

Louvain School of Management

Analyse fondamentale de Trigano SA : l'action est-elle sous-évaluée ?

Auteur : Simon Coppée
Promotrice : Isabelle Platten
Année académique 2025-2026
Master [120] en sciences de gestion à finalité spécialisée

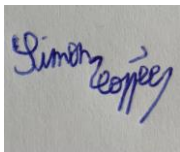
DÉCLARATIONS RELATIVES À L'UTILISATION DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE GÉNÉRATIVE

Veuillez confirmer les déclarations suivantes :

Déclaration	Réponse à cocher
Le contenu du mémoire est ton travail original, même si tu as utilisé l'IA pour t'aider	☒ Oui
Tu maîtrises les théories, outils et méthodes utilisés	☒ Oui
Tu as vérifié que le contenu est exact, sans hallucinations ni fausses références	☒ Oui
Tu maîtrises le résultat final et tu peux l'expliquer devant le jury	☒ Oui
Tu n'as pas donné à l'IA des données confidentielles	☒ Oui

SIGNATURE

Signez votre déclaration :

Nom et prénom de l'auteur	Date	Signature
Coppée Simon	23-05-26	

Remerciements

Je tiens à remercier sincèrement ma promotrice, la Professeure Isabelle Platten, pour son accompagnement, ses conseils et sa disponibilité tout au long de la réalisation de ce mémoire. Ses remarques m'ont permis d'améliorer progressivement mon travail et de structurer davantage mon analyse.

Je souhaite également remercier ma mère pour son soutien constant, sa présence et ses encouragements tout au long de mon parcours. Mes remerciements vont aussi à mes frères ainsi qu'à ma belle-sœur, pour leur soutien, leur écoute et leurs encouragements durant cette période importante.

Table des matières

1. Introduction.....	6
2. Revue de littérature	6
3. Analyse stratégique de Trigano.....	7
3.1 Activités et modèle économique de l'entreprise.....	7
3.2 Dynamique du secteur, tendances du marché et principaux risques	8
3.3 Position concurrentielle de l'entreprise : opportunités, risques et gestion de ces risques.....	9
3.4 Vision et stratégie de l'équipe dirigeante	11
3.5 Gouvernance et relations avec les actionnaires	12
3.6 Reporting non financier : CSRD et ESG	12
3.7 SWOT approfondie.....	14
3.7.1 Forces	14
3.7.2 Faiblesses.....	14
3.7.3 Opportunités.....	15
3.7.4 Menaces	16
4. Analyse financière de Trigano	16
4.1 Analyse du compte de résultat.....	16
4.1.1 Croissance du chiffre d'affaires, cyclicité et soutenabilité	16
4.1.2 Structure des coûts et évolution de la marge brute.....	18
4.1.3 Performance opérationnelle et levier d'exploitation.....	19
4.1.4 Résultat net et création de valeur pour l'actionnaire	20
4.2 Analyse du bilan.....	20
4.2.1 Capital investi et intensité capitalistique.....	20
4.2.2 Besoin en fonds de roulement et amplification du cycle.....	21
4.2.3 Structure financière et risque pour les actionnaires.....	22
4.2.4 Solidité financière et flexibilité stratégique.....	23
4.3 Analyse des flux de trésorerie	24
4.3.1 Conversion du résultat en trésorerie : qualité et soutenabilité des profits	24
4.3.2 Impact du besoin en fonds de roulement et amplification du cycle.....	25
4.3.3 Politique d'investissement et intensité capitalistique.....	25
4.3.4 Cash-flow to the firm et volatilité des flux disponibles.....	26
4.4 Estimation des bénéfices et flux futurs	27
4.4.1 Construction du scénario central et logique de projection.....	27
4.4.2 Hypothèses de croissance, de rentabilité et de réinvestissement	28
4.4.3 Hypothèses de marges opérationnelles normalisées	29
4.4.4 Synthèse du scénario central.....	30

4.5	Élaboration de scénarios alternatifs	30
4.5.1	Scénario pessimiste : ralentissement prolongé et pression sur les marges	30
4.5.2	Scénario optimiste : stabilisation rapide et maintien d'une rentabilité élevée	31
4.5.3	Encadrement de la valorisation et sensibilité aux hypothèses clés	31
5.	Évaluation de Trigano	32
5.1	Évaluation par différents modèles concurrents	32
5.1.1	Valorisation par la méthode DCF	32
5.1.2	Valorisation par les comparables	34
5.1.3	Synthèse des résultats	36
5.2	Étude de sensibilité et scénarios alternatifs	37
5.2.1	Sensibilité au WACC et à la croissance terminale	38
5.2.2	Scénarios alternatifs	39
5.2.3	Interprétation des résultats	40
5.3	Impact financier des risques ESG identifiés	40
5.4	Analyse du cours de bourse et du décalage avec les fondamentaux	42
5.5	Réputation de Trigano	43
6.	Conclusion	44
	Annexes	46
	Bibliographie	52

1. Introduction

Le secteur des véhicules de loisirs a connu une forte expansion à la suite de la pandémie de COVID-19, portée par l'évolution des modes de consommation et par une demande accrue pour des formes de tourisme plus flexibles et autonomes. Toutefois, cette dynamique s'inscrit dans un environnement fortement cyclique, dépendant du pouvoir d'achat des ménages, des conditions de financement et de la conjoncture macroéconomique. Ces fluctuations de la demande soulèvent dès lors des enjeux importants en matière de performance financière et de valorisation boursière.

C'est dans cette perspective que s'inscrit l'étude de Trigano, groupe français spécialisé dans la conception et la fabrication de véhicules de loisirs, coté sur Euronext. Fort d'une position de leader sur le marché européen des camping-cars, le groupe a bénéficié d'une croissance soutenue entre 2021 et 2024, avant de faire face à un ralentissement de son activité en 2025. Cette évolution soulève une question centrale pour l'investisseur : le recul récent des performances reflète-t-il une simple normalisation cyclique, ou traduit-il une détérioration plus structurelle des perspectives du groupe ?

L'objectif du présent mémoire est donc d'évaluer, à travers une approche d'analyse fondamentale, si l'action Trigano est sous-évaluée ou surévaluée par rapport à sa valeur intrinsèque, afin de formuler une recommandation d'investissement à long terme. Pour répondre à cette problématique, la méthodologie retenue combine une analyse stratégique, une analyse financière historique et une valorisation de l'entreprise. L'analyse stratégique vise à comprendre le modèle économique de Trigano, la dynamique de son secteur, son positionnement concurrentiel et ses principaux risques, notamment environnementaux. L'analyse financière examine ensuite l'évolution du compte de résultat, du bilan et des flux de trésorerie sur la période étudiée, afin d'identifier les tendances soutenables et d'établir des projections cohérentes. Enfin, la valorisation repose principalement sur la méthode des flux de trésorerie actualisés, complétée par une analyse relative à l'aide de multiples de marché et par des scénarios alternatifs intégrant les principaux risques identifiés. Les données financières, boursières et sectorielles utilisées dans ce mémoire sont fondées sur les informations disponibles jusqu'au 24 mai 2026, date retenue comme référence pour l'analyse et la valorisation.

2. Revue de littérature

La valorisation d'une entreprise cherche avant tout à estimer ce qu'elle vaut réellement, au-delà des humeurs du marché. Damodaran (2012) identifie trois déterminants fondamentaux de cette valeur intrinsèque : les flux de trésorerie que l'entreprise est capable de générer, leur rythme de croissance attendu, et le risque qui pèse sur leur réalisation. C'est à partir de cette triple lecture économique, financière et stratégique que l'analyse fondamentale cherche à comprendre si une entreprise crée durablement de la valeur, ou si elle ne fait qu'en consommer.

Parmi les méthodes d'évaluation disponibles, le Discounted Cash-Flow (DCF) occupe une place centrale. Le principe est simple : projeter les flux de trésorerie futurs, puis les ramener à leur valeur aujourd'hui en appliquant un taux d'actualisation qui reflète le risque de l'activité, généralement le coût moyen pondéré du capital. Mais cette

apparente simplicité est trompeuse. La fiabilité d'un DCF tient moins à la sophistication du modèle qu'à la cohérence des hypothèses qui l'alimentent : croissance, rentabilité, besoin en fonds de roulement, investissements. Une hypothèse mal calibrée peut faire basculer une valorisation de « sous-évalué » à « surévalué » sans que le modèle ne sonne faux.

C'est précisément pour contrebalancer cette sensibilité que les méthodes de valorisation relative sont mobilisées en complément. En rapportant la valeur de l'entreprise à des indicateurs comme le chiffre d'affaires ou l'EBITDA, via des multiples de type EV/Sales ou EV/EBITDA, on dispose d'un ancrage dans les prix de marché observés. Ces comparaisons sont utiles, mais elles ne sont pas neutres : le choix des comparables, le moment du cycle économique, les différences de structure financière ou de profil de croissance peuvent toutes biaiser la lecture.

Dans le cadre de ce mémoire, ces deux approches sont appliquées conjointement à Trigano, acteur majeur du secteur des véhicules de loisirs, soumis à une forte cyclicité de la demande et à des mutations structurelles profondes. L'enjeu n'est pas seulement technique : il s'agit de construire des hypothèses ancrées dans la réalité de l'entreprise comme la normalisation des marges, volatilité du besoin en fonds de roulement, risques ESG pour aboutir à une recommandation d'investissement fondée et nuancée.

3. Analyse stratégique de Trigano

3.1 Activités et modèle économique de l'entreprise

Trigano est une entreprise européenne active dans le secteur des véhicules de loisirs, dont les activités couvrent la conception, la production et la vente de ces produits. L'entreprise développe ses activités autour de deux pôles principaux. Le premier est constitué des véhicules de loisirs tels que les camping-cars, les caravanes, les vans aménagés et les résidences mobiles. Le second regroupe les équipements de loisirs comme les remorques, le matériel de camping et les accessoires. (Trigano, 2025a)

Aujourd'hui, Trigano figure parmi les acteurs majeurs de l'industrie européenne des véhicules de loisirs. Le groupe bénéficie d'une forte position sur le marché des camping-cars en Europe, soutenue par un large portefeuille de marques et par des sites de production implantés dans plusieurs pays européens. Cette position parmi les leaders du marché constitue un avantage concurrentiel important, susceptible de soutenir la capacité du groupe à générer des revenus récurrents et à maintenir des marges compétitives à long terme.

Les camping-cars et caravanes constituent l'activité principale de Trigano et représentent environ 87 % des ventes en 2025. Cette catégorie comprend les camping-cars, les caravanes, les accessoires et les autres services associés. Les autres activités de loisirs représentent environ 13 % des ventes et regroupent notamment les résidences mobiles, les remorques, l'équipement du jardin, le matériel de camping et les terrains de camping. Cette structure confirme la forte dépendance du groupe à son cœur d'activité historique, tout en montrant une diversification progressive vers d'autres activités de loisirs, comme les résidences mobiles.

La structure industrielle de Trigano est fortement développée en Europe, où le groupe dispose de nombreuses unités de production dans plusieurs pays. La distribution de ses

produits se fait principalement à travers un réseau dense de concessionnaires indépendants. L'entreprise vend ainsi majoritairement ses produits via ces intermédiaires, la vente directe aux consommateurs finaux restant minime. Aujourd'hui, Trigano s'appuie sur plus de 1 300 distributeurs agréés de véhicules de loisirs ainsi qu'environ 80 points de vente sous enseigne du groupe. Elle possède également 73 sites de production et d'entrepôts en Europe (Trigano, 2025a ; Trigano Finance, 2025). Elle gère un portefeuille important de marques, positionnées sur différentes gammes de prix et de niveaux de prestations. Ce modèle de distribution indirect permet une large couverture du marché, mais limite le contrôle direct de la relation client, ce qui peut constituer un frein dans une logique de création de valeur à long terme.

3.2 Dynamique du secteur, tendances du marché et principaux risques

Le secteur européen des véhicules de loisirs reste caractérisé par une forte cyclicité, étroitement liée à la confiance des ménages, au pouvoir d'achat et à la conjoncture macroéconomique. Les camping-cars, vans aménagés et caravanes sont des biens semi-durables, coûteux, et sensibles aux taux d'intérêt ou à l'incertitude financière. Cette forte cyclicité constitue un élément déterminant pour l'analyse de la valorisation, dans la mesure où elle peut influencer la volatilité des revenus et des cash-flows, augmentant ainsi le niveau de risque associé à l'entreprise. (Mordor Intelligence, 2025a ; Stellar Market Research, 2025)

Toutefois, le marché européen des véhicules de loisirs fait preuve d'une relative résilience, bien qu'un léger recul global soit observé en 2025. D'après les statistiques publiées par la European Caravan Federation, 215 510 nouveaux véhicules de loisirs ont été immatriculés en Europe en 2025, contre 221 207 en 2024, ce qui correspond à une diminution de 2,6 %. Cette baisse générale reflète principalement le recul du segment des caravanes, dont les immatriculations ont diminué de 11,0 %, alors que les camping-cars ont enregistré une légère hausse de 0,6 %. Ces résultats confirment que le segment des motor-homes demeure le principal soutien de l'activité sur le marché européen. (European Caravan Federation, 2026)

Ces chiffres ont probablement été influencés par des évolutions sociétales et comportementales comme un tourisme plus flexible, une aspiration croissante à la liberté, à l'autonomie et à la proximité avec la nature, ainsi qu'un intérêt pour le "nomadisme léger" ou les escapades de courte durée (Le Monde, 2025). Ce contexte attire non seulement une clientèle traditionnelle (retraités, familles), mais aussi des profils plus jeunes attirés par la mobilité et la flexibilité. Ces évolutions structurelles constituent un facteur de soutien à la demande à moyen terme, contribuant à atténuer partiellement les effets de la cyclicité du secteur.

Malgré cette relative résilience du marché, le secteur reste vulnérable. Les véhicules de loisirs sont des biens coûteux, dont l'achat peut être reporté lorsque le pouvoir d'achat diminue, que les taux d'intérêt augmentent ou que la confiance des ménages se détériore. Cette cyclicité ressort à la fois de l'évolution récente des immatriculations européennes et du recul du chiffre d'affaires de Trigano en 2025. À cela s'ajoutent des risques industriels et réglementaires importants. L'Union européenne prévoit une réduction de 100 % des émissions de CO₂ des nouvelles voitures et des camionnettes à partir de 2035, ce qui revient à imposer des véhicules neufs zéro émission à l'échappement (Parlement européen, 2022 ; Règlement (UE) 2023/851, 2023). Cette évolution renforce la pression sur les motorisations thermiques, encore centrales dans

l'offre actuelle de véhicules de loisirs. Par ailleurs, l'augmentation du coût du diesel, le système ETS2 appliqué aux carburants routiers et le développement de restrictions locales de circulation pourraient réduire l'attractivité des camping-cars thermiques (European Commission, s. d.). Ces éléments peuvent aussi inciter certains clients à reporter leur achat dans l'attente d'alternatives électriques plus performantes et plus abordables. Pour Trigano, ce risque est renforcé par sa dépendance aux constructeurs automobiles pour la fourniture des châssis et des motorisations. Le groupe reconnaît lui-même que l'évolution des réglementations européennes et des véhicules électriques pourraient entraîner une perte de chiffre d'affaires si les constructeurs partenaires ne sont pas en mesure de proposer des châssis adaptés. Cette dépendance limite donc la maîtrise directe de Trigano sur sa transition technologique et augmente l'incertitude sur ses flux futurs.

Dans ce contexte, la création de valeur future des fabricants dépendra de leur capacité à anticiper ces transformations. L'innovation dans les vans plus compacts, les véhicules plus légers, les solutions hybrides ou électriques et les équipements connectés deviennent un levier stratégique de différenciation. Cette adaptation devra toutefois être appréciée relativement aux concurrents, notamment Erwin Hymer Group et Knaus Tabbert, qui communiquent également sur l'innovation, la construction légère et les nouvelles formes de mobilité. Pour Trigano, l'enjeu n'est donc pas seulement de suivre l'évolution réglementaire, mais aussi de maintenir sa compétitivité face à des concurrents susceptibles de progresser plus rapidement sur certains segments, particulièrement les vans aménagés et les solutions bas-carbone.

3.3 Position concurrentielle de l'entreprise : opportunités, risques et gestion de ces risques

Trigano occupe aujourd'hui une position dominante parmi les fabricants européens de véhicules de loisirs, grâce à son portefeuille multimarque et à une stratégie d'acquisition qui lui a permis de consolider le marché (Trigano, 2024b ; InFinance, 2025).

Parmi les principaux concurrents européens de Trigano figurent notamment l'Erwin Hymer Group, acteur majeur du secteur disposant d'un vaste portefeuille de marques et mettant en avant des axes d'innovation tels que les motorisations alternatives, le voyage connecté et la construction légère. Knaus Tabbert constitue également un concurrent important, positionné sur des véhicules à forte dimension qualitative et innovante. Dans cet environnement, Trigano se distingue par l'étendue de son portefeuille de marques et par son positionnement compétitif en matière de prix. En revanche, les évolutions technologiques du secteur en matière d'électrification, de connectivité et d'allègement des véhicules, constituent un enjeu stratégique à moyen terme pour l'ensemble des constructeurs, y compris Trigano. (Erwin Hymer Group, 2025 ; Knaus Tabbert AG, 2026 ; Annexe 1)

La comparaison avec les concurrents montre que le ralentissement de Trigano ne doit pas être analysé uniquement comme un recul propre à l'entreprise, mais aussi comme une phase d'ajustement sectoriel. En 2025, Trigano a enregistré un chiffre d'affaires de 3 660,2 M€, en baisse de 6,8 %. Le recul est particulièrement marqué dans le pôle camping-cars et caravanes, dont le chiffre d'affaires passe de 3 622,0 M€ en 2024 à 3 195,6 M€ en 2025. À l'inverse, les autres activités de loisirs progressent à 464,6 M€, principalement grâce à l'intégration de BIO Habitat. Cette évolution montre que la

diversification du groupe soutient partiellement le chiffre d'affaires, mais que le cœur d'activité reste déterminant pour la performance globale. (Trigano, 2025a)

Face à Trigano, Erwin Hymer Group semble avoir renforcé sa position relative sur certains segments. Le groupe indique avoir vendu 44 445 véhicules de loisirs sur l'exercice 2024/2025 et avoir augmenté sa part de marché européenne de 23,6 % à 24,1 % sur l'année calendaire à juin 2025, soit un gain de 50 points de base. Il revendique également une position de leader européen sur le segment des camper vans, avec une part de marché de 25,4 %. Cette comparaison suggère que Trigano doit être analysé non seulement à travers la cyclicité du marché, mais aussi à travers sa capacité relative à conserver ou gagner des parts de marché face à des concurrents bien positionnés sur les segments les plus dynamiques, notamment les vans aménagés. (Erwin Hymer Group, 2025)

En matière d'électrification, les trois acteurs restent encore à des stades relativement précoces. Trigano semble être le plus avancé commercialement, car certaines marques du groupe proposent déjà une série spéciale ElectriX reposant sur une motorisation bimode : le véhicule peut rouler en mode thermique ou en mode 100 % électrique, avec jusqu'à 100 km d'autonomie électrique. Toutefois, cette solution reste hybride et ne représente pas encore une transformation massive de la gamme. Erwin Hymer Group travaille également sur l'électrification, notamment à travers sa marque Dethleffs, qui a présenté des concepts comme l'E.HOME, mais ceux-ci relèvent encore surtout de la recherche et du développement plutôt que d'une offre largement commercialisée. (Dethleffs, s.d. ; Erwin Hymer Group, 2025) Knaus Tabbert, enfin, apparaît plus en retrait : son projet KNAUS E.POWER DRIVE a été réévalué dans le cadre de sa restructuration, le groupe ayant procédé à la décomptabilisation de frais de développement liés à ce projet. (Knaus Tabbert AG, 2025) Ainsi, aucun des trois constructeurs ne semble encore vendre massivement de véhicules électriques ; l'électrification reste surtout un axe d'innovation futur, avec Trigano légèrement plus concret à court terme, Erwin Hymer davantage orienté vers les concepts, et Knaus Tabbert dans une phase de recentrage stratégique.

