SHORT LIST

Bienvenue dans votre univers Small & Mid Caps

Portzamparc

JANVIER 2016

2 Entrées/Sorties

3 **Actia Group : De la croissance embarquée pour 2016 à bon prix**

4 **Esker* : Une croissance de 25% du CA et de 90% du Rex**

5 **Fleury Michon* : Sur un bon trend**

6 **Thermador Groupe* : Des croissances externes en renfort**

7 **Trigano* : Une dynamique commerciale toujours très favorable**

8 Calendrier des publications

9 Performances

10 Règles de fonctionnement

11 Avertissements

12 Contacts

* *Eligible PEA-PME*

Entrées / Sorties

(+)

Actia
Esker
Thermador
Trigano

		Cours au 05/01/2016
Actia	ATI	5,19
Esker	ALESK	31,00
Fleury Michon	FLE	63,56
Thermador	THEP	87,97
Trigano	TRI	61,81

(-)

Chargeurs – Acheter (1), dernier objectif 11,0€
Le titre ne présente pas de catalyseurs à court terme

GTT– Renforcer (2), dernier objectif 54,0€
Pas de newsflow en janvier après la confirmation des guidances annuelles, secteur sous pression

High Co – Conserver (3) vs Acheter (1), dernier objectif 8,9€
La forte hausse du titre nous pousse à plus de prudence à court-terme

Le Noble Age – Acheter (1), dernier objectif 28,0€
Pas de catalyseur identifié en janvier

ACTIA

De la croissance embarquée pour 2016 à bon prix

L'objectif de 400M€ de CA en 2016 est sécurisé

Le groupe tire profit de la montée en puissance, mois après mois, des livraisons de boitiers télématiques pour des constructeurs auto premium (Jaguar, Land Rover et Volvo Car) :

- Forte croissance en 2015 : CA 9 mois +10,1% et T4 attendu du même ordre pour une croissance annuelle de ~10%
- Effet embarqué du ramp-up des derniers mois qui sécurise l'objectif de 400M€ de CA en 2016 (scénario Portzamparc 410M€e +9%)
- Au-delà de 2016, le développement du groupe pourra s'appuyer sur le maintien de son expertise technologique (R&D ~15% du CA)

Un effet dollar progressivement absorbé

- Après un bon de 270bp en 2 ans, la MOP se tasse en 2015 (6,1%e -20bp) avec la hausse du $ qui impacte les achats de composants
- Problématique lorsqu'elle est rapide, comme au S1 2015, la hausse du $ est gérable lorsqu'elle est progressive comme actuellement
- Hausse des volumes, de la productivité et moindres baisses de prix négociées avec les clients devraient en effet permettre de compenser le renchérissement des composants, ce qui nous fait anticiper une hausse des marges en 2016 (6,5%e +40bp)

Une valorisation attractive alors que la visibilité sur l'activité est forte

- Une consolidation du titre à mettre à profit (-17% sur 6 mois)
- Un désendettement progressif qui réduit la prime de risque : DFN/EBITDA 5,3x en 2012, 2,5x en 2015e et 2,1x en 2016e

Objectif de cours : 8,1€/action vs cours actuel à 5,19€, Acheter (1).

Multiples de valorisation : PER15e 8x, VE/ROP15e 8,4x. *MD*

ESKER

Une croissance de 25% du CA et de 90% du Rex

Forte croissance T4 et sur 2015

- L'entrée en production de nombreux contrats Saas gagnés au T3 va soutenir la croissance en fin d'année
- Nous attendons un CA T4 de 15,2M€e (+32%) soit un CA 2015 de 57,6M€, en hausse de 25%, composé
    1. d'une croissance organique de près de 12% (12 à 14% visés par la société)
    2. de 4% venant des contributions des sociétés TermSync et CalvaEDI, intégrées en 2015
    3. d'un effet devises positif (impact sur le CA +8%) notamment dollar
- L'exercice 2016 devrait rester très dynamique (+12%e)

La croissance et les devises vont tirer les marges

- La rentabilité va bénéficier de la forte croissance sur un modèle de coûts essentiellement fixes et de l'impact positif des devises
- La marge opérationnelle, de 15,5% au S1 2015 (vs 9,5% au S1 2014) devrait encore progresser pour atteindre une mop annuelle de 18,7%e (+630bp) soit un Rex de 10,8M€e, en hausse de 90% par rapport à 2014
- Le partenariat avec Neopost sera aussi un levier sur les prochains semestres, la contribution (1,2M€ de marge brute) pourrait doubler entre 2014 et 2016.

Un profil toujours attractif

- Le modèle d'Esker conjugue croissance (+25% en 2015e, +12% en 2016e), rentabilité (mop 18,7% en 2015e, 21,3% en 2016e), récurrence (80%) et bilan solide (trésorerie nette >10M€),

Objectif de cours : 34,2€/action vs cours actuel à 31€, Renforcer (2).

Eligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PER16e 16,4x, VE/ROP16e 9,4x. */NRO*

FLEURY MICHON

Sur un bon trend

Des ventes en croissance

- une **croissance** de **+7,9%** sur 9 mois 2015 (100% organique)
- une **stratégie de marque propre** qui délivre en GMS France (87% CA) et bénéficie du soutien marketing des dernières années
- une **percée de la marque Fleury Michon** au Canada qui devrait être dupliquée aux USA (2017)
- malgré un effet de base moins favorable sur le T4, le groupe devrait pouvoir **délivrer près de +6,5% de croissance sur l'année**

Une bonne tenue de la rentabilité

- une **résistance des marges** malgré l'inflation des coûts d'approvisionnement sur le S2 et le soutien marketing/pub
- un **redressement de la filiale canadienne** de bon augure (-6M€ de ROP l'an passé, -3M€e cette année, équilibre visé en 2016)
- nous tablons sur une **MOP de 4,1% quasi stable** cette année

Une valorisation attractive

- à <12x en PE 2016, les ratios ne reflètent pas le **retour à une croissance plus normative** (> +5%) après 2 années d'accalmie

Objectif de cours : 70,0€/action vs cours actuel à 63,56€, Renforcer (2).

Eligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PER16e 11,8x, VE/ROP16e 7,6x. /RF

THERMADOR GROUPE

Des croissances externes en renfort

Activité attendue en croissance au T4

- Nous attendons un T4 de 53,4M€e (+16,3%, +0,4% à pc) sous l'effet :
    1. d'une montée en puissance du développement international du groupe (CA T4 Thermador International attendu à 4,5M€, en croissance de +17,6%) ;
    2. d'un effet de base favorable (T4 2014 45,9M€ -4,8%) ;
    3. d'une contribution de +7,3M€e des sociétés Mecafer et Nuair France consolidées depuis le 1er juillet 2015 ;
    4. malgré des conditions climatiques douces qui devraient impacter négativement la vente de matériel de chauffage.
- Les mesures visant à améliorer le marché de la construction en France (nouveau PTZ notamment) devraient avoir un effet bénéfique pour l'exercice en cours (pour rappel le groupe performe actuellement alors que le marché est difficile).

Vers une amélioration de la rentabilité

- Dans la lignée d'une progression attendue du CA 2015 de +7,9%e (+1,7%e à pc) à 221,8M€e, les résultats devraient s'améliorer (ROP 32,6M€e vs 31,1M€ n-1) avec 1/ une amélioration de la rentabilité de Thermador International, 2/ une contribution relutive de Mecafer et ce 3/ malgré les effets devises sur les achats et les investissements réalisés.

L'upside n'est pas encore entièrement consommé

- Bien que le cours soit à son plus haut historique et que la valorisation intègre désormais une partie du potentiel (PE16e 17,4x, VE/ROP16e 10,1x), la progression de l'activité et le rendement (~4%e) devraient constituer des catalyseurs pour le titre.

Objectif de cours : 97,5€/action vs cours actuel à 87,97€, Renforcer (2).

Eligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PER15e 18,8x, VE/ROP15e 10,7x. *TO*

TRIGANO Une dynamique commerciale toujours très favorable

Vers un nouvel exercice de croissance

- Dans la lignée du CA 2014/15 ressorti en croissance de +20,5%, le chiffre d'affaires du T1 est resté très dynamique avec une progression de +29,3%, +22,8% à pc.
- L'exercice 2015/16 devrait rester bien orienté sous l'effet 1/ d'un carnet de commandes à date excellent, 2/ d'une croissance attendue des immatriculations de +6 à 10% en camping-cars pour l'année civile 2016 selon l'ensemble des constructeurs européens et 3/ d'une poursuite de la stratégie visant à gagner des parts de marchés, notamment en Allemagne sur les segments d'entrée de gamme grâce à l'offre Rimor.

Maintien de la stratégie visant à améliorer la rentabilité

- La rentabilité devrait profiter :
    1. de la volonté du management d'améliorer la productivité des sites,
    2. de la réduction des pertes de certaines filiales qui restent déficitaires (Eura Mobil notamment).
- L'exercice devrait être marqué par une hausse des investissements (22M€e vs 16M€ n-1) dans différents sites industriels afin de répondre à la demande du marché.
- Le groupe reste en veille pour effectuer des croissances externes dans les domaines de la remorque (mieux margé) et des camping-cars, ce qui pourrait constituer un catalyseur supplémentaire pour le titre.

Objectif de cours : 71,9€/action vs cours actuel à 61,81€, Acheter (1).

