

SHORT LIST

Bienvenue dans votre univers Small & Mid Caps



B*CAPITAL
BNP PARIBAS



Portzamparc
GROUPE BNP PARIBAS

Juin 2019

2 *Entrées/Sorties*

3 **ALBIOMA*** – Encore des catalyseurs

4 **FONTAINE PAJOT*** – Un profil désormais value

5 **LDC** – De nombreux relais de croissance malgré un climat difficile

6 **LNA SANTE*** – La belle endormie

7 **WAVESTONE*** – Le verre à moitié plein

8 *Calendrier des publications*

9 *Performances*

10 *Règles de fonctionnement*

11 *Avertissements*

12 *Contacts*

** Eligible PEA-PME*

Prochaine publication le mercredi 10 juillet

Entrées / Sorties



FONTAINE PAJOT

		Cours de clôture au 04/06/2019
ALBIOMA	ABIO	21,95€
FONTAINE PAJOT	ALFPC	103,00€
LDC	LOUP	112,50€
LNA SANTE	LNA	44,40€
WAVESTONE	WAVE	25,15€



SOLUTIONS 30 - En l'absence de news flow fondamental à court-terme, le titre va rester dépendant de facteurs techniques difficilement prévisibles (évolution des short, rachats de dirigeants, etc.).

Un T1 de bonne qualité

- CA T1 de 115,9M€ +11%, +9% hors effet prix des combustibles tiré par 1/ la mise en service de Galion 2 et de Saint-Pierre (TAC) ; 2/ les hausses de primes fixes suite aux travaux IED ; 3/ de bonnes performances des centrales (82,1% de taux de disponibilité malgré les arrêts importants liés aux IED aux Antilles); 4/ l'intégration d'Eneco France (17 Mwc) dans le solaire.
- A noter également la bonne performance de Maurice (disponibilité 98%, production +28%) et une production satisfaisante au Brésil : le tout sur une période structurellement faible (intercampagne sucrière), les stocks et l'achat de bagasse ont permis à deux centrales de partiellement produire, pour un CA en hausse de 56% à 2,3M€.

Confirmation des objectifs annuels et de notre scénario

- Les objectifs 2019 (EBITDA 168 à 178M€, RNPG 38 à 44M€) sont confirmés après le T1.
- Notre scénario est inchangé. Nous attendons 175,2M€ d'EBITDA et 40,8M€ de RNPG en 2019, 199,7M€ d'EBITDA et 55,8M€ de RNPG en 2020.

Des catalyseurs potentiels dans les mois à venir

- M&A au Brésil: une opération visée tous les 12 à 18 mois. La dernière date de décembre 2017.
- Projets de conversion de centrales au 100% renouvelable. Ces projets pourraient s'accompagner d'une prolongation de la durée des contrats.

Objectif de cours : 24,8€/action vs cours de clôture au 04/06/19 à 21,95€, Acheter (1)

Multiples de valorisation : 2019 PER 17,1x, VE/EBITDA 8,9x

Un levier limité sur la saison, Dufour non contributif en marge...

- Le scénario annuel est confirmé en top line, la visibilité est excellente pour la saison 2019/2020 :
 - CA annuel PZP 191,5M€e (80M€ publié au S1, 103,4M€ en carnet à livrer sur le S2), +11,2% org.
 - Levier opérationnel sur le périmètre catamarans limité avec l'effort de recrutement (croissance similaire à celle de la top line) et des dépenses d'accompagnement, mais avec tout de même une bonne progression de la MOP (PZP +140bp à 14,8%e).
 - MOP quasi nulle attendue chez Dufour (PZP 0,5%e, -480bp) du fait d'éléments non cash et non récurrents.
 - Le groupe devrait retrouver une situation de cash net dès cet exercice (PZP 13,1M€e) et continuera à afficher une très bonne conversion de l'activité en cash (PZP FCF/EBITDA 66%e, 47% hors effet BFR) malgré un effort d'investissement soutenu cette année (CAPEX 10,7M€e).

...mais un nouveau profil value!

- La valorisation actuelle ne reflète pas 1/ le levier opérationnel post recrutements du périmètre Fontaine Pajot, 2/ les fruits à venir du plan NOVA chez Dufour, 3/ la fair value de la participation de Dream Yacht Charter et 4/ le potentiel passage à un takt d'un jour sur Aigrefeuille (vs 1,5j actuellement; non intégré dans notre valorisation).
- Le FCF yield affiché à fin d'année devrait porter le titre (PZP 11,5%e).