La stratégie de croissance externe constitue un levier central du développement de Trigano. Le groupe mène une politique d'acquisitions régulières de marques et de sites de production en Europe, lui permettant à la fois d'élargir son portefeuille de marques, de pénétrer de nouveaux segments et de renforcer sa présence géographique. Par exemple, l'acquisition en 2024 des quatre marques de mobile-homes Ohara, IRM, Coco et BHI illustre cette stratégie. Cette stratégie lui permet également de consolider le marché en intégrant des acteurs concurrents ou complémentaires, tout en mutualisant les coûts industriels et les réseaux de distribution. Les acquisitions renforcent ainsi durablement la position concurrentielle du groupe, tout en limitant sa dépendance à la croissance organique du marché. Cette stratégie de consolidation permet au groupe de renforcer son pouvoir de marché et de générer des synergies opérationnelles, ce qui constitue un levier potentiel d'amélioration de la rentabilité à long terme. (Trigano, 2025a)

Cette stratégie de croissance externe doit toutefois être analysée sous l'angle de l'allocation du capital. Les acquisitions permettent à Trigano d'élargir son portefeuille, de renforcer sa présence géographique et de consolider un marché encore fragmenté. L'exemple des mobile-homes en 2025 montre un effet positif immédiat sur le chiffre

d'affaires, mais cette progression provient en grande partie d'un effet de périmètre lié aux acquisitions, ce qui invite à distinguer croissance organique et croissance externe. Dès lors, l'enjeu n'est pas uniquement de savoir si les acquisitions augmentent la taille du groupe, mais si elles améliorent durablement sa rentabilité et sa création de valeur. Cette question est d'autant plus importante que Trigano dispose d'une trésorerie significative et d'un actionnariat familial majoritaire, ce qui peut influencer les choix entre acquisitions, investissements industriels, transition technologique et redistribution aux actionnaires. (Trigano, 2025a)

En matière de risques, Trigano est exposé aux mêmes vulnérabilités que l'ensemble du secteur : volatilité de la demande, pressions réglementaires et environnementales, dépendance à des fournisseurs clés (châssis, équipements, électronique). Le groupe gère ces risques par une forte flexibilité industrielle, des sites de production répartis en Europe, un savoir-faire éprouvé et une politique prudente en matière de capacité. Cette compétence d'adaptation constitue un facteur clé de résilience, limitant l'impact des chocs externes sur la performance opérationnelle et la génération de cash-flows. (Trigano, 2025a)

Cependant, certains risques restent insuffisamment couverts : la dépendance aux motorisations thermiques, le retard relatif sur les alternatives électriques ou hybrides et une communication sur la stratégie environnementale encore peu claire. La capacité de Trigano à réduire ces vulnérabilités sera déterminante pour maintenir sa compétitivité dans les années à venir. Ces éléments représentent des risques stratégiques majeurs, susceptibles d'affecter durablement la compétitivité du groupe et d'accroître l'incertitude entourant ses perspectives de croissance future. (Trigano, 2025a)

3.4 Vision et stratégie de l'équipe dirigeante

La stratégie de Trigano s'appuie sur son leadership européen dans le secteur des véhicules de loisirs, qui constitue l'essentiel de son activité (camping-cars, caravanes, résidences mobiles et accessoires). Le groupe concentre également ses efforts sur la compétitivité industrielle, notamment à travers la maîtrise de ses capacités de production. Trigano poursuit en parallèle une diversification progressive de son offre, en particulier dans les résidences mobiles et les équipements de loisirs, segments soutenus par des investissements et des acquisitions récentes. (Trigano, 2025a)

La communication du groupe met principalement en avant ses performances industrielles, son savoir-faire historique et l'extension de ses gammes. Trigano présente aussi plusieurs initiatives environnementales, via sa politique de développement durable et l'existence d'un département dédié à la transition énergétique. Toutefois, une communication encore relativement limitée sur les enjeux de transition énergétique peut constituer un facteur d'incertitude pour les investisseurs dans un contexte de transformation du secteur. (Trigano, 2025a)

Le secteur dans lequel l'entreprise évolue est néanmoins fortement exposé aux évolutions des politiques européennes de décarbonation du transport routier. En l'état actuel de la réglementation européenne, les émissions de CO₂ des nouveaux vans devront être réduites de 100 % à l'horizon 2035 par rapport aux niveaux de référence de 2021, ce qui implique, en pratique, une orientation vers des véhicules neufs à zéro émission à l'échappement. Cette évolution réglementaire constitue un enjeu stratégique

majeur, susceptible d'affecter les coûts de production, les investissements futurs et, à terme, la rentabilité du groupe. (Règlement (UE) 2023/851, 2023)

3.5 Gouvernance et relations avec les actionnaires

La gouvernance de Trigano repose sur un modèle dualiste mis en place en 2016, composé d'un Directoire chargé de la gestion opérationnelle et d'un Conseil de surveillance assurant les fonctions de contrôle. Selon le rapport annuel 2025, le Directoire est constitué de deux membres : Stéphane Gigou, Président, et Michel Freiche, Directeur général, tous deux ayant participé à l'ensemble des réunions au cours de l'année, ce qui témoigne d'une forte implication dans la conduite des opérations quotidiennes (Trigano, 2025a).

Le Conseil de surveillance compte sept membres, incluant le représentant des salariés. Les documents financiers indiquent que sa composition respecte la parité hommes-femmes parmi les membres nommés par l'Assemblée générale et maintient un équilibre en matière d'indépendance. Cette structure assure une séparation claire entre la direction opérationnelle et les organes de supervision, conformément aux pratiques de gouvernance attendues pour une société cotée (Trigano, 2025a).

Un élément important de la gouvernance de Trigano réside dans son actionnariat familial. Au 31 août 2025, la famille Feuillet possédait 57,9 % du capital ainsi que 73,3 % des droits de vote de Trigano. Cette structure actionnariale donne au groupe un actionnaire de référence stable, susceptible de soutenir une vision de long terme et une stratégie prudente de développement. Elle peut également favoriser la continuité stratégique, notamment dans un secteur cyclique nécessitant des décisions d'investissement sur plusieurs années. Toutefois, cette concentration du capital implique aussi une influence importante de l'actionnaire familial sur les décisions stratégiques et de gouvernance, ce qui peut limiter le poids relatif des actionnaires minoritaires. (Trigano, 2025a)

3.6 Reporting non financier : CSRD et ESG

Trigano publie désormais un rapport de durabilité conforme à la directive CSRD, intégré à son rapport annuel 2025. Cette évolution marque un renforcement significatif de son reporting extra-financier, avec une structuration plus avancée des informations environnementales, sociales et de gouvernance. Le groupe emploie environ 11 000 collaborateurs répartis majoritairement en Europe, ce qui souligne l'importance de ses enjeux sociaux et organisationnels. (Trigano, 2025a)

L'analyse extra-financière peut également être complétée par des indicateurs externes de notation ESG. Selon zonebourse, le score ESG MSCI de Trigano est de B, sur une échelle allant de CCC à AAA. Cette notation suggère que, malgré les progrès de reporting liés à la CSRD, Trigano reste perçu comme exposé à certains risques ESG, notamment en raison de son activité industrielle, de sa dépendance aux motorisations thermiques et du poids du scope 3 dans son empreinte carbone. Concernant les controverses, aucune notable significative n'est mentionnée à l'encontre de Trigano dans son rapport annuel 2025 au 31 août 2025. Toutefois, l'absence de controverse majeure ne signifie pas l'absence de risque ESG : le principal enjeu reste plutôt la capacité du groupe à réduire son exposition environnementale et à préciser sa trajectoire de transition. (Zonebourse, s. d. ; Trigano, 2025a)

Sur le plan environnemental, Trigano fournit désormais une quantification précise de son empreinte carbone, estimée à 4,7 millions de tonnes de CO₂ équivalent. Cette empreinte est très largement dominée par le scope 3 (plus de 99%), principalement liée à l'utilisation des véhicules par les clients ainsi qu'à l'achat de matières premières. Le groupe a mis en place plusieurs actions concrètes, notamment en matière d'efficacité énergétique, de développement des énergies renouvelables et de gestion des déchets, avec un taux de valorisation élevé. Cette forte exposition au scope 3 constitue un enjeu majeur, dans la mesure où elle échappe en grande partie au contrôle direct du groupe et peut représenter un risque significatif dans un contexte de durcissement des réglementations environnementales. (Trigano, 2025a)

L'électrification représente ainsi un aspect essentiel de l'évaluation ESG de Trigano. L'entreprise affirme s'inscrire dans une dynamique de transition énergétique, notamment à travers une collaboration avec les constructeurs automobiles visant à anticiper l'arrivée de châssis électrifiés pour ses véhicules. Toutefois, Trigano reste largement dépendant de ses fournisseurs de bases roulantes et des évolutions réglementaires, ce qui limite sa maîtrise directe de cette transition. Cette dépendance est importante, car une transition trop lente des constructeurs partenaires vers des motorisations bas-carbone pourrait peser sur l'offre future du groupe, ses volumes de vente et ses coûts de production. (Trigano, 2025a)

Concernant la transition écologique, Trigano a progressé en améliorant la transparence de son reporting et en identifiant clairement ses principaux leviers d'action. Cependant, les engagements restent encore partiellement limités, dans la mesure où les objectifs chiffrés de réduction des émissions concernent principalement les scopes 1 et 2, avec un horizon fixé à 2028. En revanche, la réduction du scope 3, qui constitue l'essentiel de l'impact environnemental, demeure un défi plus complexe et moins précisément encadré. (Annexe 2 ; Trigano, 2025a)

En matière de gestion des risques, le groupe identifie désormais plus explicitement les enjeux liés au changement climatique et à la transition environnementale, notamment à travers une analyse de double matérialité introduite dans le cadre de la CSRD. Le rapport 2025 met en évidence plusieurs impacts, risques et opportunités matériels liés au climat et mentionne des hypothèses de scénarios climatiques. Néanmoins, les informations publiées demeurent encore partielles : Trigano indique ne pas disposer, à ce stade, d'un plan de transition global pleinement structuré ni d'objectifs climatiques d'adaptation clairement définis. (Trigano, 2025a)

Sur les volets sociaux et de gouvernance, Trigano présente des informations plus complètes qu'auparavant sur la structure des effectifs, la santé et sécurité au travail, le dialogue social et l'éthique. Le groupe dispose d'une organisation de gouvernance claire, avec une intégration croissante des enjeux ESG dans la stratégie, via des incitations managériales liées à des objectifs environnementaux et sociaux. (Trigano, 2025a)

En synthèse, le reporting extra-financier de Trigano en 2025 témoigne d'une amélioration notable en matière de transparence et de structuration, en ligne avec les exigences de la CSRD. Toutefois, malgré ces progrès, la forte dépendance au scope 3 et l'absence d'objectifs détaillés sur ce périmètre limitent encore la capacité à évaluer précisément la crédibilité et l'efficacité de la trajectoire de transition du groupe. Dans ce contexte, les enjeux ESG apparaissent comme un facteur croissant dans l'évaluation du risque global

de l'entreprise, pouvant influencer à la fois sa perception par le marché et, à terme, sa valorisation.

3.7 SWOT approfondie

3.7.1 Forces

Trigano est en 2025 l'un des principaux fabricants européens de véhicules de loisirs, malgré un retournement cyclique du marché. Sur l'exercice 2024/2025, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 3,66 milliards d'euros. Le pôle camping-cars et caravanes représente environ 87 % des ventes, tandis que les autres activités de loisirs représentent environ 13 %. Cette domination repose sur un portefeuille de marques particulièrement étendu, couvrant plusieurs gammes de prix et de prestations, ce qui permet au groupe de capter une clientèle large et diversifiée à l'échelle européenne. (Trigano, 2025a)

L'un des principaux atouts stratégiques du groupe réside dans sa capacité industrielle et organisationnelle. Trigano s'appuie sur un réseau de sites de production implantés dans plusieurs pays européens, lui offrant une flexibilité significative dans l'allocation des volumes, l'adaptation au cycle de la demande et la gestion des coûts. Cette organisation industrielle lui a permis d'absorber une baisse d'activité en 2025 sans remise en cause du modèle productif, malgré un recul des ventes de -6,8 % sur l'exercice. (Trigano, 2025a)

La solidité financière constitue également un atout important pour Trigano. Malgré le ralentissement observé en 2024/25 et le recul du résultat opérationnel, le groupe conserve un niveau de rentabilité encore solide pour une entreprise exposée à un marché cyclique. Surtout, sa capacité à générer de la trésorerie dans un contexte moins favorable renforce sa résilience et lui offre une marge de manœuvre précieuse pour traverser un retournement de cycle, financer ses investissements et saisir d'éventuelles opportunités de croissance externe. (Trigano, 2025a)

Enfin, l'expertise historique de Trigano dans l'assemblage de camping-cars, caravanes et vans aménagés constitue un avantage concurrentiel difficilement imitable. Le savoir-faire technique, combiné à la standardisation partielle des plateformes et à des volumes élevés, permet au groupe de maintenir un positionnement compétitif en termes de rapport qualité-prix, tout en conservant de bonnes relations avec un réseau dense de concessionnaires européens. Dans l'ensemble, ces forces confèrent à Trigano une capacité de génération de cash robuste et une résilience opérationnelle, constituant des éléments favorables dans l'évaluation de sa valeur intrinsèque. (Trigano, 2025a)

3.7.2 Faiblesses

La principale faiblesse structurelle de Trigano réside dans sa forte concentration sur le pôle camping-cars et caravanes, qui représente environ 87 % des ventes en 2025. Cette concentration rend le groupe particulièrement sensible aux fluctuations conjoncturelles du marché des véhicules de loisirs, notamment aux variations de la demande de camping-cars et de caravanes. Même si les autres activités de loisirs progressent, elles ne représentent encore qu'approximativement 13 % des ventes et ne suffisent pas à compenser pleinement un ralentissement prolongé du cœur d'activité. (Trigano, 2025a)

Le recul marqué des résultats en 2024/25 met en évidence cette vulnérabilité. La forte baisse du résultat opérationnel courant illustre la sensibilité du modèle économique de Trigano à l'évolution des volumes et à la rigidité relative de certains coûts. Même si le

groupe reste rentable, cette volatilité réduit temporairement la visibilité sur sa trajectoire de performance et pourrait freiner certains projets d'investissement ou d'innovation si le ralentissement devait se prolonger. (Trigano, 2025a)

Par ailleurs, Trigano a longtemps été relativement discret sur le plan de la communication stratégique et extra-financière. Toutefois, l'adoption de la directive CSRD en 2025 a conduit le groupe à renforcer significativement la transparence de son reporting ESG, notamment à travers la publication d'indicateurs détaillés et la réalisation d'une analyse de double matérialité. Néanmoins, malgré ces progrès, le groupe présente encore une visibilité limitée concernant sa trajectoire de transition à long terme, en particulier sur la réduction du scope 3 et le développement de motorisations alternatives. Cette relative prudence peut constituer un frein dans un contexte de durcissement réglementaire et de sensibilité accrue des investisseurs aux critères ESG. (Trigano, 2025a)

Enfin, le modèle de distribution largement indirect, fondé sur les concessionnaires, limite la maîtrise de la relation client finale. Cette configuration peut freiner la collecte de données d'usage, le développement de services associés ou l'intégration future d'offres connectées, devenues des leviers de différenciation croissants dans l'industrie de la mobilité. Ces faiblesses traduisent une sensibilité accrue du groupe aux cycles économiques et aux évolutions structurelles du secteur, ce qui peut accroître le niveau de risque perçu par les investisseurs. (Trigano, 2025a)

3.7.3 Opportunités

Malgré le ralentissement observé en 2025, les perspectives de long terme du marché des véhicules de loisirs sont structurellement favorables. Les tendances démographiques européennes notamment le vieillissement de la population et l'arrivée de nouveaux retraités disposant d'un pouvoir d'achat relativement élevé continuent de soutenir la demande de solutions de mobilité autonome. Cette dynamique de fond demeure un socle de croissance potentielle pour Trigano à moyen et long terme. (Mordor Intelligence, 2025a ; European Caravan Federation, 2026)

Le segment des vans aménagés, plus compacts et plus accessibles, constitue une opportunité stratégique importante. Il permet de toucher une clientèle plus jeune, plus mobile et parfois moins attachée à la propriété d'actifs lourds. Trigano, déjà présent sur ce segment, dispose des capacités industrielles et des marques nécessaires pour accompagner ce basculement progressif de la demande. (Le Monde, 2025 ; Trigano, 2025a)

Par ailleurs, la situation financière actuelle du groupe, marquée par une trésorerie abondante malgré la baisse d'activité ouvre une fenêtre d'opportunité stratégique. Trigano pourrait utiliser cette capacité financière pour renforcer ses investissements ciblés (innovation produit, réduction des émissions, nouveaux équipements) ou pour poursuivre une stratégie de croissance externe. Le marché européen des véhicules de loisirs reste fragmenté, ce qui offre des opportunités de consolidation, notamment auprès d'acteurs fragilisés par le ralentissement conjoncturel. (Trigano, 2025a ; Mordor Intelligence, 2025b)

Enfin, la normalisation progressive des chaînes d'approvisionnement automobiles, après les tensions observées entre 2021 et 2023, facilite à nouveau l'accès aux châssis et composants clés. Cette amélioration logistique pourrait permettre à Trigano de gagner

en efficacité industrielle et de mieux planifier ses cycles de production à court terme. (Trigano, 2025a)

3.7.4 Menaces

La cyclicité du marché des véhicules de loisirs reste la principale menace pesant sur Trigano. Les résultats 2024/25 illustrent concrètement la sensibilité de la demande aux conditions macroéconomiques, aux taux d'intérêt et à la confiance des ménages. Dans un contexte de coût du crédit élevé et de pression sur le pouvoir d'achat, les achats de camping-cars, biens durables à forte valeur unitaire peuvent rapidement être différés ou annulés. (Mordor Intelligence, 2025a ; Trigano, 2025a)

À cela s'ajoutent les contraintes réglementaires croissantes à l'échelle européenne. Les politiques de réduction des émissions, le développement des zones à faibles émissions (ZFE) et les exigences environnementales accrues font peser un risque d'obsolescence accélérée sur les motorisations thermiques, encore dominantes dans la gamme actuelle. Sans adaptation suffisamment rapide, Trigano pourrait se retrouver en décalage avec les nouvelles normes du marché. (Parlement européen, 2022 ; Règlement (UE) 2023/851, 2023)

Les risques liés à la chaîne d'approvisionnement demeurent également une menace structurelle. La dépendance à certains fournisseurs stratégiques (châssis, électronique embarquée, systèmes énergétiques) expose le groupe à des tensions de coûts ou à des ruptures logistiques potentiellement pénalisantes pour les marges et les délais de livraison. (Trigano, 2025a)

Enfin, à plus long terme, l'évolution des usages touristiques développement de la location, du partage, pression écologique sur les modes de déplacement pourrait remettre partiellement en cause l'attrait du modèle traditionnel de propriété des véhicules de loisirs. Si Trigano ne parvient pas à intégrer ces nouvelles attentes (services, offres flexibles, modèles plus sobres), des acteurs plus agiles pourraient capter une partie de la valeur. (Le Monde, 2025 ; European Commission, s. d.)