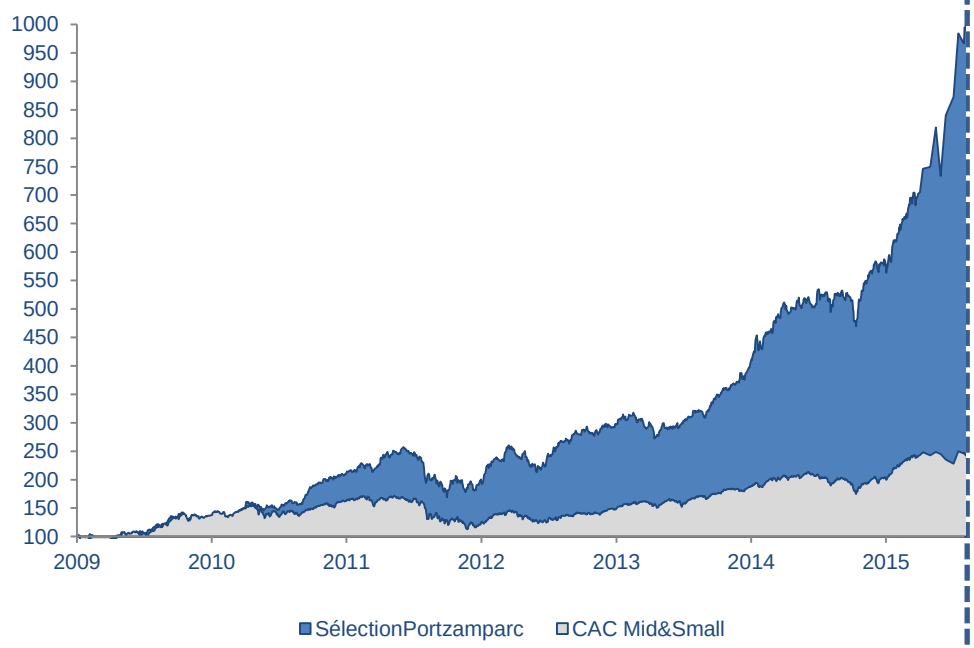
Eligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PER16e 16,9x, VE/ROP16e 10,8x. /TO

Calendrier des publications

ACTIA GROUP – CA T4 11/02/16
ESKER – CA 2015 19/01/16
FLEURY MICHON – CA T4 28/01/16
THERMADOR GROUPE – CA T4 15/01/16
TRIGANO – CA T2 22/03/16

Performances depuis janvier 2009

	Short List	CAC Mid&Small
Sélection Décembre 15	**+3,5%**	+0,1%
Depuis janv. 15	**+98,6%**	+18,81%
Depuis janv. 14	**+172,5%**	+25,18%
Depuis janv. 13	**+241,1%**	+55,17%
Depuis janv. 12	**+466,6%**	+87,9%
Depuis janv. 11	**+414,6%**	+49,05%
Depuis janv. 10	**+787,3%**	+73,53%
Depuis janv. 09	**+1019,2%**	+137,14%



Règles de fonctionnement

1	Les 5 valeurs sont sélectionnées sur la base de deux approches complémentaires : excellents fondamentaux et potentiel boursier court terme
2	Liquidité : flottant >10M€
3	La performance indiquée est calculée sur les cours de clôture de la veille de la publication. Elle est donnée à titre indicatif et ne correspond pas à une performance de gestion (cours moyen d'achat / vente des titres, frais de Bourse, coupon)
4	Pondération : 20% pour chaque valeur
5	Entrées/Sorties : tous les mois
6	Une sortie de la Short List ne constitue pas une dégradation de la valeur. Son évolution boursière à court terme est simplement jugée moins attractive que celle des 5 autres valeurs

Avertissements

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation) est accessible sur ***www.midcaps.portzamparc.fr/*** *(clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).*

A défaut de critères précis édictés par voie législative ou règlementaire, le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité ou pas des actions au PEA-PME sur la base de son interprétation de l'esprit de la Loi de Finance. Ce faisant, la responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où il commettrait une erreur d'appréciation.

	Intérêt personnel de l'analyste	Conflit d'intérêt Portzamparc/Emetteur	Intérêt financier Portzamparc/Emetteur	Contrat de liquidité	Service d'investissements	Autre conflit d'intérêt
Actia Group	NON	NON	NON	OUI	OUI	NON
Esker	NON	NON	NON	OUI	OUI	NON
Fleury Michon	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Thermador Groupe	NON	NON	NON	NON	OUI	NON
Trigano	NON	NON	NON	OUI	NON	NON

Contacts

Vente institutionnelle

François Bredoux, Responsable Vente Institutionnelle, 02 40 44 95 21, bredoux@portzamparc.fr

Henri Tasso, Vendeur institutionnel, 02 40 44 95 41, tasso@portzamparc.fr

Henrique Cristino, Vendeur institutionnel, 02 40 44 95 31, cristino@portzamparc.fr

Nitin Khednah, Vendeur institutionnel, 02 40 44 95 11, khednah@portzamparc.fr

Franck Jaunet, Responsable Négociation Sales Trading, 02 40 44 95 26, jaunet@portzamparc.fr

Reine Haslay, Analyste Risques & Performances, 02 40 44 95 40, haslay@portzamparc.fr

Arnaud Guérin, Responsable Analyse Financière, 02 40 44 94 42, guerin@portzamparc.fr

Nicolas Royot, CFA, Analyste Financier, 01 40 17 50 43, royot@portzamparc.fr

Romain Freismuth, CFA, Analyste Financier, 02 40 44 94 54, freismuth@portzamparc.fr

Maxence Dhoury, Analyste Financier, 02 40 44 94 12, dhoury@portzamparc.fr

Thomas Oillic, Analyste Financier, 02 40 44 94 52, oillic@portzamparc.fr