11,7% pour Trigano sur la même période.

L'opération doit être porteuse de synergies en particulier sur les achats, la logistique et les méthodes de fabrication.

Un bilan solide

Chez Trigano, comme dans beaucoup d'entreprises familiales, la croissance ne se fait pas à n'importe quel prix.

En dehors des exercices 2017/2018 et 2018/2019 qui faisaient suite à la prise de participation dans le groupe Adria, Trigano a toujours été en situation de trésorerie nette positive sur la période 2016-2023.



Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

Les fonds propres par action sont passés de 25,33 EUR au 31 août 2016 à 82,99 EUR au 31 août 2023, soit **une croissance annualisée de +18,5% sur 7 ans**. Dans le même temps la situation de trésorerie s'est améliorée. À la clôture semestrielle du 29 février 2024, la trésorerie nette se montait à 213 M EUR (58 M EUR au 31 août 2016).

Les écarts d'acquisitions sont par ailleurs restés contenus. Ils ont augmenté de manière notable lors de l'exercice 2017/2018 suite à la prise de participation dans Adria (*goodwill* de 139 M EUR). Depuis, ils n'ont eu cesse de diminuer en proportion des capitaux propres (21,9% au 31 août 2023 contre 32,9% au 31 août 2018).

On notera par ailleurs que **le nombre d'action est resté inchangé sur la période 2016-2023**.

Finalement, grâce à un retour sur capitaux élevé, **Trigano a pu largement autofinancer sa croissance**.

L'âge du capitaine

François Feuillet, 76 ans, a dirigé Trigano de 1981 à 2020. Il détient conjointement avec sa femme 9 261 137 actions Trigano, soit 47,9% du capital. Ses 2 filles détiennent l'une et l'autre 966 815 actions (5,0% du capital chacune). Le concert familial détient au total 57,9% du capital et 73,3% des droits de vote.

La nouvelle génération ne souhaite pas prendre les commandes de l'entreprise. François Feuillet a donc mis en place un directoire composé de deux membres :

- Stéphane Gigou, Président du directoire, 51 ans. Il a fait carrière dans l'industrie automobile, d'abord au sein du groupe Renault, puis chez Fiat Chrysler où il occupait le poste de Directeur Général de Fiat Professional avant de rejoindre Trigano. Il a été nommé Président du Directoire le 30 septembre 2020.

- Michel Freiche, Directeur Général, 63 ans. Il a rejoint Trigano en 1988 et a été nommé Directeur Général le 1^{er} septembre 2016.

François Feuillet, sa femme Marie-Hélène et sa fille Alice, sont membres du Conseil de surveillance aux côtés de trois membres indépendants et d'un membre représentant des salariés.

Tout semble en place pour que l'entreprise puisse être cédée dans de bonnes conditions.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Valorisation

Au cours de **108,80 EUR**, la capitalisation boursière de Trigano se monte à 2 104 M EUR. Déduction faite de la trésorerie nette de 213 M EUR (au 29.02.2024), la valeur d'entreprise s'établit à :
 $2\ 104 - 213 = 1\ 891\text{M EUR}$.

Sur la base des résultats 2022/2023 (résultat opérationnel courant de 423 M EUR et résultat net de 308 M EUR), on obtient les ratios suivants :

$$\text{VE/EBIT } 2023 = 1\ 891 / 423 = \mathbf{4,5}$$

$$\text{PER} = 2\ 104 / 308 = \mathbf{6,8}$$

Par ailleurs, avec des fonds propres par action de **90,58 EUR** au 29 février 2024, le ratio P/B (capitalisation boursière / fonds propres) s'établit à **1,2**.

Dans l'absolu, le titre n'est pas cher. Si l'on regarde dans le rétroviseur, la valorisation est également attractive. Sur la période 2016-2023, le titre s'est échangé en moyenne sur la base des ratios suivants :

$$\text{VE/EBIT} = 8,5 ; \text{PER} = 11,2 ; \text{P/B} = 2,2$$

En appliquant ces multiples historiques aux derniers résultats annuels (2022/2023) et aux fonds propres au 29 février 2024, nous obtenons les cours cibles suivants :

VE/EBIT : 196 EUR

PER : 179 EUR

P/B : 199 EUR

Moyenne = 191 EUR

Deux questions restent en suspens :

1. Est-ce que Trigano va réussir à au moins égaler ses résultats 2022/2023 lors des prochains exercices ?

L'exercice 2023/2024 a démarré sur de très bonnes bases. Le résultat opérationnel du [1^{er} semestre](#) (clôturé au 29 février 2024) est ressorti en hausse de +40,3% à 243 M EUR et le résultat par action a bondi de +48% à 9,34 EUR. Le marché a pourtant sanctionné la publication avec une baisse du cours de -6,8% à 144,00 EUR le lendemain de l'annonce. Ce sont les perspectives qui ont fait douter les investisseurs. Le communiqué mettait en avant :

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

- une faible dynamique du marché de la **caravane** ;
- une possible diminution de l'investissement des gros opérateurs de l'hôtellerie de plein air sur le marché du **mobil-home** ;
- une normalisation de la croissance de l'activité sur le marché des **camping-cars** au cours des prochains mois.