4. Analyse financière de Trigano

4.1 Analyse du compte de résultat

4.1.1 Croissance du chiffre d'affaires, cyclicité et soutenabilité

L'analyse de l'évolution du chiffre d'affaires de Trigano montre une forte cyclicité, liée à la dynamique du marché européen des véhicules de loisirs.

L'analyse du compte de résultat de Trigano sur la période 2021–2025 repose sur les principaux indicateurs présentés dans le tableau ci-dessous. Les données financières historiques sont issues des rapports annuels de Trigano sur la période 2021-2025 (Trigano, 2021 ; Trigano, 2022 ; Trigano, 2023 ; Trigano, 2024b ; Trigano, 2025a).

Tableau 1 : Évolution du chiffre d'affaires, de l'EBIT et du résultat net de Trigano entre 2021 et 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Chiffre d'affaires (M€)	2.933,60	3.177,20	3.480,20	3.926,30	3.660,20
Croissance (%)	34,30%	8,30%	9,50%	12,80%	-6,80%
EBIT (M€)	358,00	341,20	422,70	499,00	334,30
Marge EBIT (%)	12,20%	10,74%	12,15%	12,71%	9,13%
Résultat net (M€)	222,90	278,50	308,30	374,50	239,40
Marge nette (%)	7,60%	8,77%	8,86%	9,54%	6,54%

Source : rapports annuels Trigano 2021-2025 ; calculs personnels.

Entre 2021 et 2024, le groupe enregistre une progression significative de ses activités. Le chiffre d'affaires passe de 2 933,6 M€ en 2021 à 3 926,3 M€ en 2024, soit une croissance de 33,84% sur trois exercices. Le taux de croissance annuel composé (CAGR), qui mesure la croissance moyenne annualisée sur la période, ressort à 10,2 % par an, ce qui traduit une expansion particulièrement soutenue. Cette croissance est cohérente avec la dynamique du marché européen des véhicules de loisirs. En effet, le secteur a également connu une forte expansion dans les années suivant la pandémie.

L'année 2021 marque un rattrapage important après les perturbations liées à la pandémie de 2020, avec une croissance exceptionnelle du chiffre d'affaires de +34,3 %. Cette progression ne doit donc pas être interprétée comme un rythme de croissance normalisé, mais comme la combinaison d'un effet de rattrapage, d'une demande reportée et d'un boom post-Covid du marché des camping-cars et des caravanes. Les restrictions de voyage et la recherche d'alternatives touristiques plus individuelles ont fortement stimulé la demande en Europe. La croissance reste ensuite positive en 2022 (+8,3 %), 2023 (+9,5 %) et 2024 (+12,8 %), mais à un rythme plus modéré que celui observé en 2021.

Cependant, l'exercice 2025 marque un retournement de tendance, avec une diminution du chiffre d'affaires de -6,8 %, à 3 660,2 M€. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce retournement : la saturation partielle de la demande post-pandémie, la remontée des taux d'intérêt, le durcissement des conditions de financement et le ralentissement macroéconomique dans les principaux marchés européens de Trigano. Le rapport annuel 2024 indique que l'Europe représente 98,5 % du chiffre d'affaires consolidé du groupe, avec une exposition importante à la France, à l'Allemagne, au Royaume-Uni, au Benelux, à l'Italie et à l'Espagne. Trigano souligne également que l'inflation, la baisse du pouvoir d'achat de certaines catégories de clients et des taux d'intérêt élevés peuvent peser sur la demande de camping-cars et limiter l'accès au crédit des acheteurs. (Trigano, 2024b)

Dans l'ensemble, la croissance observée entre 2021 et 2024 apparaît largement liée à un contexte conjoncturel particulièrement favorable, porté par des facteurs exceptionnels. La contraction enregistrée en 2025 vient d'ailleurs confirmer la sensibilité du modèle économique de Trigano au cycle économique et aux conditions de financement.

4.1.2 Structure des coûts et évolution de la marge brute

L'analyse de la structure des coûts permet d'évaluer la qualité de la croissance observée et la capacité du groupe à préserver sa rentabilité dans une période inflationniste et cyclique.

Tableau 2 : Structure des coûts et évolution de la marge brute de Trigano entre 2021 et 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Chiffre d'affaires (M€)	2.933,60	3.177,20	3.480,20	3.926,30	3.660,20
Résultat brut (M€)	952,90	1.032,30	1.174,40	1.355,20	1.177,70
Cout des Ventes (M€)	1.980,70	2.144,90	2.305,80	2.571,10	2.482,50
Coût des ventes / CA (%)	67,52%	67,51%	66,25%	65,48%	67,82%
Marge brute (%)	32,48%	32,50%	33,70%	34,50%	32,20%
Résultat opérationnel courant (M€)	357,90	342,70	423,40	500,70	335,90
Charges opérationnelles totales (M€)	595,00	689,60	751,00	854,50	841,80

Source : rapports annuels Trigano 2021-2025 ; calculs personnels.

Entre 2021 et 2024, le coût des ventes progresse de 1 980,7 M€ à 2 571,1 M€, soit une hausse d'environ 30 %. Sur la même période, le chiffre d'affaires augmente plus rapidement, passant de 2 933,6 M€ à 3 926,3 M€, soit une hausse d'environ 34 %. Cette dynamique de croissance a été suffisamment solide pour permettre une amélioration de la marge brute. Cela se reflète dans l'évolution du ratio coût des ventes sur chiffre d'affaires, qui diminue progressivement de 67,52 % en 2021 à 65,48 % en 2024. Ce ratio montre ainsi que l'entreprise a amélioré sa maîtrise des coûts sur la période.

La marge brute passe ainsi de 32,48 % en 2021 à 34,50 % en 2024. Cette progression montre que Trigano a su répercuter l'augmentation des coûts des matières premières et bénéficier d'effets d'échelle liés à la hausse des volumes.

Toutefois, l'exercice 2025 marque également un changement de tendance pour ses marges. La marge brute recule à 32,20 %, revenant à un niveau proche de celui de 2021. Cette contraction s'explique probablement par un ralentissement des volumes et une capacité moins forte à maintenir les hausses tarifaires.

Les charges opérationnelles totales confirment cette sensibilité au cycle. Celles-ci progressent fortement entre 2021, avec 595,0 M€, et 2024, avec 854,5 M€, soit une hausse d'environ 44 %, reflétant l'expansion de l'activité. Toutefois, leur léger recul en 2025 à 841,8 M€, soit une baisse d'environ 1,5 %, montre un ajustement limité des coûts face au ralentissement des revenus.

La structure de coûts de Trigano est ainsi caractérisée par de gros coûts variables, notamment le coût des ventes, mais aussi par une base de coûts relativement fixe à court terme, liée aux infrastructures industrielles et aux fonctions commerciales.

Cette configuration explique la présence d'un levier opérationnel élevé : lorsque les volumes augmentent, la marge progresse rapidement ; inversement, en phase de ralentissement, la rentabilité se contracte plus fortement.

4.1.3 Performance opérationnelle et levier d'exploitation

L'analyse de la performance opérationnelle permet d'évaluer l'efficacité économique réelle de Trigano et de mesurer son levier d'exploitation. (Annexe 3)

Tableau 3 : Évolution de l'EBITDA, de l'EBIT et des marges opérationnelles de Trigano entre 2021 et 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Chiffre d'affaires (M€)	2.933,60	3.177,20	3.480,20	3.926,30	3.660,20
EBITDA (M€)	396,90	404,70	479,60	580,70	411,40
Marge EBITDA (%)	13,53%	12,74%	13,78%	14,79%	11,24%
EBIT (M€)	358,00	341,20	422,70	499,00	334,30
Marge EBIT (%)	12,20%	10,74%	12,15%	12,71%	9,13%

Source : rapports annuels Trigano 2021-2025 ; calculs personnels.

Contrairement à la simple croissance du chiffre d'affaires, l'étude de l'EBITDA et de l'EBIT met en lumière la capacité du groupe à transformer l'expansion de l'activité en rentabilité durable.

Entre 2021 et 2024, l'EBITDA progresse significativement, passant de 396,9 M€ à 580,7 M€, soit une hausse d'environ 46 %. Sur la même période, la marge d'EBITDA passe de 13,53 % à 14,79 %, après une légère diminution en 2022. Cette évolution montre que la croissance du chiffre d'affaires s'est accompagnée d'une amélioration du niveau de rentabilité opérationnelle, suggérant un effet de levier positif lié à l'augmentation des volumes. La structure de coûts relativement fixe du groupe a permis d'amplifier la progression des marges lorsque la demande était forte.

L'EBIT suit une trajectoire comparable. Il augmente de 358,0 M€ en 2021 à 499,0 M€ en 2024, avec une marge opérationnelle atteignant environ 12,71 % en 2024 contre 12,20 % en 2021. Cette progression montre une amélioration de l'efficacité industrielle et commerciale dans un contexte de forte activité.

Toutefois, l'exercice 2025 marque un retournement notable. L'EBITDA recule à 411,4 M€ et la marge d'EBITDA se contracte à 11,24 %. L'EBIT diminue parallèlement à 334,3 M€, avec une marge opérationnelle ramenée à 9,13 %. Cette baisse, plus marquée que le recul du chiffre d'affaires, illustre la présence d'un levier d'exploitation significatif. Lorsque les volumes baissent, la moindre dilution des coûts fixes a un impact plus fort sur la rentabilité.

Ce phénomène confirme la nature cyclique du modèle économique. En phase d'expansion, la structure de coûts permet une forte création de valeur opérationnelle. En revanche, en phase de normalisation ou de ralentissement, la rentabilité se dégrade rapidement. La performance exceptionnelle observée entre 2021 et 2024 semble ainsi en partie liée à un contexte de marché particulièrement favorable, tandis que les résultats de 2025 montrent un retour vers des niveaux plus proches d'une rentabilité normalisée.

En définitive, l'analyse de l'EBITDA et de l'EBIT met en évidence un modèle caractérisé par un levier opérationnel élevé, capable de générer une rentabilité élevée en période de croissance, mais exposé aux retournements conjoncturels. Cette particularité devra être

intégrée dans les hypothèses de projection, notamment dans l'élaboration des scénarios de valorisation.

4.1.4 Résultat net et création de valeur pour l'actionnaire

L'analyse du résultat net permet d'évaluer dans quelle mesure la performance opérationnelle du groupe se traduit en création de valeur pour les actionnaires. Contrairement à l'EBIT ou à l'EBITDA, le résultat net reprend l'ensemble des charges financières, des éléments non opérationnels ainsi que l'impôt.

Entre 2021 et 2024, le résultat net progresse de manière significative, passant de 222,9 M€ à 374,5 M€, soit une hausse cumulée d'environ 68 %. La marge nette évolue parallèlement de 7,60 % en 2021 à 9,54 % en 2024. (Trigano, 2021 ; Trigano, 2022 ; Trigano, 2023 ; Trigano, 2024b)

L'exercice 2022 marque déjà une progression notable du résultat net à 278,5 M€, suivie d'une hausse continue en 2023, à 308,3 M€, puis d'une année record en 2024. Cette progression confirme que le boom post-Covid n'a pas seulement impacté l'augmentation des volumes, mais également l'amélioration de la rentabilité finale pour les actionnaires. (Trigano, 2022 ; Trigano, 2023 ; Trigano, 2024b)

Cependant, l'exercice 2025 marque un net retournement, avec un repli du résultat net. Le résultat net recule à 239,4 M€, soit une baisse d'environ 36,1 % par rapport à 2024. La marge nette se contracte à 6,54 %, revenant à un niveau inférieur à celui observé en 2021. Cette diminution plus marquée que celle du chiffre d'affaires illustre l'effet amplificateur du levier opérationnel sur le résultat final. La baisse de l'EBIT, combinée à la rigidité relative de certaines charges fixes et fiscales, entraîne une contraction significative de la rentabilité nette. (Trigano, 2025a)

L'évolution du bénéfice par action confirme cette dynamique. Le BPA dilué progresse de 11,56 € en 2021 à 19,39 € en 2024, avant de chuter à 12,41 € en 2025. L'augmentation du bénéfice par action sur la période montre une forte création de valeur pour les actionnaires durant la phase d'expansion du marché. (Trigano, 2021 ; Trigano, 2024b ; Trigano, 2025a)

En définitive, l'analyse du résultat net met en évidence la capacité de l'entreprise à générer une rentabilité élevée en phase d'expansion, tout en restant exposée aux retournements conjoncturels. Les exercices 2022–2024 ont été des années exceptionnellement favorables, tandis que 2025 a montré un retour vers un niveau de profit plus normalisé. Dans une perspective de valorisation, il sera essentiel d'estimer un résultat net soutenable à moyen terme, en tenant compte de la nature cyclique de l'activité.

4.2 Analyse du bilan

4.2.1 Capital investi et intensité capitalistique

L'analyse du bilan de Trigano permet avant tout de mieux comprendre le niveau d'investissement nécessaire au fonctionnement du modèle économique, ainsi que la manière dont ce capital évolue en lien avec la performance observée dans le compte de résultat.

Entre 2021 et 2025, le total de l'actif passe de 2 194,7 M€ à 3 275,3 M€, soit une hausse d'environ 49 %. Cette progression est importante, mais elle reste cohérente avec la

croissance de l'activité sur la période, ce qui suggère que le développement du groupe ne s'est pas fait au prix d'une suraccumulation excessive de capital. (Trigano, 2021 ; Trigano, 2025a)

Les immobilisations corporelles nettes augmentent de 310,4 M€ à 514,6 M€. Cette évolution reflète un renforcement progressif des capacités industrielles, en ligne avec la hausse des volumes observée jusqu'en 2024. Toutefois, leur poids dans le total de l'actif reste limité, ce qui indique que le modèle de Trigano ne repose pas sur une structure industrielle particulièrement lourde. (Trigano, 2021 ; Trigano, 2025a)

Les immobilisations incorporelles suivent une tendance similaire, avec notamment une hausse du goodwill de 279,4 M€ à 421,3 M€. Cette progression peut s'expliquer par les acquisitions réalisées sur la période. Il faut néanmoins rester vigilant en cas de ralentissement prolongé du marché, où un risque de dépréciation pourrait apparaître. (Trigano, 2021 ; Trigano, 2025a)

La composante la plus importante du bilan reste toutefois l'actif courant, qui atteint 2 134,4 M€ en 2025 contre 1 459,3 M€ en 2021. Cette évolution s'explique principalement par l'augmentation des stocks et, plus largement, par la montée du besoin en fonds de roulement, un élément clé dans un secteur industriel fortement cyclique. (Trigano, 2021 ; Trigano, 2025a)

Finalement, le modèle de Trigano est relativement peu intensif en capital fixe. La croissance du chiffre d'affaires s'accompagne davantage d'une hausse du capital circulant que d'un investissement massif en immobilisations. Cela signifie que la rentabilité du groupe dépend en grande partie de sa capacité à gérer efficacement son besoin en fonds de roulement, ce qui justifie une attention particulière portée à cet aspect dans la suite de l'analyse.

4.2.2 Besoin en fonds de roulement et amplification du cycle

L'analyse du besoin en fonds de roulement est essentielle pour comprendre la dynamique financière du groupe, en particulier dans un secteur industriel marqué par une forte cyclicité. Dans le cas de Trigano, le capital circulant constitue clairement l'élément central du bilan.

Tableau 4 : Évolution du besoin en fonds de roulement de Trigano entre 2021 et 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Stocks	504,20	596,00	804,60	1068,50	899,60
Créances	206,00	242,10	282,70	398,90	341,60
Fournisseurs	527,20	404,00	477,90	439,10	505,00
BFR	183,00	434,10	609,40	1028,30	736,20
BFR / CA (%)	6,24%	13,66%	17,51%	26,19%	20,11%

Source : rapports annuels Trigano 2021-2025 ; calculs personnels.

Les stocks passent de 504,2 M€ en 2021 à 1 068,5 M€ en 2024, avant de redescendre à 899,6 M€ en 2025. Sur la période de forte croissance entre 2021 et 2024, ils ont donc plus que doublé, avec une progression plus rapide que celle du chiffre d'affaires. Cette hausse reflète à la fois l'augmentation des volumes produits et un possible allongement du temps nécessaire pour écouler les stocks en fin de période.

En 2025, malgré la baisse des stocks par rapport à 2024, leur niveau reste élevé et supérieur à celui observé avant la phase de forte expansion. Dans un contexte de normalisation du marché, un niveau de stocks important peut influencer négativement les marges, soit via des réductions de production, soit via des politiques commerciales plus agressives pour écouler les invendus.

Les créances clients suivent une évolution comparable, passant de 206,0 M€ en 2021 à 398,9 M€ en 2024, avant de diminuer à 341,6 M€ en 2025. Leur progression reste globalement alignée avec celle du chiffre d'affaires, ce qui suggère une certaine stabilité des conditions de paiement. Aucun signal clair ne permet de conclure à une dégradation de la qualité des créances.