Objectif de cours : 163€/action vs cours de clôture au 04/06/19 à 103€, **Acheter (1)**

Multiples de valorisation : août-2019 PER 13,1x, VE/REX 8,4x

LDC De nombreux relais de croissance malgré un climat difficile

Solides fondamentaux et poursuite des opérations de croissance externe

- Marché de la volaille France relativement dynamique (+2,2%) porté par la RHD en France : grâce à son leadership, ses marques reconnues et son positionnement haut de gamme, le groupe gagne régulièrement des parts de marché.
- Forte croissance dans la volaille en Pologne grâce à une amélioration constante du mix produit, poursuite de l'internationalisation avec l'acquisition de la société Tranzit en Hongrie au business model intégré générant de fortes marges, d'autres opérations sont attendues à l'international grâce à l'importante trésorerie du groupe.

Un CA T1 attendu en hausse malgré l'impact du climat de consommation alimentaire en France

- Publication du CA T1 le 4 juillet : nous attendons des résultats contrastés mais toujours en croissance avec 1/ une résistance de l'activité en France suite à la bonne orientation dans les activités Amont (transition de l'offre vers les œufs de plein air) et des produits à destination des marchés industriels et de la restauration hors domicile qui devraient compenser l'impact du climat difficile de consommation alimentaire des activités GSM, 2/ une solide croissance de l'activité dans le pôle international portée par le dynamisme des filiales polonaise et hongroise, et 3/ une poursuite des gains de part de marché chez Marie.

Valorisation particulièrement attractive

- La baisse de 23% du titre depuis son plus haut d'avril 2018 (147€) fait ressortir des ratios de valorisation particulièrement attractifs et offre un bon point d'entrée pour participer au développement du groupe.

Objectif de cours : 150€/action vs cours de clôture au 04/06/19 à 112,5€, **Acheter (1)**

Multiples de valorisation : février-2020 VE/ROP 8,6x

Des fondamentaux toujours solides

- Sur les 7 440 lits du parc, 6 519 sont en régime de croisière, soit un taux de maturité de 88%. Le TO (taux d'occupation) moyen est de 98,1% au premier trimestre, un niveau extrêmement satisfaisant dans le secteur.
- Au T1, l'exploitation ressort supérieure à nos attentes et celles du consensus à 113,0M€ (PZP 110,6M€ / Consensus 110,8M€) avec une croissance de +7,1% (+4,8%e), globalement en ligne sur l'organique (+4,0% vs +3,6%e) mais avec une contribution plus soutenue des acquisitions principalement boostées par l'activité Moyen Séjour.
- A fin 2018, un bilan léger avec 61M€ de DFN pour la partie exploitation, soit environ 1,2x DFN/EBITDA grâce à la bonne génération de cash et à la faiblesse des investissements de développement.

Un newsflow positif dans les prochains mois ?

- La guidance 2019, prudente selon nous, reste confirmée (CA Exploitation > 460M€ à parc constant, soit +5,2% dont +3,5%org, marge d'EBITDA de 12%). La publication trimestrielle nous conforte dans l'idée qu'elle pourrait être relevée une fois de plus.
- L'enveloppe M&A mobilisable représente désormais 158M€ avec une trésorerie disponible supérieure à 122M€, 2019 pourrait donc marquer une accélération sur le front du M&A.
- Une faible progression du titre YTD : seulement +2% contre +15% et +13% pour Orpéa et Korian. Consécutivement à la chute du CAC M&S, le titre affiche un recul de 22,9% depuis son plus haut de septembre (57,60€), contre -13,8% pour l'indice M&S.

Objectif de cours : 63€/action vs cours de clôture au 04/06/19 à 44,4€, **Acheter (1)**

Multiples de valorisation : 2019 PER 17,8x, VE/ROP 14,6x

Un message pessimiste sur la dynamique de marché

- Discours négatif du management sur la prise de commandes depuis quelques mois.
- Le ralentissement, qui a d'abord affecté le secteur financier, n'est pas encore généralisé mais semble s'étendre:
→ Cela pèse sur le taux d'activité qui était seulement à 75% en 2018/19 (-2pts vs n-1)

Des ambitions pourtant intactes

- Le groupe souhaite recruter >600 personnes cette année malgré la baisse du turnover (18% YTD fin S2 vs 21% fin S1), signe qu'il a confiance dans sa capacité à traverser le ralentissement sectoriel.
- Carnet de commandes convenable à fin mars (3,6 mois, -0,1 vs n-1).
- Renforcement de la force commerciale.
- Efforts soutenus de diversification pour limiter la dépendance au secteur financier (acquisition Metis, partenariat Q_PERIOR...):
→ Alors que le titre souffre selon nous des inquiétudes sur les prises de commandes, la situation nous paraît loin d'être alarmante.