Les deux premiers points ne nous paraissent pas alarmants car les caravanes et les mobil-home n'ont représenté que 8,0% des ventes au 1^{er} semestre (10,8% sur l'exercice 2022/2023).

en M€	S1 2024	S1 2023	Variation	Variation à p. et t.c. constants
Camping-cars	1 545,9	1 221,4	+26,6%	+25,3%
Caravanes	93,3	118,9	-21,5%	-21,4%
Résidences mobiles	53,7	47,7	+12,6%	+12,6%
Accessoires pour VDL	107,7	117,1	-8,0%	-9,3%
Autres	26,9	23,4	+15,0%	+7,7%
Total VDL	1 827,5	1 528,5	+19,6%	+18,4%

[chiffre d'affaires T2 2023/2024](#)

Un ralentissement de ces deux marchés ne devrait pas impacter les résultats de Trigano de manière notable.

Les ventes de camping-cars représentent en revanche 85% de l'activité sur le premier semestre. Après une croissance de +25,3% à périmètre et changes constants, la situation va se normaliser pour se rapprocher de la croissance du marché. D'après le communiqué, celle-ci est bien orientée malgré le contexte économique :

*« Les marchés du camping-car restent bien orientés dans les principaux pays européens en 2024 avec par exemple **des progressions à deux chiffres des immatriculations en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne.***

L'activité commerciale sur les terrains et sur les foires et salons est elle aussi soutenue pour les produits de Trigano qui séduisent des primo-accédants, mais aussi des camping-caristes avertis qui commencent à revenir sur les points de vente après la période de pénurie. »

En résumé, Trigano devrait continuer de croître sur son marché principal, mais à un rythme moins soutenue qu'au 1^{er} semestre. Sauf imprévu, ces perspectives augurent de résultats records pour l'exercice 2023/2024.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

La publication du [chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre](#) le 24 juin est venue confirmer cette tendance. La croissance est ressortie à +10,8% au T3 (+7,4% à périmètre et change constant) contre +18,4% au S1 (+17,2% à PCC). Sur 9 mois, l'activité est en hausse de +15,4%, dont +13,4% de croissance organique.

L'acquisition de la division habitat de Beneteau, sous réserve de l'accord de l'Autorité de la concurrence en France, va par ailleurs apporter un volume d'affaires conséquent et soutenir la croissance sur le prochain exercice. On fait confiance au management pour mener à bien ce projet et réaliser des synergies. L'historique de croissance externe du groupe plaide dans ce sens.

2. Est-ce le bon moment d'investir sur cette valeur cyclique compte tenu d'un contexte politique très incertain en France ?

L'instabilité politique en France a fait décrocher beaucoup de *small cap* parisiennes. Le marché s'inquiète des conséquences d'une possible arrivée au pouvoir d'un des deux blocs extrêmes. Trigano a été particulièrement visé avec une forte baisse de son cours (-15,4%) dans la semaine suivant l'annonce de la dissolution de l'Assemblée Nationale par Emmanuel Macron le soir du dimanche 9 juin 2024.

Le groupe réalise un tiers de son chiffre d'affaires en France. Si la situation politique et économique se dégrade dans le pays, la consommation de biens discrétionnaires risque de ralentir. Le titre étant perçu comme cyclique, il sera sans doute délaissé par le marché.

Évidemment, il est extrêmement difficile de faire toute forme de pronostic à ce sujet. Et comme vous le savez, nous ne faisons de toute façon aucune prévision macro-économique ou géopolitique.

Le plus important nous semble d'avoir une certaine marge de sécurité pour pouvoir encaisser le choc de différents scénarios. Au cours de **108,80 EUR**, le potentiel sur notre cours cible moyen de **191 EUR** est de +75%. Rien ne dit que le cours n'ira pas beaucoup plus bas, mais ce potentiel nous paraît suffisant pour initier une position.

Conclusion

Trigano est une magnifique réussite entrepreneuriale. François Feuillet a développé son groupe de manière exemplaire pour le hisser au rang de leader européen du véhicule de loisirs.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

Malgré ça, le marché valorise le titre modestement. Après une forte dynamique de croissance ces dernières années, la perspective d'un ralentissement fait douter les investisseurs. Plusieurs facteurs pourraient conduire à ce ralentissement :

- la consolidation des constructeurs de véhicules de loisirs en Europe devrait se poursuivre dans les prochaines années sans que Trigano puisse y participer de façon significative compte tenu de son niveau actuel de part de marché dans certains pays (réglementation anti-trust) ;
- le fort développement du marché des vans et des fourgons aménagés pourrait favoriser l'émergence d'une concurrence accrue de constructeurs automobiles ;
- de nouvelles contraintes environnementales vont impacter le développement des nouveaux produits (les châssis des camping-cars sont principalement équipés de moteur diesel).

La situation politique en France vient ajouter de l'incertitude. Autant de raisons qui peuvent expliquer la méfiance du marché.

Regardons désormais le verre à moitié plein. Les facteurs démographiques sont favorables et semblent offrir des perspectives prometteuses. Avec le rachat de Bio Habitat, s'il est autorisé par l'Autorité de la concurrence, Trigano va prendre une nouvelle dimension sur le marché du mobil-home. Enfin, le groupe a lancé l'enseigne de son réseau de distribution « Libertium » au début de l'exercice 2023. Ce développement stratégique va apporter un complément d'activité en aval de la fabrication et donner de la visibilité au groupe.

Pour finir, l'hypothèse d'une cession de l'entreprise est assez forte compte tenu de l'âge du capitaine et de l'absence de succession. Elle ajoute une touche spéculative à la valeur.



Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](https://forum.daubasses.com)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#).

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

daubasses.com

© Tous droits réservés