Du côté du passif courant, les dettes fournisseurs passent de 527,2 M€ en 2021 à 439,1 M€ en 2024, avant de remonter à 505,0 M€ en 2025. La baisse observée entre 2022 et 2024, alors même que l'activité augmentait, peut indiquer que le groupe a moins recours au crédit fournisseur pour financer son cycle d'exploitation.

Dans l'ensemble, le besoin en fonds de roulement augmente fortement durant la phase d'expansion, passant de 183,0 M€ en 2021 à 1 028,3 M€ en 2024. Rapporté au chiffre d'affaires, il progresse de 6,24 % à 26,19 % sur la même période. En 2025, il diminue à 736,2 M€, soit 20,11 % du chiffre d'affaires, ce qui montre une première normalisation du cycle d'exploitation, même si le niveau reste supérieur à celui observé en début de période.

Cette évolution accentue le levier opérationnel déjà observé dans le compte de résultat. En période de croissance, le groupe doit mobiliser davantage de ressources pour financer la production et la distribution, ce qui pèse sur la trésorerie malgré des marges élevées. À l'inverse, en phase de ralentissement, une réduction du BFR peut libérer du cash à court terme, mais souvent au prix d'une baisse des volumes.

Finalement, le modèle de Trigano combine un levier opérationnel important avec une forte sensibilité du capital circulant aux variations du cycle économique. Cette double dépendance accentue la volatilité des free cash flows, un point clé à prendre en compte dans une perspective de valorisation.

4.2.3 Structure financière et risque pour les actionnaires

L'analyse de la structure financière permet d'évaluer le niveau de risque supporté par les actionnaires ainsi que la capacité du groupe à absorber un choc conjoncturel.

Tableau 5 : Structure financière et position de trésorerie nette de Trigano entre 2021 et 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Capitaux propres (M€)	1.177,40	1.341,10	1.605,40	1.915,10	2.081,30
Dettes financières avec location (M€)	249,20	321,70	164,40	216,70	371,80
Trésorerie (M€)	597,50	447,40	359,00	261,30	650,80
EBITDA (M€)	396,90	404,70	479,60	580,70	411,40
Dettes financières nettes / EBITDA (x)	-0,878	-0,311	-0,406	-0,077	-0,678

Source : rapports annuels Trigano 2021-2025 ; calculs personnels.

Les capitaux propres progressent continuellement, passant de 1 177,4 M€ en 2021 à 2 081,3 M€ en 2025. Cette évolution reflète l'accumulation des résultats au cours de la période d'expansion et permet à Trigano de renforcer progressivement son indépendance financière.

La dette financière incluant les dettes de location passe de 249,2 M€ en 2021 à 371,8 M€ en 2025. Elle recule jusqu'à 164,4 M€ en 2023, avant de remonter à 216,7 M€ en 2024 puis à 371,8 M€ en 2025. Malgré cette hausse récente, le niveau d'endettement reste modéré au regard des performances opérationnelles du groupe.

La trésorerie présente des variations importantes, passant de 597,5 M€ en 2021 à 261,3 M€ en 2024, avant de remonter fortement à 650,8 M€ en 2025. Cette volatilité s'explique en grande partie par les variations du besoin en fonds de roulement et par la nature cyclique de l'activité.

En dette nette, Trigano reste en situation de trésorerie nette sur l'ensemble de la période. Le ratio dette nette / EBITDA demeure négatif, passant de -0,88x en 2021 à -0,68x en 2025. Même en 2024, année marquée par une forte hausse du BFR et une baisse importante de la trésorerie, le ratio reste légèrement négatif à -0,08x. Cette situation traduit une structure financière prudente et une faible dépendance au financement externe.

Dans l'ensemble, la position de liquidité du groupe reste solide. Trigano ne semble pas dépendre fortement du financement externe et dispose d'une capacité d'absorption des chocs conjoncturels relativement élevée. Cette solidité financière permet d'atténuer le risque associé au levier opérationnel observé dans le compte de résultat.

4.2.4 Solidité financière et flexibilité stratégique

Au-delà des ratios financiers classiques, la qualité du bilan de Trigano peut aussi être analysée à travers sa capacité à offrir une certaine flexibilité stratégique. L'augmentation des capitaux propres, combinée à une situation de trésorerie nette en 2025, donne au groupe une marge de manœuvre importante.

Dans ce contexte, Trigano dispose des ressources nécessaires pour financer de nouveaux investissements industriels, faire des acquisitions ciblées comme elle a l'habitude de le faire, ou encore traverser une phase de ralentissement sans devoir recourir à des financements trop contraignants pour les actionnaires. Cette gestion prudente de la structure financière constitue un avantage important.

Cependant, certains éléments appellent à la vigilance. La hausse rapide des stocks jusqu'en 2024 ainsi que la volatilité du besoin en fonds de roulement constituent des points d'attention importants. Si le ralentissement du marché devait se prolonger, l'habileté du groupe à ajuster rapidement sa production et à mieux maîtriser son capital circulant deviendrait un facteur clé pour préserver sa génération de trésorerie.

Dans l'ensemble, le bilan de Trigano ne met pas en évidence de fragilité structurelle majeure. Il reflète un modèle combinant un levier opérationnel significatif et une structure financière relativement prudente. Cette configuration permet de limiter en partie le risque lié à la cyclicité de l'activité, tout en suggérant un profil de risque globalement modéré pour les actionnaires, à condition que la gestion du besoin en fonds de roulement reste maîtrisée.

4.3 Analyse des flux de trésorerie

4.3.1 Conversion du résultat en trésorerie : qualité et soutenabilité des profits

L'analyse des flux de trésorerie opérationnels permet d'évaluer la qualité du résultat comptable et la capacité réelle de Trigano à transformer ses bénéfices comptables en trésorerie effective. Dans une perspective de valorisation, cette étape est essentielle, dans la mesure où la logique du modèle DCF repose avant tout sur les flux réellement générés par l'activité, et non sur le seul résultat net.

Tableau 6 : Conversion du résultat net en flux de trésorerie opérationnel entre 2021 et 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Résultat net	222,90	278,50	308,30	374,50	239,40
Flux de trésorerie opérationnel	388,8	171,5	201,7	40,6	563,9
CFO / Résultat net(x)	1,74	0,62	0,65	0,11	2,36

Source : rapports annuels Trigano 2021-2025 ; calculs personnels.

Entre 2021 et 2024, le résultat net progresse de 222,9 M€ à 374,5 M€, ce qui montre une amélioration marquée de la rentabilité sur la phase d'expansion post-Covid. Cette dynamique s'arrête néanmoins en 2025, avec un recul du résultat net à 239,4 M€, soit une baisse de plus de 36 % par rapport à 2024. Cette évolution confirme le caractère cyclique du modèle déjà observé dans l'analyse du compte de résultat.

Les flux de trésorerie issus de l'exploitation suivent cependant une trajectoire sensiblement différente. Ils atteignent 388,8 M€ en 2021, reculent à 171,5 M€ en 2022, puis se redressent légèrement à 201,7 M€ en 2023. En 2024, malgré un résultat net record, le flux opérationnel chute fortement à 40,6 M€. À l'inverse, en 2025, alors même que le bénéfice net diminue nettement, le flux opérationnel rebondit à 563,9 M€.

Le ratio flux opérationnel / résultat net met clairement en évidence cette divergence. Il vaut 1,74x en 2021, ce qui traduit une excellente conversion du bénéfice en trésorerie. En 2024, il tombe à seulement 0,11x, indiquant qu'une grande partie du résultat comptable n'est pas convertie en cash. À l'inverse, il atteint 2,36x en 2025, ce qui signifie que le cash généré excède largement le bénéfice net de l'exercice.

Cette divergence entre rentabilité comptable et génération de trésorerie s'explique principalement par les variations du besoin en fonds de roulement. Ainsi, la qualité économique du résultat ne doit pas être jugée uniquement à travers son niveau comptable, mais aussi à travers sa conversion effective en trésorerie, qui dépend fortement des mouvements du capital circulant.

Au total, sur l'ensemble de la période 2021–2025, Trigano conserve une capacité réelle à générer du cash, mais cette capacité est très volatile à court terme. Cette sensibilité des flux opérationnels aux variations du BFR devra être prise en compte avec prudence dans les hypothèses de projection, afin d'éviter d'être influencé de manière excessive soit par la faiblesse ponctuelle de 2024, soit par le rebond exceptionnel observé en 2025.

4.3.2 Impact du besoin en fonds de roulement et amplification du cycle

L'analyse des flux de trésorerie met en évidence le rôle déterminant du besoin en fonds de roulement dans la volatilité des cash-flows opérationnels du groupe. Si la rentabilité comptable évolue de manière relativement progressive sur la période 2021–2025, les flux de trésorerie sont en revanche fortement amplifiés par les variations du capital circulant.

Entre 2021 et 2023, les actifs nets d'exploitation augmentent progressivement dans un contexte de croissance. En 2024, la situation change significativement avec une variation du BFR de +382,6 M€, ce qui traduit une augmentation massive du besoin en fonds de roulement et donc une forte consommation de trésorerie. Cette consommation de trésorerie est cohérente avec la forte progression des stocks observée au bilan, dans un contexte de volumes élevés et d'anticipation de la demande. Ainsi, malgré un résultat net record, la génération de cash opérationnel chute à 40,6 M€, illustrant la tension exercée par le cycle d'exploitation.

L'exercice 2025 présente le phénomène inverse. Le ralentissement du chiffre d'affaires s'accompagne d'une libération substantielle de capital circulant, avec une variation du BFR de -314,9 M€. Cet allègement du BFR permet au flux de trésorerie opérationnel de rebondir à 563,9 M€, alors même que le résultat net recule fortement. Ce décalage confirme que la dynamique du cash-flow est davantage influencée par l'ajustement des stocks et des créances que par la seule rentabilité comptable.

Ce mécanisme met en évidence une double exposition au cycle économique. D'une part, le levier opérationnel amplifie les variations de marges au compte de résultat. D'autre part, le levier du capital circulant amplifie les flux de trésorerie. En phase d'expansion, la croissance nécessite un financement important des stocks et des créances, ce qui pèse temporairement sur la trésorerie. En phase de ralentissement, la contraction de l'activité peut libérer du cash, mais cette amélioration est conjoncturelle et ne traduit pas nécessairement une performance économique plus importante.

Ainsi, le modèle de Trigano est caractérisé par une forte cyclicité des free cash flows, venant à la fois du levier opérationnel et du levier du BFR. Pour la valorisation, il sera essentiel de distinguer la génération de cash structurelle de celle résultant d'effets transitoires liés au cycle d'exploitation. Une normalisation du BFR devra être intégrée dans les projections afin d'éviter une surévaluation fondée sur un rebond ponctuel des flux de trésorerie.

4.3.3 Politique d'investissement et intensité capitalistique

L'analyse des flux liés aux investissements permet d'évaluer l'intensité capitalistique réelle du modèle économique de Trigano et d'identifier la part de la trésorerie opérationnelle absorbée par le maintien et le développement de l'outil productif.

Sur la période 2021–2025, les dépenses d'investissement (CAPEX) restent modérées. Elles s'élèvent à 42,6 M€ en 2021, 78,2 M€ en 2022, 57,2 M€ en 2023, 60,8 M€ en 2024 et 43,2 M€ en 2025. Rapportées au chiffre d'affaires, ces dépenses représentent environ 1 % à 2 % des revenus annuels, ce qui traduit une intensité capitalistique faible pour un groupe industriel de cette taille. (Trigano, 2021 ; Trigano, 2022 ; Trigano, 2023 ; Trigano, 2024b ; Trigano, 2025a)

Par exemple, en 2024, les CAPEX de 60,8 M€ représentent environ 1,5 % du chiffre d'affaires, qui s'élève à 3 926,3 M€. Cette proportion suggère que le modèle économique ne nécessite pas d'investissements lourds et récurrents pour soutenir l'activité.

En revanche, le flux total d'investissement est nettement plus volatile en raison des opérations de croissance externe. En 2022, les acquisitions en espèces atteignent 103,6 M€. En 2024, elles s'élèvent à 36,6 M€, et surtout en 2025, elles atteignent 203,0 M€. Ainsi, la variation de trésorerie issue des activités d'investissement s'établit à -247,2 M€ en 2025, niveau largement imputable à ces opérations d'acquisition plutôt qu'au CAPEX industriel récurrent. (Trigano, 2022 ; Trigano, 2024b ; Trigano, 2025a)

On peut distinguer clairement deux composantes. Tout d'abord, les investissements opérationnels nécessaires au maintien et au développement organique de l'activité, qui sont modérés. Ensuite, les investissements stratégiques liés à la croissance externe, qui peuvent ponctuellement amplifier la consommation de trésorerie sans refléter une intensité capitalistique structurelle élevée.

Cette distinction est essentielle dans une perspective de valorisation. Le niveau relativement faible de CAPEX suggère que la génération de free cash flows dépend principalement de la stabilité des marges opérationnelles et de la gestion du besoin en fonds de roulement, davantage que d'un besoin structurel d'investissement productif. Les acquisitions, en revanche, devront être traitées avec prudence dans les projections, car elles ne constituent pas nécessairement une composante récurrente des flux futurs.

En définitive, le modèle économique de Trigano apparaît peu capitalistique sur le plan industriel, mais potentiellement actif en matière de croissance externe. Pour la valorisation, il conviendra d'isoler un CAPEX de maintenance normalisé, distinct des opérations opportunistes d'acquisition.

4.3.4 Cash-flow to the firm et volatilité des flux disponibles

Tableau 7 : Calcul historique du free cash-flow to the firm de Trigano entre 2021 et 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Chiffre d'affaires	2.933,60	3.177,20	3.480,20	3.926,30	3.660,20
Résultat opérationnel (EBIT)	358,00	341,20	422,70	499,00	334,30
Taux d'impôt normatif	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
NOPAT	268,5	255,9	317,025	374,25	250,725
Amortissements et dépréciations	39,00	62,00	56,20	80,00	75,50
CAPEX	42,60	78,20	57,20	60,80	43,20
Variation du BFR	-41,10	148,60	193,90	382,60	-314,90
FCFF	306,00	91,10	122,13	10,85	597,93

Source : rapports annuels Trigano 2021-2025 ; calculs personnels.

L'analyse du free cash-flow to the firm (FCFF) permet d'évaluer la capacité réelle de Trigano à générer des liquidités disponibles pour l'ensemble des apporteurs de capitaux après prise en compte de la fiscalité opérationnelle, des investissements nécessaires à l'activité et des variations du besoin en fonds de roulement. Dans une logique de

valorisation, cet indicateur est central, puisqu'il constitue la base des flux actualisés dans un modèle DCF.

Sur la période 2021–2025, les FCFF de Trigano apparaissent très volatils. Ils s'élèvent à 306,0 M€ en 2021, reculent à 91,1 M€ en 2022, puis remontent à 122,1 M€ en 2023. En 2024, malgré un résultat opérationnel élevé, le FCFF chute fortement à 10,9 M€, principalement en raison de l'augmentation importante du besoin en fonds de roulement.

L'exercice 2025 présente une situation inverse. Alors que le résultat opérationnel diminue nettement, la libération du besoin en fonds de roulement permet au FCFF de rebondir fortement à 597,9 M€. Ce niveau ne doit toutefois pas être interprété comme une performance structurelle durable, car il dépend largement d'un effet ponctuel lié à la réduction du capital circulant.

Cette évolution confirme que la génération de cash de Trigano dépend à la fois de sa rentabilité opérationnelle et de la gestion du besoin en fonds de roulement. En période de croissance, l'augmentation des stocks et des créances peut absorber une part importante des ressources générées par l'activité. À l'inverse, en période de ralentissement, la réduction du BFR peut libérer du cash, même si la rentabilité se dégrade.

Dans une perspective de valorisation, il serait donc imprudent d'extrapoler directement les flux d'une seule année, qu'il s'agisse de la faiblesse observée en 2024 ou du rebond exceptionnel de 2025. Une approche rigoureuse consiste plutôt à estimer un FCFF normalisé sur cycle complet, en intégrant des hypothèses prudentes de rentabilité, de CAPEX récurrent et surtout de variation du BFR.

4.4 Estimation des bénéfices et flux futurs

4.4.1 Construction du scénario central et logique de projection

L'estimation des bénéfices et des flux futurs repose sur la construction d'un scénario central cohérent avec l'analyse stratégique et financière développée dans les chapitres précédents. L'objectif n'est pas d'extrapoler mécaniquement les performances récentes, mais d'identifier un niveau d'activité, de rentabilité et de génération de cash soutenable sur l'ensemble d'un cycle économique.

L'analyse stratégique a montré que Trigano bénéficie d'une position concurrentielle solide sur le marché européen des véhicules de loisirs, mais reste fortement exposé à la cyclicité de la demande, aux conditions de financement des ménages et aux contraintes réglementaires croissantes. L'analyse financière a, de son côté, mis en évidence une phase de croissance exceptionnelle entre 2021 et 2024, suivie d'un retournement en 2025 marqué par une contraction du chiffre d'affaires, une baisse des marges et une forte volatilité des flux de trésorerie.

Dans ce contexte, ni les niveaux de rentabilité observés en 2024 ni le rebond exceptionnel du FCFF constaté en 2025 ne doivent être considérés comme des niveaux permanents. Le scénario central retenu repose donc sur une logique de normalisation cyclique. Il vise à retenir des hypothèses prudentes, cohérentes avec le profil cyclique du groupe et avec la nécessité, soulignée dans la littérature financière, de construire des projections crédibles plutôt que trop optimistes. Cette approche est conforme à la logique développée dans la review, selon laquelle la qualité d'une valorisation dépend avant tout

de la cohérence des hypothèses de croissance, de rentabilité et de réinvestissement. (Damodaran, 2012)

Ainsi, le scénario central retient une trajectoire de reprise progressive après 2025, avec une amélioration de l'activité et des marges jusqu'en 2028, suivie d'un ralentissement en 2029 puis d'une normalisation en 2030. Il repose également sur une marge opérationnelle normalisée inférieure aux niveaux exceptionnels observés au pic du cycle, un besoin en fonds de roulement stabilisé, mais encore sensible à la conjoncture et un niveau d'investissement cohérent avec le caractère relativement peu capitalistique du modèle industriel de Trigano.

4.4.2 Hypothèses de croissance, de rentabilité et de réinvestissement

Tableau 8 : Hypothèses du scénario central de projection pour la période 2026-2030

Prévision Central	2026	2027	2028	2029	2030
Croissance du CA	1,50%	3,50%	4,50%	1,00%	2,00%
Marge EBIT	9,40%	9,80%	10,30%	9,70%	9,80%
Taux d'impôt	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
D&A / CA	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
CAPEX / CA	2,10%	2,20%	2,20%	2,00%	1,90%
BFR / CA	20,00%	20,50%	20,50%	19,80%	19,50%

Source : rapports annuels Trigano 2021-2025 ; calculs personnels.