Des marges confortables

- L'objectif moyen-terme d'une MOC de 15% paraît largement à portée grâce à l'amélioration du rapport prix/salaires depuis l'acquisition de Kurt Salmon. Il ne manque plus qu'un taux d'activité normal, indicateur qui est le plus facile à redresser.
- A court-terme, nous attendons une MOC résistante cette année (-10bp à 14%) grâce à une nouvelle hausse des prix.

Objectif de cours : 33,1€/action vs cours de clôture au 04/06/19 à 25,15€, **Acheter (1)**

Multiples de valorisation : mars-2020 PER 15,0x, VE/ROP 9,4x

Calendrier des publications

ALBIOMA – Résultats T2 – 24 juillet

FONTAINE PAJOT – Résultats S1 – Juin

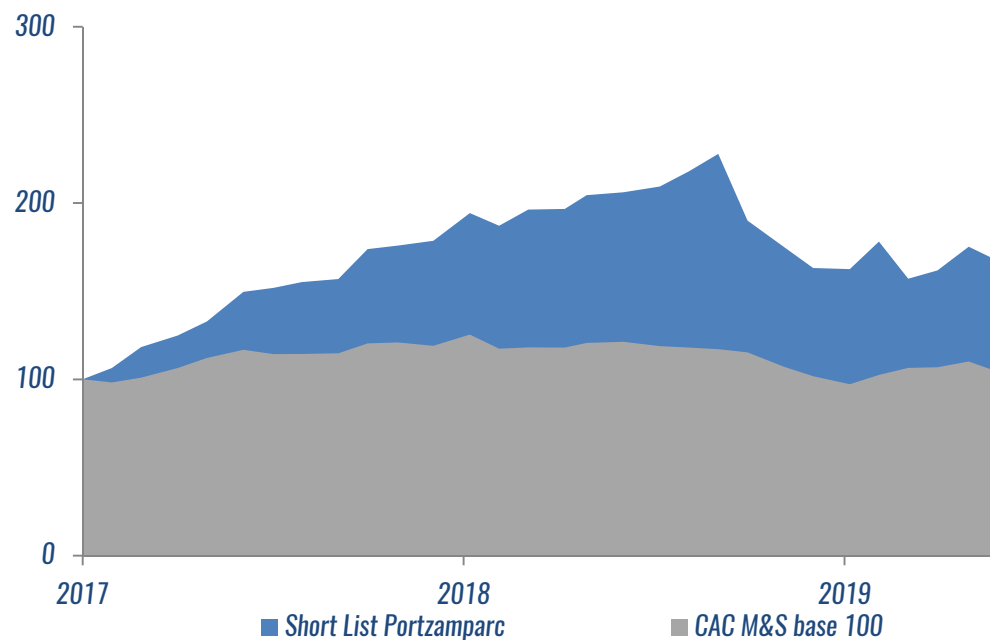
LDC – CA T2 – 4 juillet

LNA SANTE – CA T2 – 18 juillet

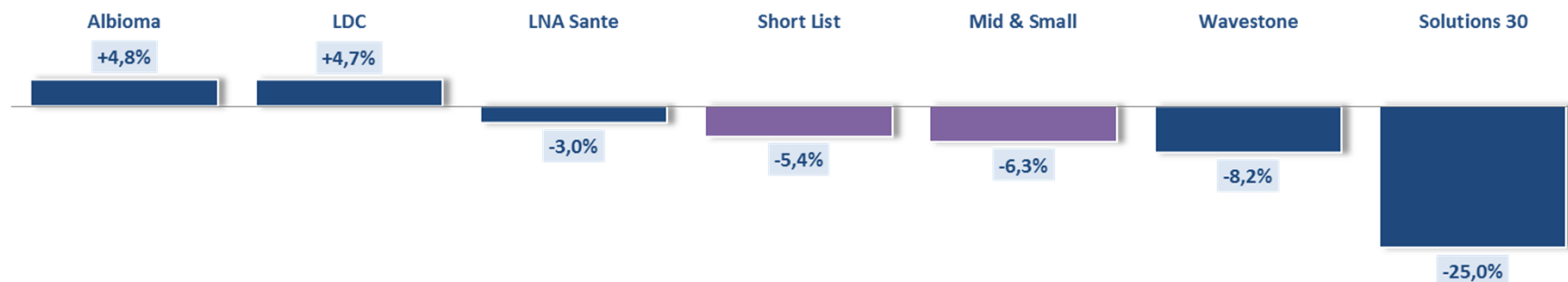
WAVESTONE – CA T1 – 24 juillet

Performances depuis janvier 2017

	Short List	CAC Mid&Small
Depuis le 02 mai. 2019	-5,4%	-6,3%
Depuis le 08 janv. 2019	2,0%	6,2%
Depuis le 09 janv. 2018	-14,6%	-17,7%
Depuis le 03 janv. 2017	65,8%	3,2%



Performances du mois précédent



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 >10 M€.