La projection du chiffre d'affaires constitue la première étape de l'estimation des flux futurs. Entre 2021 et 2024, Trigano a bénéficié d'une expansion particulièrement soutenue, largement portée par le boom post-Covid du marché des véhicules de loisirs. Le ralentissement observé en 2025 suggère toutefois un retour vers une dynamique plus modérée. Dans le scénario central, il apparaît donc prudent de retenir une trajectoire de croissance cyclique et mesurée : +1,5 % en 2026, +3,5 % en 2027 et +4,5 % en 2028, avant un ralentissement à +1,0 % en 2029 puis une normalisation à +2,0 % en 2030. Une telle hypothèse permet d'intégrer à la fois la normalisation du cycle, une reprise progressive après 2025 et la persistance d'un socle de demande structurelle à moyen terme.

S'agissant de la rentabilité, l'analyse du compte de résultat a montré que la marge EBIT a atteint un niveau particulièrement élevé en 2024 avant de se contracter nettement en 2025. Le scénario central ne retient ni le pic de rentabilité observé en 2024 ni le point bas enregistré en 2025, mais une marge opérationnelle progressivement normalisée, comprise entre 9,4 % et 10,3 %. Cette hypothèse paraît cohérente avec la solidité structurelle du modèle économique du groupe, tout en restant prudente au regard du caractère cyclique du secteur. La hausse de la marge jusqu'en 2028 traduit une amélioration progressive de l'activité et des effets d'échelle, tandis que le recul en 2029 reflète une phase de ralentissement du cycle avant une stabilisation en 2030.

Le besoin en fonds de roulement constitue un élément central de la projection. Les flux historiques ont montré que la volatilité des cash flows de Trigano s'explique largement par les variations des stocks, des créances et du financement fournisseur. Dans une logique de valorisation, il est donc nécessaire de neutraliser les mouvements exceptionnels observés en 2024 et 2025. Le scénario central retient ainsi un niveau de BFR élevé mais progressivement normalisé, exprimé en pourcentage du chiffre

d'affaires, entre 19,5 % et 20,5 % sur la période de projection. Cette hypothèse traduit l'idée d'un cycle d'exploitation toujours exigeant, mais moins tendu que lors des exercices les plus extrêmes.

Enfin, les dépenses d'investissement apparaissent historiquement modérées au regard du volume d'activité. Dans le scénario central, les CAPEX sont projetés entre 1,9 % et 2,2 % du chiffre d'affaires afin d'intégrer non seulement les besoins de maintenance, mais aussi les investissements nécessaires à l'adaptation industrielle du groupe. Les amortissements et dépréciations sont supposés représenter 1,9 % du chiffre d'affaires, soit un niveau cohérent avec les ordres de grandeur observés historiquement.

4.4.3 Hypothèses de marges opérationnelles normalisées

À partir des hypothèses retenues, il est possible de projeter les principaux agrégats opérationnels de Trigano ainsi que les cash flows to the firm sur la période explicite de projection. L'objectif n'est pas de prolonger mécaniquement les performances récentes, mais de traduire dans un cadre chiffré un scénario central cohérent avec le caractère cyclique du secteur, la normalisation des marges et la stabilisation progressive du besoin en fonds de roulement.

Dans cette logique, le chiffre d'affaires est projeté sur la base d'une trajectoire cyclique et modérée, reflétant un retour à un rythme plus soutenable après la phase exceptionnelle observée entre 2021 et 2024. Le résultat opérationnel est ensuite obtenu en appliquant à ce chiffre d'affaires une marge EBIT normalisée, cohérente avec la performance structurelle du groupe sur cycle complet. Le NOPAT est calculé à partir de l'EBIT après application d'un taux d'imposition normatif de 25 %.

Les cash-flows to the firm sont ensuite estimés en réintégrant les amortissements et dépréciations, puis en retranchant les dépenses d'investissement ainsi que la variation du besoin en fonds de roulement. Cette approche permet d'obtenir une mesure des flux disponibles pour l'ensemble des apporteurs de capitaux, indépendamment des choix de financement retenus par l'entreprise. Elle est donc pleinement cohérente avec la méthode de valorisation par actualisation des flux futurs. (Damodaran, 2012)

Tableau 9 : Projection du FCFF dans le scénario central

	2026	2027	2028	2029	2030
Chiffre d'affaires	3715,10	3845,13	4018,16	4058,34	4139,51
Résultat opérationnel (EBIT)	349,22	376,82	413,87	393,66	405,67
Taux d'impôt normatif	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
NOPAT	261,91	282,62	310,40	295,24	304,25
Amortissements et dépréciations	70,59	73,06	76,35	77,11	78,65
CAPEX	78,02	84,59	88,40	81,17	78,65
Variation du BFR	6,82	45,23	35,47	-20,17	3,65
FCFF	247,66	225,85	262,88	311,36	300,60

Source : calculs personnels à partir des rapports annuels Trigano 2021-2025 et du modèle de projection.

Le tableau de projection met en évidence une trajectoire de création de valeur fondée sur des hypothèses prudentes. Le chiffre d'affaires progresse de 3 715,1 M€ en 2026 à 4 139,5 M€ en 2030, mais selon un rythme non linéaire : la croissance accélère jusqu'en 2028, ralentit en 2029, puis se normalise en 2030. Cette évolution permet de mieux refléter la cyclicité du secteur des véhicules de loisirs.

Les FCFF projetés restent également sensibles au cycle du besoin en fonds de roulement. Ils atteignent 247,7 M€ en 2026, diminuent à 225,9 M€ en 2027 en raison d'une hausse du BFR, puis remontent à 262,9 M€ en 2028. En 2029, le FCFF atteint 311,4 M€, notamment grâce à une libération partielle du BFR, avant de se normaliser à 300,6 M€ en 2030. Cette trajectoire montre que la génération de cash ne dépend pas uniquement de la rentabilité opérationnelle, mais aussi de l'évolution du capital circulant.

Ainsi, la projection ne repose ni sur le pic de rentabilité de 2024, ni sur les tensions exceptionnelles de trésorerie observées en 2024 et 2025, mais sur une vision plus équilibrée de la capacité bénéficiaire et de la génération de cash de Trigano à moyen terme. Cette approche permet d'établir une base cohérente pour la valorisation présentée dans le chapitre suivant.

4.4.4 Synthèse du scénario central

Le scénario central retenu repose sur des hypothèses prudentes et cohérentes avec les conclusions de l'analyse stratégique et financière. Il traduit l'idée que Trigano doit être valorisé sur la base d'un niveau de performance normalisé et cyclique, et non à partir d'une extrapolation du pic de rentabilité de 2024 ou du rebond exceptionnel de cash observer en 2025.

La croissance projetée reste modérée sur l'ensemble de la période, tout en intégrant une reprise plus marquée en 2027 et 2028, suivie d'un ralentissement en 2029 puis d'une normalisation en 2030. La marge opérationnelle est ramenée à un niveau soutenable, le besoin en fonds de roulement est progressivement stabilisé et les investissements restent cohérents avec le faible niveau d'intensité capitalistique observé historiquement. Cette approche permet de construire une base de projection réaliste en vue de la valorisation.

Le scénario central constitue ainsi le point de référence pour l'évaluation de l'entreprise. Il devra toutefois être complété par des scénarios alternatifs afin d'intégrer explicitement la matérialisation plus ou moins forte des principaux risques identifiés dans l'analyse stratégique.

4.5 Élaboration de scénarios alternatifs

4.5.1 Scénario pessimiste : ralentissement prolongé et pression sur les marges

Le scénario pessimiste vise à refléter la matérialisation partielle ou cumulative des principaux risques identifiés dans l'analyse stratégique. Il repose sur l'hypothèse d'un ralentissement plus durable du marché européen des véhicules de loisirs, dans un contexte marqué par une demande affaiblie, des conditions de financement moins favorables et une pression persistante sur le pouvoir d'achat des ménages. À cela pourraient s'ajouter une concurrence plus intense, des tensions sur certains coûts de production et une moindre capacité du groupe à ajuster rapidement ses stocks et son outil industriel.

Dans ce scénario, la croissance du chiffre d'affaires serait plus faible que dans le scénario central, avec une contraction de l'activité en 2026 et 2027 avant une reprise seulement progressive à partir de 2028. La marge opérationnelle serait également sous pression, en raison d'un levier opérationnel défavorable dans un contexte de volumes plus faibles et d'une capacité plus limitée à préserver les hausses tarifaires. Par ailleurs, la normalisation du besoin en fonds de roulement serait plus lente, avec un BFR maintenu à un niveau élevé par rapport au chiffre d'affaires, ce qui pèserait sur la génération de cash.

Ce scénario traduit donc une combinaison défavorable entre ralentissement commercial, pression sur les marges et maintien d'un niveau de BFR élevé. Il permet de tester la résilience du modèle économique de Trigano dans un environnement moins porteur et d'évaluer dans quelle mesure la valeur de l'entreprise pourrait être affectée par une dégradation prolongée des conditions de marché.

4.5.2 Scénario optimiste : stabilisation rapide et maintien d'une rentabilité élevée

À l'inverse, le scénario optimiste repose sur l'hypothèse d'une stabilisation plus rapide du marché et d'un maintien d'un niveau de rentabilité supérieur à celui retenu dans le scénario central. Il intègre l'idée que les tendances structurelles identifiées dans l'analyse stratégique, notamment l'attrait persistant pour les modes de tourisme flexibles, le développement du segment des vans aménagés et la capacité de Trigano à tirer parti de sa position concurrentielle, pourraient soutenir une reprise plus dynamique de l'activité.

Dans cette configuration, la croissance du chiffre d'affaires serait supérieure à celle du scénario central, avec une reprise plus marquée en 2026, 2027 et 2028, avant une normalisation progressive en fin de période. La marge opérationnelle se maintiendrait à un niveau plus élevé grâce à un meilleur effet d'échelle, à une gestion plus efficace des coûts et à une pression moins marquée sur les prix. Une amélioration plus rapide du besoin en fonds de roulement, notamment via une rotation plus fluide des stocks, permettrait également de soutenir la génération de cash.

Ce scénario suppose donc un environnement plus favorable, dans lequel Trigano parvient à tirer profit de ses avantages concurrentiels, à préserver sa rentabilité et à convertir plus efficacement sa performance opérationnelle en flux de trésorerie disponibles.

4.5.3 Encadrement de la valorisation et sensibilité aux hypothèses clés

Ces scénarios alternatifs ont pour objectif d'encadrer la valorisation de Trigano en tenant compte de l'incertitude entourant ses perspectives de croissance, de rentabilité et de génération de cash. Ils permettent de ne pas limiter l'évaluation à un seul scénario central, nécessairement imparfait, et de mieux refléter la sensibilité de la valeur intrinsèque aux principales hypothèses retenues.

Dans le cas de Trigano, les variables les plus sensibles apparaissent être la croissance du chiffre d'affaires, la marge EBIT normalisée et le niveau de besoin en fonds de roulement. Une variation même modérée de ces paramètres peut avoir un impact significatif sur les cash-flows to the firm futurs et, par conséquent, sur le résultat de la valorisation. Cette sensibilité est renforcée par la nature cyclique du secteur, qui amplifie les écarts entre un scénario favorable et un scénario défavorable.

Le tableau de synthèse ci-dessous permet de résumer les principales hypothèses retenues dans les trois scénarios. Le scénario pessimiste combine une croissance faible, voire négative, une marge EBIT plus basse et un BFR plus élevé. Le scénario central repose sur une normalisation cyclique progressive. Le scénario optimiste retient une reprise plus dynamique, une rentabilité plus élevée et une meilleure maîtrise du besoin en fonds de roulement.

Ainsi, les scénarios élaborés dans cette section constituent une base utile pour la suite du mémoire. Ils seront mobilisés dans le chapitre 5 afin d'évaluer l'entreprise à travers différents modèles de valorisation et d'analyser la sensibilité des résultats à la matérialisation des principaux risques identifiés.

Tableau 10 : Synthèse des hypothèses retenues dans les scénarios pessimistes, central et optimiste

Hypothèse	Pessimiste	Central	Optimiste
Croissance du CA	-3,0 % à +1,5 %	1,0 % à 4,5 %	2,0 % à 6,0 %
Marge EBIT	8,0 % à 8,7 %	9,4 % à 10,3 %	9,8 % à 10,8 %
Taux d'impôt	25,00%	25,00%	25,00%
D&A / CA	1,90%	1,90%	1,90%
CAPEX / CA	1,85 % à 1,90 %	1,90 % à 2,20 %	2,00 % à 2,30 %
BFR / CA	20,5 % à 22,0 %	19,5 % à 20,5 %	19,0 % à 19,8 %

Source : calculs personnels à partir du modèle de projection.

5. Évaluation de Trigano

5.1 Évaluation par différents modèles concurrents

L'évaluation de Trigano repose sur deux approches complémentaires : une approche fondée sur les free cash-flows futurs, et une approche basée sur les multiples des sociétés comparables. L'objectif n'est pas de déterminer une valeur exacte de l'action, mais plutôt d'encadrer une zone de valeur raisonnable. Cette distinction est importante dans le cas de Trigano, car l'entreprise évolue dans un secteur cyclique où les résultats peuvent varier fortement selon le point du cycle retenu. Une extrapolation excessive des années 2021–2024 conduirait à une valorisation trop optimiste, tandis qu'une lecture trop pessimiste de l'exercice 2025 pourrait sous-estimer la capacité bénéficiaire normalisée du groupe.

5.1.1 Valorisation par la méthode DCF

La première méthode retenue est celle des flux de trésorerie actualisés, ou Discounted Cash-Flow. Elle s'appuie sur les projections établies dans le chapitre précédent, en tenant compte d'une croissance modérée du chiffre d'affaires, d'une normalisation progressive de la marge opérationnelle et d'une gestion plus stable du besoin en fonds de roulement. Le scénario central ne prolonge donc pas directement les années exceptionnelles observées entre 2021 et 2024. Il intègre le ralentissement observé en 2025 et repose sur une trajectoire plus normalisée, cohérente avec la cyclicité du secteur des véhicules de loisirs. (Damodaran, 2012 ; Mordor Intelligence, 2025a)

Dans le scénario central, la croissance du chiffre d'affaires projetée reste volontairement prudente, avec des taux compris entre 1,0 % et 4,5 % sur la période 2026-2030. La marge EBIT retenue évolue entre 9,4 % et 10,3 %, soit un niveau inférieur aux marges atteintes en 2023 et 2024, mais supérieur au point bas observé en 2025. Cette hypothèse traduit l'idée d'un redressement progressif de la rentabilité, sans retour immédiat aux niveaux exceptionnels du haut de cycle. Les amortissements sont estimés à 1,9 % du chiffre d'affaires, les CapEx entre 1,9 % et 2,2 % du chiffre d'affaires, et le besoin en fonds de roulement entre 19,5 % et 20,5 % du chiffre d'affaires. Ces hypothèses permettent de tenir compte de la forte sensibilité du groupe au cycle d'exploitation, déjà observée dans l'analyse historique des flux de trésorerie. (Trigano, 2023 ; Trigano, 2024b ; Trigano, 2025a)

Le coût moyen pondéré du capital retenu dans le modèle est de 8,48 %. Il est construit à partir d'un taux sans risque de 3,19 %, correspondant à l'obligation allemande à 10 ans observée le 19 mai 2026. Ce choix est plus cohérent qu'une obligation française ou belge, dans la mesure où l'Allemagne constitue une meilleure approximation du taux sans risque en zone euro. Le bêta retenu est de 1,191, correspondant au bêta ajusté Bloomberg observé le 19 mai 2026. Le choix du bêta ajusté Bloomberg, plutôt que du bêta brut, permet de limiter l'influence excessive des variations historiques propres au titre et d'obtenir une estimation plus prospective du risque systématique de Trigano. Le bêta ajusté retenu a été extrait de Bloomberg pour Trigano SA le 19 mai 2026. La prime de risque de marché utilisée est de 5,01 %, issue de la base de données de Damodaran. Le coût des fonds propres ressort ainsi à 9,16 %. (Bloomberg Terminal, 2026 ; Damodaran, 2026)

Le coût de la dette pré-impôt est estimé à 4,08 %, en additionnant le taux sans risque de 3,19 % et un credit spread de 0,89 % issu des données de Damodaran. Ce spread est retenu comme approximation du risque de crédit de Trigano, en cohérence avec son profil financier solide, sa trésorerie nette et sa faible dépendance à l'endettement externe. Cette approche permet d'estimer un coût actuel de refinancement plutôt qu'un coût historique de la dette. Après application d'un taux d'impôt normatif de 25 %, le coût de la dette après impôt ressort à 3,06 %.

Les pondérations utilisées dans le WACC sont calculées à partir de la valeur de marché des fonds propres et de la dette financière. La valeur de marché des fonds propres s'élève à 2 980,3 M€, calculée sur la base du cours de clôture retenu au 19 mai 2026 et du nombre d'actions en circulation. La dette financière brute utilisée dans le modèle représente environ 371,8 M€, ce qui conduit à une pondération de 88,9 % pour les fonds propres et 11,1 % pour la dette. (Bloomberg Terminal, 2026 ; Damodaran, 2026 ; Trigano, 2025a)

Le taux de croissance terminale retenu est de 1,5 %. Ce taux est volontairement prudent : il reste inférieur à la cible d'inflation de la BCE et reflète la maturité du marché européen des véhicules de loisirs, la cyclicité du secteur et les incertitudes de long terme liées à la transition environnementale. Après avoir réalisé ma propre analyse, j'ai également constaté que Trigano retenait une hypothèse de croissance terminale de 1,5 % dans ses prévisions. Cette convergence ne valide pas automatiquement l'hypothèse, mais elle renforce sa cohérence et montre que le taux retenu n'est pas excessivement optimiste au regard des perspectives du groupe. (Banque centrale européenne, s. d. ; Trigano, 2025a)

Tableau 11 : Free cash-flows projetés et actualisés dans le scénario central

	2026	2027	2028	2029	2030
FCFF	247,66	225,85	262,88	311,36	300,60
FCFF actualisé	228,3	191,91	205,91	224,81	200,07

Source : calculs personnels à partir du modèle DCF présenté en Annexe 4.

La somme des free cash-flows actualisés sur la période 2026-2030 atteint 1 051,0 M€. La valeur terminale s'élève à 4 369,5 M€, soit 2 908,2 M€ après actualisation. La valeur d'entreprise obtenue par le modèle DCF ressort donc à 3 959,2 M€.

Tableau 12 : Résultat de la valorisation DCF de Trigano dans le scénario central

Valeur d'entreprise	3.959,19
Dette nette	-279,00
Valeur des fonds propres	4.238,19
Nombre d'actions	19.290.000,00
Valeur par action	219,71

Source : calculs personnels à partir du modèle DCF présenté en Annexe 4, des données Bloomberg Terminal (2026), de Damodaran (2026) et du rapport annuel Trigano 2025.

La dette nette est négative, ce qui signifie que Trigano dispose d'une situation de trésorerie nette. Cette situation augmente mécaniquement la valeur des fonds propres par rapport à la valeur d'entreprise. Sur cette base, la méthode DCF donne une valeur de 219,71 € par action. Cette valeur constitue l'estimation centrale de la valeur intrinsèque de Trigano dans ce mémoire. Elle reflète la capacité du groupe à retrouver une génération de cash-flow plus normalisée, tout en bénéficiant d'une structure financière solide et d'une situation de trésorerie nette. (Trigano, 2025a)

Ce résultat doit toutefois être interprété avec prudence. Comme tout modèle DCF, la valorisation dépend fortement du WACC et du taux de croissance terminale. Cette sensibilité est d'autant plus importante qu'une part significative de la valeur provient de la valeur terminale. Dans le cas de Trigano, cette limite est renforcée par les incertitudes de long terme liées à la transition environnementale, à l'évolution des usages touristiques, à la réglementation sur les motorisations thermiques et à la cyclicité du marché des véhicules de loisirs. Le DCF doit donc être considéré comme une estimation centrale, à compléter par l'analyse des comparables, les scénarios alternatifs et l'étude de sensibilité. Le détail des hypothèses du WACC et du calcul DCF est présenté en Annexe 4. (Damodaran, 2012 ; Règlement (UE) 2023/851, 2023)

5.1.2 Valorisation par les comparables

Afin de compléter la valorisation par DCF, une valorisation relative a été réalisée à partir d'un échantillon de sociétés comparables cotées en bourse. Les multiples utilisés sont des multiples forward FY1, extraits de Bloomberg via la fonction RV le 19 mai 2026. Cette approche permet de comparer Trigano à des entreprises exposées au marché des véhicules de loisirs ou à sa chaîne de valeur, tout en tenant compte du fait que la comparabilité de l'échantillon reste imparfaite. (Bloomberg Terminal, 2026 ; Damodaran, 2012)

L'échantillon comprend Knaus Tabbert, Thor Industries, Winnebago Industries et LCI Industries. Trigano apparaît également dans le tableau de comparaison, mais il est exclu du calcul de la médiane afin d'éviter de comparer l'entreprise avec elle-même. Knaus Tabbert constitue probablement le comparable le plus proche, car son activité est directement exposée au marché européen des camping-cars, caravanes et vans aménagés. Thor Industries et Winnebago Industries sont également des fabricants de véhicules de loisirs, mais leur exposition est principalement nord-américaine, avec des dynamiques de demande, de financement et de distribution différentes de celles du marché européen. Enfin, LCI Industries présente un profil plus indirect, puisqu'il s'agit davantage d'un fournisseur d'équipements et de composants pour véhicules de loisirs que d'un fabricant intégré. (Bloomberg Terminal, 2026 ; Knaus Tabbert AG, 2026 ; LCI Industries, 2026 ; Thor Industries, 2026 ; Winnebago Industries, 2026)

Cette différence de profil peut influencer les marges, les besoins en capital et les multiples de valorisation. Les comparables doivent donc être utilisés comme un outil de contrôle et non comme une estimation directe de la valeur intrinsèque de Trigano. L'objectif est surtout de vérifier si la valorisation obtenue par DCF est cohérente avec les niveaux de valorisation observés sur le marché.

Tableau 13 : Multiples de valorisation des sociétés comparables

Société	Market Cap (Mds €)	EV/Sales FY1	EV/EBITDA FY1
Trigano	3,04	0,66	5,72
LCI Industries	2,30	0,84	8,24
Winnebago	0,71	0,41	8,42
Thor Industries	3,34	0,46	7,52
Knaus Tabbert	0,13	0,40	7,00
Médiane hors Trigano	1,50	0,44	7,88

Source : Bloomberg Terminal (2026), fonction RV, données extraites le 19 mai 2026 ; calculs personnels.

Tableau 14 : Valeur par action obtenue par la méthode des comparables

	Valeur par action obtenue
EV/Sales FY1	98,24 €
EV/EBITDA FY1	185,96 €

Source : calculs personnels à partir des multiples Bloomberg Terminal (2026), fonction RV, données extraites le 19 mai 2026, et des agrégats financiers de Trigano utilisés dans le modèle de valorisation.

La valorisation par comparables donne donc une fourchette comprise entre 98,24 € et 185,96 € par action. Cette dispersion illustre les limites de l'approche relative dans un secteur cyclique, où les multiples peuvent fortement varier selon l'indicateur retenu, la position dans le cycle et les différences de profil entre les entreprises comparées. Le multiple EV/Sales donne une lecture prudente de la valeur, tandis que le multiple EV/EBITDA intègre davantage la capacité opérationnelle du groupe à générer du résultat.

Le multiple EV/Sales donne la valeur la plus faible, à 98,24 € par action. Ce résultat doit être interprété avec prudence, car ce multiple ne tient pas compte des différences de rentabilité entre les entreprises. Il peut donc sous-évaluer Trigano si le groupe conserve une rentabilité supérieure à celle de certains comparables. À l'inverse, le multiple EV/EBITDA donne une valeur plus élevée, à 185,96 € par action, parce qu'il intègre davantage la capacité opérationnelle du groupe à générer du résultat avant amortissements. Ce multiple offre ainsi une lecture plus pertinente que l'EV/Sales, mais il ne tient pas compte des besoins d'investissement ni des variations du besoin en fonds de roulement, deux éléments importants dans le cas de Trigano.

Dans l'ensemble, la valorisation relative aboutit à des niveaux inférieurs à ceux obtenus par le DCF. Cet écart peut s'expliquer par le fait que le DCF repose sur une normalisation progressive des cash-flows futurs, alors que les multiples de marché reflètent davantage les anticipations actuelles des investisseurs dans un contexte de ralentissement sectoriel. Cette différence confirme l'intérêt de ne pas s'appuyer sur une seule méthode de valorisation. Les comparables jouent ici un rôle de mise en perspective : ils montrent que le marché valorise aujourd'hui les acteurs du secteur avec prudence, probablement en raison de la cyclicité de la demande, des incertitudes macroéconomiques et des risques liés à la transition environnementale. Le détail des sociétés comparables et des multiples retenus est présenté en Annexe 5.

5.1.3 Synthèse des résultats

Tableau 15 : Synthèse des valorisations obtenues par les différentes méthodes

Méthode de valorisation	Valeur par action
DCF central	219,71 €
EV/Sales FY1	98,24 €
EV/EBITDA FY1	185,96 €

Source : calculs personnels à partir du modèle DCF présenté en Annexe 4 et des multiples Bloomberg Terminal (2026) présentés en Annexe 5.

La valorisation par DCF donne une valeur de 219,71 € par action. Les comparables donnent quant à eux une fourchette plus basse, comprise entre 98,24 € et 185,96 € par action. Cet écart montre que les deux approches ne conduisent pas exactement au même niveau de valorisation. Le DCF reflète davantage les fondamentaux propres à Trigano, notamment sa capacité future à générer des cash-flows, sa situation de trésorerie nette et sa position concurrentielle sur le marché européen. À l'inverse, les comparables reflètent la manière dont le marché valorise actuellement les sociétés du secteur, dans un contexte encore marqué par le ralentissement de la demande, les incertitudes macroéconomiques et la cyclicité du marché des véhicules de loisirs. (Bloomberg Terminal, 2026 ; Damodaran, 2012 ; Mordor Intelligence, 2025a)

Cette différence ne remet pas nécessairement en cause la cohérence de l'analyse. Elle montre plutôt l'intérêt d'utiliser plusieurs méthodes de valorisation. La méthode DCF repose sur des hypothèses spécifiques à Trigano et permet de tenir compte de la normalisation progressive des flux futurs. Les comparables jouent plutôt un rôle de contrôle externe, en permettant de vérifier si la valorisation obtenue reste raisonnable par rapport aux niveaux observés sur le marché. (Damodaran, 2012)

Dans le cas présent, la valorisation par comparables est plus prudente que celle du DCF. Le multiple EV/Sales FY1 donne la valeur la plus faible, à 98,24 € par action, car il ne tient pas compte de la rentabilité supérieure que Trigano peut générer par rapport à certains comparables. Le multiple EV/EBITDA FY1 donne une valeur plus élevée, à 185,96 € par action, car il intègre davantage la capacité opérationnelle du groupe à générer du résultat. Toutefois, ce multiple ne prend pas en compte les besoins d'investissement ni les variations du besoin en fonds de roulement, qui sont pourtant importants dans le cas de Trigano.

Tableau 16 : Comparaison entre la valeur DCF centrale et le cours de marché retenu

Cours de marché retenu	154,50 €
Date d'observation	Fermeture du 19-05-2026
Valeur DCF	219,71 €
Valeur de référence retenue	219,71 €
Potentiel d'appréciation estimé	42,21%

Source : calculs personnels à partir du cours de clôture Bloomberg Terminal (2026) observé le 19 mai 2026 et de la valorisation DCF présentée en Annexe 4.

Sur la base de cette synthèse, le titre Trigano semble sous-évalué dans le scénario central. En effet, la valeur DCF de 219,71 € par action est supérieure au cours de marché de 154,50 € observé à la clôture du 19 mai 2026. Le potentiel d'appréciation estimé ressort ainsi à environ 42,21 %. Cette conclusion est également soutenue par le multiple EV/EBITDA FY1, qui donne une valeur de 185,96 € par action, supérieure au cours de marché retenu. En revanche, le multiple EV/Sales FY1 donne une valeur inférieure au cours de marché, ce qui rappelle que la conclusion dépend fortement de la méthode retenue. (Bloomberg Terminal, 2026)

Ainsi, la sous-évaluation du titre apparaît surtout dans le scénario DCF central et dans l'approche par EV/EBITDA. Elle doit donc être interprétée avec prudence et testée à travers l'analyse de sensibilité et les scénarios alternatifs, notamment en raison de la cyclicité du secteur, de la sensibilité au WACC, de la croissance terminale et de la normalisation du besoin en fonds de roulement.

5.2 Étude de sensibilité et scénarios alternatifs

L'évaluation obtenue au point précédent repose sur plusieurs hypothèses déterminantes : la croissance future, la rentabilité opérationnelle, le besoin en fonds de roulement, le WACC et la croissance terminale. Or, dans le cas d'une entreprise cyclique comme Trigano, ces hypothèses peuvent varier fortement selon l'environnement économique. L'analyse de sensibilité et les scénarios alternatifs sont donc essentiels pour tester la robustesse de la valorisation centrale et éviter de fonder la recommandation uniquement sur un seul scénario.

L'objectif n'est pas de déterminer une valeur exacte, mais d'évaluer la sensibilité de la valorisation à différents environnements économiques. Cette analyse permet de mesurer l'effet d'un ralentissement prolongé de la demande, d'une pression sur les marges ou d'une hausse du besoin en fonds de roulement.

Sur la base de cette synthèse, le titre Trigano semble sous-évalué dans le scénario central. En effet, la valeur DCF de 219,71 € par action est supérieure au cours de marché de 154,50 € observé à la clôture du 19 mai 2026. Le potentiel d'appréciation estimé ressort ainsi à environ 42,21 %. Cette conclusion est également soutenue par le multiple EV/EBITDA FY1, qui donne une valeur de 185,96 € par action, supérieure au cours de marché retenu. En revanche, le multiple EV/Sales FY1 donne une valeur inférieure au cours de marché, ce qui rappelle que la conclusion dépend fortement de la méthode retenue. (Bloomberg Terminal, 2026)

Ainsi, la sous-évaluation du titre apparaît surtout dans le scénario DCF central et dans l'approche par EV/EBITDA. Elle doit donc être interprétée avec prudence et testée à travers l'analyse de sensibilité et les scénarios alternatifs, notamment en raison de la cyclicité du secteur, de la sensibilité au WACC, de la croissance terminale et de la normalisation du besoin en fonds de roulement.

5.2.1 Sensibilité au WACC et à la croissance terminale

L'évaluation obtenue précédemment repose sur plusieurs hypothèses déterminantes : la croissance future du chiffre d'affaires, la rentabilité opérationnelle, le besoin en fonds de roulement, le WACC et le taux de croissance terminale. Or, dans le cas d'une entreprise cyclique comme Trigano, ces variables peuvent évoluer de manière significative selon l'environnement économique, les conditions de financement et la dynamique du marché européen des véhicules de loisirs. L'analyse de sensibilité et les scénarios alternatifs sont donc essentiels pour tester la robustesse de la valorisation centrale et éviter de fonder la recommandation uniquement sur un seul scénario.

Dans le scénario central, la méthode DCF donne une valeur de 219,71 € par action, contre un cours de marché de 154,50 € observé à la clôture du 19 mai 2026. Cela correspond à un potentiel d'appréciation estimé à 42,21 %. Cette conclusion est également partiellement soutenue par l'approche EV/EBITDA FY1, qui donne une valeur de 185,96 € par action, supérieure au cours de marché retenu. En revanche, le multiple EV/Sales FY1 aboutit à une valeur plus faible, de 98,24 € par action, ce qui montre que la conclusion de sous-évaluation dépend de la méthode utilisée et des hypothèses retenues. (Bloomberg Terminal, 2026)

L'objectif de cette section n'est donc pas de déterminer une valeur exacte de Trigano, mais d'évaluer la sensibilité de la valorisation à différents environnements économiques. Cette analyse permet notamment de mesurer l'impact d'un ralentissement prolongé de la demande, d'une pression sur les marges, d'une hausse du besoin en fonds de roulement ou d'une augmentation du coût du capital. Elle permet également de mieux apprécier le risque d'erreur lié au scénario central, en particulier dans un contexte où une part importante de la valeur DCF dépend de la valeur terminale.

Ainsi, la sous-évaluation du titre apparaît principalement dans le scénario DCF central et dans l'approche par EV/EBITDA. Elle doit donc être interprétée avec prudence et testée à travers une analyse de sensibilité au WACC et au taux de croissance terminale, ainsi qu'à travers des scénarios alternatifs intégrant la cyclicité du secteur, la normalisation des marges et l'évolution du besoin en fonds de roulement. Le tableau de sensibilité détaillé est présenté en Annexe 6.

5.2.2 Scénarios alternatifs

Trois scénarios ont été construits afin de tester l'impact des principaux risques et opportunités identifiés dans l'analyse stratégique et financière. Le scénario pessimiste reflète une reprise plus lente du marché, une pression sur les marges et un besoin en fonds de roulement plus élevé. Le scénario central correspond à une normalisation progressive de l'activité après le ralentissement observé en 2025. Le scénario optimiste suppose une reprise plus rapide de la demande, une meilleure rentabilité et une gestion plus efficace du capital circulant.

Tableau 17 : Valeur par action selon les scénarios pessimiste, central et optimiste

Scénario	FCFF utilisés	WACC	Croissance terminale	Valeur par action
Pessimiste	FCFF pessimistes	9,50%	1,00%	153,92 €
Central	FCFF centraux	8,48%	1,50%	219,71 €
Optimiste	FCFF optimistes	7,50%	2,00%	292,09 €

Source : calculs personnels à partir du modèle DCF et des scénarios présentés.

Le scénario pessimiste est particulièrement important, car il permet de tester la marge de sécurité de l'investissement dans un environnement défavorable. La valeur obtenue, 153,92 € par action, est quasiment équivalente au cours de marché retenu de 154,50 € observé à la clôture du 19 mai 2026. Le potentiel ressort ainsi légèrement négatif, à environ -0,38 %. Cette observation montre que, dans une hypothèse prudente, le titre ne présente pas de marge de sécurité significative. Elle suggère également que le marché semble déjà intégrer une partie des risques liés au ralentissement de la demande, à la pression sur les marges et à la cyclicité du secteur. (Bloomberg Terminal, 2026)

Le scénario central, avec une valeur de 219,71 € par action, reste la référence principale de ce mémoire. Il repose sur une normalisation progressive de l'activité, sans retour complet aux conditions exceptionnellement favorables observées entre 2021 et 2024. Par rapport au cours de marché retenu, ce scénario implique un potentiel d'appréciation d'environ 42,21 %. Cette valorisation traduit l'hypothèse selon laquelle Trigano serait capable de retrouver une génération de cash-flow plus stable, tout en conservant une structure financière solide.

Enfin, le scénario optimiste donne une valeur de 292,09 € par action. Il illustre le potentiel de revalorisation si la demande se redresse plus rapidement, si Trigano maintient une rentabilité supérieure au scénario central et si le besoin en fonds de roulement est mieux maîtrisé. Le potentiel d'appréciation atteindrait alors approximativement 89,05 %. Ce scénario doit toutefois être interprété avec prudence, car il suppose une combinaison favorable de reprise du marché, de maintien des marges et de bonne exécution opérationnelle.

Dans l'ensemble, l'analyse des scénarios confirme que la conclusion de sous-évaluation dépend fortement des hypothèses retenues. Le scénario central et le scénario optimiste indiquent une valeur supérieure au cours de marché, tandis que le scénario pessimiste aboutit à une valeur très proche du cours observé. Cette dispersion confirme l'importance de ne pas fonder la recommandation uniquement sur le DCF central, mais de tenir compte de la cyclicité du secteur et de la sensibilité des flux futurs aux conditions économiques.

5.2.3 Interprétation des résultats

L'étude de sensibilité montre que la valeur de Trigano varie surtout en fonction du WACC, de la marge EBIT et du besoin en fonds de roulement. Ces trois variables sont déterminantes, car elles agissent directement sur les free cash-flows et sur leur actualisation. Le WACC influence le taux auquel les flux futurs sont actualisés ; la marge EBIT détermine la capacité bénéficiaire opérationnelle ; et le besoin en fonds de roulement influence la part de cette rentabilité effectivement convertie en trésorerie disponible.

La dispersion des résultats, entre 153,92 € dans le scénario pessimiste et 292,09 € dans le scénario optimiste, confirme la forte sensibilité de la valorisation aux hypothèses retenues. Cette dispersion est cohérente avec le profil cyclique de Trigano, dont les résultats dépendent fortement de la demande de véhicules de loisirs, des conditions de financement, des marges opérationnelles et de la gestion du capital circulant.