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).

Historique des recommandations sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf>

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes.

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Ce document a été diffusé pour la première fois le Mercredi 05 Juin 2019 à 8h30.

AVERTISSEMENT B*CAPITAL

Cette recommandation d'investissement diffusée par B*capital a été élaborée par Portzamparc.

Elle s'appuie sur des informations et des études de place considérées comme fiables à la date de leur diffusion. Il est important de noter qu'aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations. B*capital attire votre attention sur le fait que ces informations ne doivent pas être exploitées comme telles. Elles ne pourront en aucun cas engager la responsabilité de B*capital.

B*capital, ne garantit donc pas ces éléments et ces communications ne peuvent engager la responsabilité de B*capital. Les placements sur les instruments financiers sont susceptibles de variation à la hausse et à la baisse et présentent notamment un risque de marché, un risque de liquidité et un risque de perte en capital. B*capital vous rappelle que les performances passées, qui peuvent être exposées, ne préjugent pas des performances futures et elles ne sont pas constantes dans le temps. La présente recommandation est susceptible d'évolution ou d'invalidation à tout moment sans que B*capital n'ait à en informer le client au préalable.

Cette communication s'adresse à une clientèle autonome et avertie, disposant d'une bonne connaissance des marchés et outils boursiers, acceptant les aléas boursiers. Le Client est et reste le seul juge de l'opportunité des opérations qu'il pourra être amenées à conclure et doit apprécier ses choix d'investissement en fonction de sa situation financière, de son expérience et de ses objectifs en matière de placement ou de financement (et ce notamment du degré d'acceptation du risque de perte et durée d'investissement envisagée). B*capital rappelle que cette communication ne fait pas autorité ni ne peut se substituer au jugement propre des investisseurs et n'est pas censée être l'unique base d'évaluation des stratégies ou instruments financiers présentés.

Suite à la réglementation MAR (« Market Abuse Regulation ») B*capital rappelle que les données présentées sur ce document sont communiquées à titre purement informatif et ne constituent pas un « conseil en investissement », ne reprenant et ne tenant pas compte à ce titre de l'ensemble des éléments relatifs à la situation personnelle et individuelle.

B*capital privilégie les intérêts de ses clients, préserve l'intégrité des marchés et veille à garantir la confiance des investisseurs. Afin de prévenir toute situation de conflits d'intérêts pouvant intervenir pendant la production et / ou la diffusion de recommandations d'investissement, B*capital a implémenté un cadre adapté. Dans ce but, les outils suivants sont utilisés afin d'identifier et de gérer tout conflit d'intérêts potentiel qui pourrait affecter l'objectivité d'une recommandation :

- Des mesures organisationnelles efficaces : barrières à l'information adaptées, franchissement des barrières, gestion des informations matérielles non publiques (informations privilégiées),
- Des procédures opérationnelles relatives à la prévention, la détection et à la gestion des conflits d'intérêts.
- Les principes relatifs à la gestion des conflits d'intérêts à respecter lors de la production et de la diffusion des recommandations d'investissement de B*capital <https://www.b-capital.com/euroWebFr/servlets/embeddedSourcesServlet?contentType=pdf&contentExtId=frnps84087510&iframe=yes>
- La géographie du capital de BNPP : <https://invest.bnpparibas.com/geographie-du-capital>

B*capital est actionnaire majoritaire de Portzamparc. B*capital ne détient pas de participation pour compte propre et est détenue à 99.9% par BNP Paribas. La liste des sociétés cotées dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations ainsi que les informations juridiques et déontologiques sont accessibles sur le lien suivant : <https://wealthmanagement.bnpparibas.fr/conflict-of-interest.html>

Le présent rapport est confidentiel et reste la propriété de Portzamparc. Il n'est communiqué qu'à un nombre restreint de destinataires sélectionnés et ne peut être diffusé ou communiqué (en totalité ou en partie) sans l'autorisation préalable et écrite de Portzamparc ou B*capital.

Au regard de ce qui précède, par la présente, B*capital n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

B*capital est une entité régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).