Le scénario pessimiste aboutit à une valeur de 153,92 € par action, soit un niveau très proche du cours de marché retenu de 154,50 € à la clôture du 19 mai 2026. Cette valeur légèrement inférieure au cours de marché montre que la marge de sécurité disparaît presque entièrement dans une hypothèse défavorable. La thèse de sous-évaluation repose donc principalement sur la réalisation du scénario central ou au minimum sur une normalisation progressive de l'activité après le ralentissement observé en 2025. (Bloomberg Terminal, 2026)

Le scénario central, avec une valeur de 219,71 € par action, reste néanmoins nettement supérieur au cours de marché. Il suggère que le titre pourrait être sous-évalué si Trigano parvient à retrouver une génération de cash-flow plus normalisée, à stabiliser ses marges et à mieux maîtriser son besoin en fonds de roulement. Le scénario optimiste, avec une valeur de 292,09 € par action, illustre quant à lui le potentiel de revalorisation en cas de reprise plus rapide du marché et d'amélioration plus marquée de la rentabilité.

Cette conclusion doit toutefois être nuancée. Si plusieurs risques se matérialisaient simultanément, par exemple une hausse du WACC, une baisse durable des marges et une augmentation persistante du besoin en fonds de roulement, la valeur pourrait être significativement inférieure à l'estimation centrale. L'analyse de sensibilité ne valide donc pas définitivement la valeur de 219,71 € par action, mais elle montre que la thèse de sous-évaluation reste plausible dans le scénario central. Elle doit cependant être interprétée avec prudence, car le scénario pessimiste ne laisse presque aucune marge de sécurité par rapport au cours de marché observé.

5.3 Impact financier des risques ESG identifiés

L'analyse ESG de Trigano met essentiellement en évidence un risque de transition environnementale. Le groupe a renforcé son reporting extra-financier avec la publication d'un rapport de durabilité conforme à la CSRD, mais plusieurs incertitudes demeurent concernant la trajectoire de réduction des émissions. L'empreinte carbone de Trigano est estimée à 4,7 millions de tonnes de CO₂ équivalent, dont plus de 99 % proviennent du scope 3, principalement lié à l'utilisation des véhicules par les clients et à l'achat de matières premières. Cette exposition est importante, car elle concerne des émissions que l'entreprise ne contrôle qu'indirectement. (Trigano, 2025a)

L'enjeu principal, dans une perspective de valorisation, n'est donc pas seulement d'identifier ces risques ESG, mais de comprendre comment ils peuvent affecter les variables financières du modèle. Dans le cas de Trigano, les risques les plus matériels sont principalement des risques de transition plutôt que des risques physiques directs. Le groupe est particulièrement exposé aux évolutions réglementaires, technologiques et comportementales liées à la décarbonation de la mobilité. (Règlement (UE) 2023/851, 2023 ; Trigano, 2025a)

Tableau 18 : Principaux canaux d'impact financier des risques ESG sur la valorisation de Trigano

Dépendance aux véhicules thermiques	Risque de baisse de l'attractivité des camping-cars et vans thermiques si les normes environnementales, les restrictions de circulation ou le coût d'usage augmentent	Croissance du chiffre d'affaires plus faible à moyen/long terme
Scope 3 très élevé, principalement lié à l'utilisation des véhicules	Exposition indirecte importante aux émissions générées par les clients, alors que Trigano contrôle peu cette partie de la chaîne de valeur	Prime de risque plus élevée, WACC potentiellement plus élevé
Dépendance aux constructeurs de châssis pour la transition bas-carbone	Si les fournisseurs automobiles ne proposent pas assez vite des châssis électriques/hybrides performants, Trigano pourrait avoir du retard dans son offre	Perte de compétitivité, baisse des ventes futures, marge EBIT plus faible
Coût d'usage des véhicules diesel et fiscalité carbone	Hausse possible du coût d'utilisation des camping-cars thermiques avec le prix du carburant, la fiscalité carbone ou les systèmes de quotas carbone	Demande plus faible, croissance plus prudente dans les scénarios
Besoin d'investissements dans des véhicules plus sobres	Investissements supplémentaires en R&D, adaptation industrielle, partenariats technologiques ou nouveaux matériaux	CAPEX plus élevés, FCFF plus faibles

Source : synthèse personnelle à partir du rapport annuel Trigano 2025, de la réglementation européenne sur les émissions de CO₂ et de l'analyse stratégique présentée précédemment.

Ces risques peuvent affecter la valorisation de Trigano par plusieurs canaux. Premièrement, ils peuvent réduire la croissance future si certains véhicules thermiques deviennent moins attractifs pour les consommateurs ou davantage contraints par la réglementation. Deuxièmement, ils peuvent peser sur la marge EBIT si l'adaptation des gammes nécessite des composants plus coûteux, des dépenses de développement supplémentaires ou une réorganisation industrielle. Troisièmement, ils peuvent augmenter les CapEx si Trigano doit investir davantage dans l'innovation, l'efficacité énergétique ou les motorisations alternatives. Enfin, ils peuvent accroître le WACC si les investisseurs considèrent que le groupe présente un risque de transition supérieur à celui de ses concurrents.

Dans le modèle de valorisation, ces risques sont principalement intégrés à travers le scénario pessimiste présenté au point précédent. Ce scénario ne doit toutefois pas être interprété comme un scénario exclusivement ESG, mais comme un scénario combinant plusieurs facteurs défavorables : ralentissement de la demande, pression sur les

marges, besoin en fonds de roulement plus élevé et risques réglementaires liés à la transition environnementale. Dans ce cas, la valeur par action diminue à 153,92 €, contre 219,71 € dans le scénario central.

Un stress test simple permet également d'illustrer l'impact possible des risques ESG sur le taux d'actualisation. Si les risques de transition conduisaient les investisseurs à exiger une prime de risque plus élevée, le WACC pourrait augmenter. Dans le tableau de sensibilité, une hausse du WACC de 8,48 % à 9,00 %, avec une croissance terminale inchangée à 1,5 %, ferait passer la valeur par action de 219,71 € à 205,25 €. Cela représente une baisse d'environ 6,6 % de la valeur DCF centrale. Ce test montre que les risques ESG peuvent avoir un impact significatif sur la valorisation, même sans modifier directement les prévisions opérationnelles.

À ce stade, les risques ESG ne semblent pas suffisants pour invalider totalement la thèse d'investissement, mais ils réduisent la marge de sécurité et justifient une interprétation prudente du DCF central. Trigano dispose d'une structure financière solide, d'une position concurrentielle importante en Europe et d'une capacité industrielle qui pourrait lui permettre d'adapter progressivement son offre. Toutefois, l'absence d'un plan de transition complet sur le scope 3 limite encore la visibilité sur la trajectoire de long terme du groupe. (Trigano, 2025a)

En conclusion, les risques ESG représentent un facteur important dans la valorisation de Trigano, principalement à travers leur impact potentiel sur la croissance, les marges, les investissements futurs et le WACC. Ils ne modifient pas nécessairement la recommandation d'investissement à eux seuls, mais ils justifient une décote de prudence et renforcent l'importance de l'analyse de sensibilité. La capacité de Trigano à réduire progressivement son exposition aux véhicules thermiques, à dépendre de châssis bas-carbone disponibles et à clarifier sa trajectoire de transition constituera donc un élément clé pour préserver sa valeur à long terme.

5.4 Analyse du cours de bourse et du décalage avec les fondamentaux

Figure : Évolution du cours de Trigano SA sur cinq ans, 2021-2026



Source : Bloomberg Terminal, fonction GP, TRI FP Equity, données consultées le 22 mai 2026.

L'évolution du cours de Trigano entre 2021 et 2026 met en évidence une forte volatilité boursière. D'après Bloomberg Terminal, le titre atteint un plus haut de 191,80 € en 2021,

avant de tomber à 74,70 € le 23 septembre 2022. Cette baisse de plus de 60 % intervient alors même que les résultats comptables du groupe restent solides sur plusieurs exercices. Cela montre que le marché ne réagit pas uniquement aux performances historiques, mais surtout aux anticipations concernant les résultats futurs, la cyclicité du secteur et la visibilité de l'activité. (Bloomberg Terminal, 2026)

La forte baisse observée en 2021-2022 s'inscrit dans un contexte de pénuries d'approvisionnement, de tensions sur les semi-conducteurs et de perte de visibilité industrielle. Les news Bloomberg mentionnent notamment des avertissements sur l'impact des pénuries sur la production, ainsi que plusieurs séances de forte baisse accompagnées de volumes anormalement élevés. Le marché semble donc avoir progressivement intégré un risque de normalisation après le boom post-Covid, malgré des résultats encore favorables. (Bloomberg Terminal, 2026)

Un second épisode de volatilité apparaît en 2024. À cette période, les résultats de Trigano restent solides, mais Bloomberg souligne que la consommation de trésorerie et la normalisation attendue de l'activité ont pesé sur la réaction des investisseurs. Cette évolution est cohérente avec l'analyse financière du mémoire, qui montre que le besoin en fonds de roulement influence fortement la génération de free cash-flow. Ainsi, une rentabilité comptable élevée ne suffit pas nécessairement à soutenir le cours si la conversion en trésorerie est jugée moins favorable. (Bloomberg Terminal, 2026)

Enfin, la période fin 2025-début 2026 montre une amélioration de la perception du marché, avec des informations Bloomberg évoquant une rentabilité attendue en hausse et une progression du chiffre d'affaires au premier trimestre 2026. Toutefois, le titre reste sensible aux attentes des investisseurs, certaines bonnes publications pouvant malgré tout s'accompagner de mouvements négatifs. (Bloomberg Terminal, 2026)

Le décalage entre le cours de marché et les fondamentaux ressort également de la valorisation réalisée dans ce mémoire. Le cours retenu de 154,50 € au 19 mai 2026 est très proche du scénario pessimiste, estimé à 153,92 € par action, mais inférieur au multiple EV/EBITDA FY1 de 185,96 € et au DCF central de 219,71 €. Le marché semble donc valoriser Trigano avec prudence, en intégrant davantage un scénario de ralentissement qu'un retour progressif à une génération de cash-flow normalisée. (Bloomberg Terminal, 2026)

Ainsi, la volatilité de Trigano ne remet pas nécessairement en cause la qualité de ses fondamentaux. Elle traduit surtout la forte sensibilité du titre aux anticipations de cycle, aux contraintes d'approvisionnement, à la visibilité des marges, à la conversion des bénéfices en trésorerie et aux conditions de marché.

5.5 Réputation de Trigano

La réputation boursière de Trigano a été évaluée à l'aide de la méthodologie Stock Reputation® de LPE Research, qui analyse cinq critères : le comportement du cours, la qualité de l'actionnariat, la gouvernance, le focus social et environnemental, ainsi que la communication et la cohérence. Le détail du calcul est présenté en annexe 7. Sur cette base, Trigano obtient une note de 55/100, ce qui correspond à une réputation boursière moyenne.

Le principal point faible réside dans le comportement du cours, avec une note de 9/20, en raison de mouvements erratiques modérés et d'un écart significatif par rapport à la

moyenne mobile 200 jours. La qualité de l'actionnariat est également limitée par la faible présence d'investisseurs institutionnels dans le flottant et l'absence de données disponibles sur la fidélité des actionnaires. À l'inverse, Trigano bénéficie d'une gouvernance relativement structurée, soutenue par un actionnariat familial stable et une séparation claire entre le Directoire et le Conseil de surveillance. Le reporting social et environnemental s'est aussi amélioré avec la CSRD, même si l'impact environnemental des produits reste pénalisant en raison de leur dépendance aux motorisations thermiques. Enfin, la communication financière est claire et cohérente, mais reste limitée par l'absence de guidance chiffrée formelle.

Dans l'ensemble, cette réputation boursière moyenne ne justifie pas l'application d'une prime de réputation dans la valorisation. Elle invite plutôt à conserver une approche prudente, sans appliquer de décote majeure, mais en tenant compte de la volatilité du titre, de la concentration familiale de l'actionnariat et des incertitudes environnementales.

6. Conclusion

L'objectif de ce mémoire était de déterminer si l'action Trigano SA était sous-évaluée ou surévaluée par rapport à sa valeur intrinsèque, à partir d'une analyse fondamentale combinant analyse stratégique, analyse financière et valorisation. L'étude met en évidence une entreprise de qualité, solidement positionnée sur le marché européen des véhicules de loisirs, mais évoluant dans un secteur fortement cyclique et exposé à des transformations structurelles importantes.

L'analyse stratégique montre que Trigano dispose de plusieurs atouts importants : un portefeuille de marques étendu, une position concurrentielle forte en Europe, une capacité industrielle significative, une stratégie de croissance externe éprouvée et une structure financière prudente. Ces éléments soutiennent la capacité du groupe à traverser les phases de ralentissement du marché et à maintenir une certaine flexibilité stratégique. Toutefois, l'entreprise reste fortement dépendante du marché des camping-cars et caravanes, ce qui l'expose directement aux variations de la demande, aux conditions de financement des ménages et à la confiance des consommateurs.

L'analyse financière confirme cette double lecture. Entre 2021 et 2024, Trigano a bénéficié d'un environnement exceptionnellement favorable, avec une forte croissance du chiffre d'affaires, une amélioration des marges et une progression importante du résultat net. L'exercice 2025 marque néanmoins une normalisation du cycle, avec un recul du chiffre d'affaires, une contraction de la rentabilité et une sensibilité accrue du modèle économique au levier opérationnel. L'analyse du besoin en fonds de roulement montre également que la génération de trésorerie de Trigano peut fortement varier selon le niveau des stocks, des créances et du cycle d'exploitation. À l'inverse, la structure financière du groupe reste solide, avec une situation de trésorerie nette et une faible dépendance au financement externe, ce qui constitue un élément favorable pour l'actionnaire.

La valorisation par DCF donne une valeur centrale de 219,71 € par action, contre un cours de marché retenu de 154,50 € au 19 mai 2026. Cela implique un potentiel d'appréciation d'environ 42,21 %. Cette conclusion est partiellement confirmée par la méthode des comparables, puisque le multiple EV/EBITDA FY1 donne une valeur de 185,96 € par

action, également supérieure au cours de marché. En revanche, le multiple EV/Sales FY1 aboutit à une valeur plus faible, de 98,24 € par action, ce qui rappelle que la conclusion dépend fortement de la méthode retenue et des hypothèses de rentabilité future.

L'analyse de sensibilité et les scénarios alternatifs invitent toutefois à nuancer cette conclusion. Le scénario central et le scénario optimiste indiquent une valeur supérieure au cours de marché, avec une valeur de 219,71 € et 292,09 € par action respectivement. En revanche, le scénario pessimiste aboutit à une valeur de 153,92 € par action, soit un niveau quasiment équivalent au cours observé. Cela signifie que la marge de sécurité disparaît presque totalement si la reprise du marché est plus lente, si les marges restent sous pression ou si le besoin en fonds de roulement demeure élevé. La thèse d'investissement est donc favorable, mais elle n'est pas sans risque.

Les risques ESG invitent également à nuancer l'analyse, sans pour autant remettre directement en cause la thèse d'investissement. La forte exposition au scope 3, la dépendance aux motorisations thermiques, l'absence d'un plan de transition complet sur ce périmètre et la dépendance aux constructeurs automobiles pour l'électrification des châssis constituent des incertitudes importantes. Toutefois, ces risques concernent l'ensemble du secteur, et les principaux concurrents ne semblent pas disposer aujourd'hui d'une avance décisive en matière de transition environnementale. Dans ce contexte, Trigano pourrait conserver une position favorable si le groupe parvient à mobiliser sa solidité financière, sa génération de trésorerie et sa stratégie d'acquisitions pour accélérer son adaptation technologique.

Cette analyse présente néanmoins certaines limites méthodologiques. La valorisation par DCF dépend fortement des hypothèses retenues en matière de croissance, de marges, de besoin en fonds de roulement, de WACC et de croissance terminale. De même, la méthode des comparables reste imparfaite, car les entreprises retenues ne sont pas parfaitement similaires à Trigano en termes de taille, de rentabilité, de structure financière ou d'exposition géographique. Enfin, l'impact financier des risques ESG reste difficile à quantifier précisément, notamment en raison de l'incertitude entourant l'évolution future des réglementations, des technologies de motorisation et de la disponibilité des châssis électrifiés.

Enfin, l'analyse du cours de bourse montre que Trigano est une action fortement volatile. Les fortes baisses observées depuis 2021 ne traduisent pas nécessairement une détérioration durable des fondamentaux, mais plutôt une réaction du marché aux pénuries, à la baisse de visibilité industrielle, à la cyclicité du secteur et à la conversion parfois irrégulière des profits en flux de trésorerie.

En conclusion, l'action Trigano semble sous-évaluée dans le scénario central, ce qui justifie une recommandation d'achat et d'accumulation progressive pour un investisseur de long terme capable d'accepter la cyclicité du secteur et la volatilité du titre. Cette recommandation repose sur la solidité financière du groupe, sa position concurrentielle forte, sa capacité à générer des flux de trésorerie importants et son potentiel d'appréciation significatif. Elle doit néanmoins être accompagnée d'un suivi attentif de trois éléments clés : l'évolution du besoin en fonds de roulement, la capacité du groupe à maintenir ses marges dans un marché normalisé et la crédibilité de sa transition environnementale.

Annexes

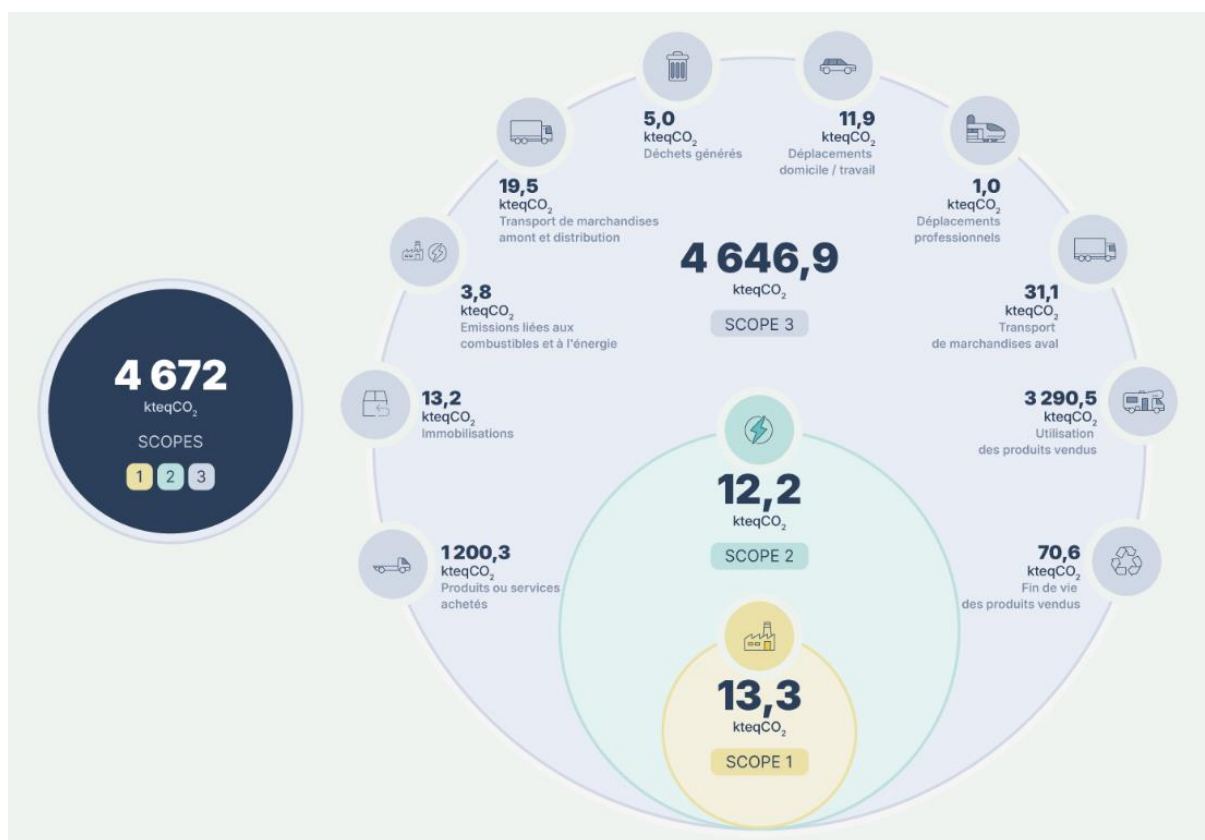
Annexe 1

Tableau A1 : Comparaison stratégique entre Trigano et ses principaux concurrents

Entreprise	Positionnement	Données clés	Risque / limite pour Trigano
Trigano	Leader européen des véhicules de loisirs	CA 2024/2025 : 3 660,2 M€ ; portefeuilles multi-marques ; réseau de distribution étendu	Forte dépendance au pôle camping-cars et caravanes ; transition électrique encore incertaine
Erwin Hymer Group	Concurrent européen direct, intégré au groupe Thor	44 445 véhicules vendus en 2024/2025 ; part de marché européen de 24,1 % ; leader européen des camper vans avec 25,4 %	Pression concurrentielle sur les vans aménagés et les segments innovants
Knaus Tabbert	Fabricant allemand de camping-cars, caravanes et vans	CA 2025 : 1 002,1 M€ ; EBITDA normalisé 2025 : 27,3 M€ ; acteur européen coté et comparable sectoriel proche	Concurrent direct sur le marché européen, mais taille inférieure à Trigano
Thor Industries	Grand groupe mondial du véhicule de loisirs	CA 2025 : 9,58 Md\$; propriétaire d'Erwin Hymer Group	Comparabilité limitée, car forte exposition nord-américaine

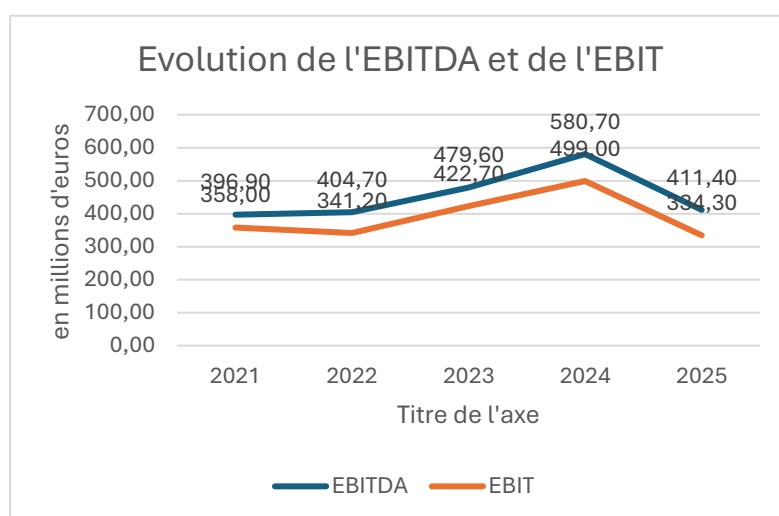
Annexe 2

Figure A1 : Répartition de l’empreinte carbone de Trigano par scope



Annexe 3

Figure A2 : Évolution de l’EBITDA et de l’EBIT de Trigano entre 2021 et 2025



Annexe 4

Tableau A2 : Données utilisées pour le calcul du WACC

Taux sans risque	3,19%
Bêta	1,191
Prime de risque marché	5,01%
Coût des fonds propres	9,16%
Credit Spread	0,89%
Coût de la dette pré-impôt	4,08%
Taux d'impôt	25%
Coût de la dette après impôt	3,06%
Valeur des fonds propres	2.980,31
Valeur de la dette brute	371,80
Poids des fonds propres	88,91%
Poids de la dette	11,09%
WACC	8,48%
g	1,50%

Annexe 5

Tableau A3 : Échantillon de sociétés comparables retenu pour la valorisation relative

Société	Pays	Activité
Trigano	France	Fabricant de véhicules de loisirs et équipements
LCI Industries	États-Unis	Fournisseur d'équipements pour véhicules de loisirs
Winnebago	États-Unis	Fabricant de camping-cars et véhicules de loisirs
Thor Industries	États-Unis	Fabricant de véhicules de loisirs
Knaus Tabbert	Allemagne	Fabricant de camping-cars, caravanes et vans aménagés

Annexe 6

Tableau A4 : Analyse de sensibilité de la valeur par action au WACC et au taux de croissance terminale

	g			
		1,00%	1,50%	2,00%
WACC	7,50%	239,11	254,07	271,75
	8,00%	222,70	235,29	249,97
	8,48%	208,94	219,71	232,14
	9,00%	196,05	205,25	215,76
	9,50%	185,08	193,05	202,08

Annexe 7

Tableau A5 : Grille d'évaluation de la Stock Reputation de Trigano

Critère	Données	Nombre de points
1. Comportement du cours de l'action		9/20
1.1 Mouvements erratiques du cours de l'action		
Probabilité de mouvements erratiques (> 3,5 % par rapport à SBF120)	26/764=3,4%	5,00
1.2 Écart du cours de l'action par rapport à sa tendance		
Écart-type par rapport à la moyenne mobile 200 jours	13,62%	4,00
2. Qualité de la structure actionnariale		5/10
2.1 Détention par de grands investisseurs institutionnels		
Proportion de grands investisseurs institutionnels (% du flottant)	6,25/41,9= 14,92%	5,00
2.2 Fidélité des actionnaires		
Proportion de fonds vendant leurs actions chaque trimestre	/	
3. Gouvernance et attention portée à la création de valeur actionnariale		8/15
3.1 Actionnaire de référence		
Type d'actionnaire de référence	Famille	2,00
3.2 Structure du conseil d'administration		

Membres du conseil étant des actionnaires importants	François Feuillet, Alice Cavalier Feuillet et Marie-Hélène Feuillet	2,00
Séparation des rôles de CEO et de président du conseil	Structure dualiste avec Directoire et Conseil de surveillance	2,00
Pourcentage d'administrateurs indépendants	Non	0
3.3 Focus du CEO		
Détention d'actions exprimée en nombre d'années de salaire	0,99	2,00
3.4 Intensité des relations investisseurs		
Nombre de jours par an consacrés par le CEO aux investisseurs	/	
Nombre de jours par an consacrés par le CFO aux investisseurs	/	
Nombre d'analystes couvrant l'entreprise	8	
4. Focus social et environnemental		11/20
4.1 Priorité et reporting de l'impact social		3,00
Priorisation formelle de l'impact social	Social/RSE intégré	2,00
Reporting des indicateurs de performance sociale	Reporting CSRD annuel	1,00
4.2 Impact des opérations et des produits sur les personnes		3,00
Impact des opérations sur les personnes	11 000 collaborateurs	2,00
Impact des produits/services sur les clients	Loisirs/bien-être, impact limité	1,00
4.3 Priorité et reporting de l'impact environnemental		4,00
Priorisation formelle de l'impact environnemental	Environnement intégré à la RSE	2,00
Reporting des indicateurs de performance environnementale	Reporting CSRD détaillé	2,00
4.4 Impact des opérations et des produits sur l'environnement		1,00
Impact des opérations sur l'environnement	Impact direct limité mais industriel	1,00
Impact des produits/services sur l'environnement	Produits encore thermiques	-
5. Communication et cohérence		14/20
5.1 Qualité de la communication		8,00
Communication sur le modèle économique	Activités bien expliquées	2,00
Communication sur la stratégie	Stratégie claire, objectifs limités	1,50

Communication sur l'allocation du capital	Acquisitions/dividendes expliqués	1,50
Communication sur les résultats et la performance	Reporting financier détaillé	2,00
Cohérence de la communication	Discours globalement cohérent	1,00
5.2 Cohérence		5,00
Cohérence stratégique	Croissance externe cohérente	2,00
Cohérence du reporting		2,00
Cohérence comptable	Pas de changement majeur identifié	1,00
5.3 Guidance		1,00
Atteinte de la guidance	Pas de guidance chiffrée formelle	1,00
6. Conclusion		47/85
Score converti sur 100		55/100

Bibliographie

- Aboutcamp BtoB. (2025, January 23). *European caravanning market shows resilience with strong growth figures*. Retrieved from <https://www.aboutcampbtob.eu/european-caravanning-market-shows-resilience-with-strong-growth-figures/>
- Banque centrale européenne. (s. d.). *Anticipations d'inflation et évaluation stratégique*. Consulté le 19 mai 2026, à l'adresse <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/html/inflation-expectations.fr.html>
- Bloomberg Terminal. (2026). *Données de marché, graphiques historiques, comparables et news relatifs à Trigano SA (TRI FP Equity)* [Database]. Données consultées le 19 et 22 mai 2026.
- Buffett, M., & Clark, D. (2009). *Warren Buffett et l'interprétation des états financiers : La recherche des entreprises qui possèdent un avantage compétitif durable*. Maxima Laurent du Mesnil.
- Chausson. (s. d.). *ElectriX série spéciale*. Consulté le 19 mai 2026, à l'adresse <https://www.chausson-camping-cars.fr/gammes/x550-x650/electrix-serie-speciale/>
- CIVD – German Caravaning Industry Association. (2025). *Over 220,000 new registrations: European caravanning market remains at a high level*. Retrieved from <https://www.civd.de/en/news/over-220000-new-registrations-european-caravanning-market-remains-at-a-high-level/>
- Council of the European Union. (2023, March 28). *Fit for 55: Council adopts regulation on CO₂ emissions for new cars and vans* [Press release]. Retrieved from <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/03/28/fit-for-55-council-adopts-regulation-on-co2-emissions-for-new-cars-and-vans/>
- Custom Market Insights. (s. d.). *Europe camping and caravanning market*. Consulté le 7 décembre 2025, à l'adresse <https://www.custommarketinsights.com/report/europe-camping-and-caravanning-market/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Hoboken, NJ: Wiley.
- Damodaran, A. (2026). *Country default spreads and risk premiums*. Stern School of Business, New York University. Consulté le 19 mai 2026, à l'adresse

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

- Dethleffs. (s. d.). *Dethleffs E.HOME camping-car*. Consulté le 19 mai 2026, à l'adresse <https://reiseziel-zukunft.dethleffs.de/fr/camping-car/>
- D'Hondt, C., & Platten, I. (2026a). *Le coût du capital : Le coût de la dette* [Présentation PowerPoint]. Louv9x, *Les principes de la finance*.
- D'Hondt, C., & Platten, I. (2026b). *Le coût du capital : Le coût des capitaux propres — estimation de la prime de risque du marché* [Présentation PowerPoint]. Louv9x, *Les principes de la finance*.
- D'Hondt, C., & Platten, I. (2026c). *Le coût du capital : Le coût des capitaux propres — estimation du taux sans risque* [Présentation PowerPoint]. Louv9x, *Les principes de la finance*.
- Erwin Hymer Group. (2024, September 26). *Record results for the Erwin Hymer Group* [Press release]. Retrieved from <https://www.erwinhymergroup.com/en/press/~p~3019340>
- Erwin Hymer Group. (2025, September 25). *Strong figures in a challenging market environment* [Press release]. Retrieved from <https://www.erwinhymergroup.com/en/press/~p~3601834>
- European Caravan Federation. (2025). *Statistics*. Retrieved from <https://www.e-c-f.com/exposee/statistics/>
- European Caravan Federation. (2026, February). *European caravanning market: Full year 2025* [PDF file]. Retrieved from https://www.e-c-f.com/wp-content/uploads/2026/02/EU_CY-2025.pdf
- European Commission. (s. d.). *ETS2: Buildings, road transport and additional sectors*. Consulté le 7 décembre 2025, à l'adresse https://climate.ec.europa.eu/eu-action/carbon-markets/ets2-buildings-road-transport-and-additional-sectors_en
- Fernández, P., García de la Garza, D., & Fernández Acín, L. (2025). *Survey: Market risk premium and risk-free rate used for 54 countries in 2025*. IESE Business School. Retrieved from <https://papers.ssrn.com>
- InFinance. (2025). *Trigano : résultats semestriels 2025 et perspectives de croissance*. Consulté à l'adresse <https://www.infinance.fr/actualites/actualites-trigano/actualite-trigano-resultats-semestriels-2025-et-perspectives-de-croissance-17902.htm>

- Invest Seekers. (s. d.). *Trigano: Driving growth in the leisure vehicle market*. Consulté le 7 décembre 2025, à l'adresse <https://www.investseekers.com/post/trigano-driving-growth-in-the-leisure-vehicle-market>
- Investing.com. (2025). *Trigano – Dividendes*. Consulté le 7 décembre 2025, à l'adresse <https://fr.investing.com/equities/trigano-dividends>
- Knaus Tabbert AG. (2025). *Annual report 2024* [Annual report, PDF file]. Retrieved from <https://www.knaustabbert.de/fileadmin/media/investor-relations/geschaeftsbericht/2024/Geschaeftsbericht-2024-EN.pdf>
- Knaus Tabbert AG. (2026). *Annual report 2025* [Annual report, PDF file]. Retrieved from <https://www.knaustabbert.de/fileadmin/media/investor-relations/geschaeftsbericht/2025/Geschaeftsbericht-2025-EN.pdf>
- Le Monde. (2025, August 31). *Vans, fourgons et camping-cars : toujours plus populaires*. Consulté à l'adresse https://www.lemonde.fr/economie/article/2025/08/31/vans-fourgons-et-camping-cars-toujours-plus-populaires-l-idee-c-est-de-partir-plus-souvent-de-dormir-n-importe-ou-pour-pas-cher_6637579_3234.html
- LPE Research. (2022). *Stock Reputation® measurement methodology: Editing version 2022* [PDF file]. Retrieved from http://www.lperesearch.com/uploads/4/6/8/5/46857505/stock_reputation%C2%AE_measurement_methodology_editing_version_2022_.pdf
- Mordor Intelligence. (2025a). *Europe recreational vehicle market*. Retrieved from <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/europe-recreational-vehicle-market>
- Mordor Intelligence. (2025b). *Europe recreational vehicle market: Companies*. Retrieved from <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/europe-recreational-vehicle-market/companies>
- Parlement européen. (2022, November 8). *Interdiction de l'UE sur la vente de voitures neuves à partir de 2035 expliquée*. Consulté le 7 décembre 2025, à l'adresse <https://www.europarl.europa.eu/topics/fr/article/20221019STO44572/interdiction-de-l-ue-sur-la-vente-de-voitures-neuves-a-partir-de-2035-expliquee>
- Règlement (UE) 2023/851 du Parlement européen et du Conseil du 19 avril 2023 modifiant le règlement (UE) 2019/631 en ce qui concerne le renforcement des normes de performance en matière d'émissions de CO₂ pour les voitures particulières neuves et les véhicules utilitaires légers neufs conformément à l'ambition climatique renforcée de l'Union. (2023). *Journal officiel de l'Union*

européenne, L 110, 5–12. Consulté à l'adresse <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R0851>

- RV-Pro. (2025, January 24). *Strong growth continues for European caravanning market*. Retrieved from <https://rv-pro.com/news/strong-growth-continues-for-european-caravanning-market/>
- Stellar Market Research. (2025). *Europe caravan and motorhome market*. Retrieved from <https://www.stellarmr.com/report/Europe-Caravan-and-Motorhome-Market/1317>
- Thor Industries. (2025). *Annual report 2025* [Annual report, PDF file]. Retrieved from https://s23.q4cdn.com/270606922/files/doc_financials/2025/ar/THOR-INDUSTRIES-INC-FY-2025-ANNUAL-REPORT.pdf
- Trigano. (2021). *Rapport annuel 2021* [Rapport annuel, fichier PDF]. Consulté à l'adresse <https://trigano-finance.com/download/5690/a24085ef16e22bd20ea91857709629d7/>
- Trigano. (2022). *Rapport annuel 2022* [Rapport annuel, fichier PDF]. Consulté à l'adresse <https://trigano-finance.com/download/5580/3f90b69a4f75fe1c85a7c9e41cedbac0/>
- Trigano. (2023). *Rapport annuel 2023* [Rapport annuel, fichier PDF]. Consulté à l'adresse <https://trigano-finance.com/download/8547/bc30e7040a60a44ec1390828d33ec9d4/>
- Trigano. (2024a). *Document de performance extra-financière* [Fichier PDF]. Consulté à l'adresse <https://trigano-finance.com/wp-content/uploads/2024/03/DPEF-FR.pdf>
- Trigano. (2024b). *Rapport annuel 2024* [Rapport annuel, fichier PDF]. Consulté à l'adresse <https://trigano-finance.com/download/15424/8b14ef2c2886e9ae49c0d30527a1462e/>
- Trigano. (2025a). *Rapport annuel 2025* [Rapport annuel, fichier PDF]. Consulté à l'adresse <https://trigano-finance.com/download/26810/ed3df1dc475753e1fb81b328c93ffa55/>
- Trigano. (2025b). *Profil du groupe*. Consulté à l'adresse <https://trigano.com/fr/le-groupe/profil/>
- Trigano. (2025c). *Engagements du groupe*. Consulté à l'adresse <https://trigano.com/fr/le-groupe/engagements/>

- Trigano. (2025d, November 26). *Résultats annuels 2024/2025* [Press release]. Consulté à l'adresse <https://www.webdisclosure.com/press-release/trigano-epa-tri-resultats-annuels-202425-QWFovajMt6l>
- Trigano Finance. (2025). *Activities*. Retrieved from <https://trigano-finance.com/en/the-group/activities/>
- Zonebourse. (s. d.). *Trigano SA : cours de bourse, données financières, actualités et notation ESG*. Consulté le 22 mai 2026, à l'adresse <https://www.zonebourse.com/cours/action/TRIGANO-4718/>

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

www.uclouvain.be/lsm