



15 janvier 2019

Cours : 46,40€

Objectif : 60,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 14/01/2019

CA Annuel / Contact management

Source : FactSet Research

Marché	Euronext - Comp. B
ISIN / Mnémonique	FR0013333432 / THEP
Reuters / Bloomberg	THHG.PA / THEP.FP
Indice	CAC Small
Éligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	422,7
Flottant (%)	66,0%
Nbre de Titres (Mio)	9,110
Date de clôture	31-Déc

	17	18e	19e
PER	16,3	13,7	12,4
PCF	14,3	12,1	10,9
VE/CA	1,6	1,4	1,2
VE/ROP	11,5	9,9	9,0
PAN	2,3	2,1	1,9
Rendement	3,4%	3,7%	3,7%
Free Cash Flow Yield	5,0%	4,0%	4,8%
ROACE	14,4%	14,6%	15,0%

	2017	2018	2019
CA	271,6	311,2	356,6
CA précédent	271,6	315,6	329,9
var. n/n-1	17,4%	14,6%	14,6%
EBE	41,4	48,9	53,8
ROC	37,6	44,8	49,2
% CA	13,9%	14,4%	13,8%
ROP	37,6	44,8	49,2
% CA	13,9%	14,4%	13,8%
RN Pdg publié	26,2	30,9	34,0
% CA	9,7%	9,9%	9,5%

	2017	2018	2019
BNPA	2,88	3,40	3,73
BNPA précédent	2,88	3,44	3,70
var. n/n-1	25,7%	17,9%	9,9%
BNPA Cor	2,88	3,40	3,73
ANPA	20,8	22,5	24,5
Dividende net	1,70	1,73	1,79
Gearing	1,2%	11,1%	8,2%
DFN	2,2	22,7	18,3

Calendrier :

Résultats annuels le 21 Février

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
despre@portzamparc.fr

Contexte moins favorable et effet de base

Thermador annonce un CA T4 en croissance organique plus légère que sur les trimestres précédents, le contexte de la construction commençant à se faire ressentir chez PBtub notamment. L'effet de base était également compliqué (+13,7% au T4 n-1).

Décroissance marquée chez PBtub, Thermador International poursuit sa tendance

Publication en dessous de nos attentes pour cette fin d'année avec un CA T4 qui s'établit à 69,8M€ post IFRS 15 (PZP 74,1M€). Nous retenons en élément majeur la décroissance plus importante qu'anticipée chez Pbtup (-6,3% vs PZP -2,0%e) dans un marché de la construction qui reste mal orienté, avec un effet de prudence chez 2-3 clients importants qui ont eu tendance à déstocker sur la fin d'année. Ensuite, le groupe connaît un net ralentissement chez Jetly et Dipra (respectivement +3,8% et -0,8%) là où nous pensions que les conditions étaient réunies pour une poursuite de la croissance du T3 (PZP respectivement +12,0%e et +10,3%e) et ce après un bon mois d'octobre. En revanche, Thermador International poursuit sa dynamique avec une croissance de +8,7% alors que l'effet de base était compliqué (+17,6% au T4 n-1).

Avec un CA annuel qui s'établit à 311,2M€ post IFRS 15 (impact -4,0M€), la croissance s'établit à +16,1% en publié et +3,4% en organique. Nous révisons légèrement à la baisse nos attentes pour 2018. Le ROP est à présent attendu à 44,8M€ (vs 45,4M€ précédemment), et suite à l'opération Sanidom, nous projetons une DFN de 22,7M€.

Sanidom: Nouveau challenge pour 2019

Le management ne donne pas encore de guidance pour l'année 2019, mais précise 1/ que Aello et Axelair/Vortice devraient poursuivre leur nette croissance et 2/ qu'il faudra continuer à monitorer de près Mecafer, qui après la perte de référencement chez M.Bricolage (Mecafer CA 2018 -6,3% org. à 30,7M€), se voit à présent exposé à la politique "One Kingfisher" via la GSB Castorama (unification de la politique achats du groupe). Avec l'intégration de Sanidom, nous anticipons un CA 2019 de 356,5M€, en croissance de +14,6% en publié et +3,2% en organique avec en principales hypothèses : 1/ une dynamique de croissance flat pour Sanidom (PZP 35,5M€ de CA vs. 35,3M€ en 2017), 2/ une poursuite du développement de Thermador international (PZP +7,0%e), Aello (+20%e) et Axelair/Vortice (+30%e), et 3/ une activité flat pour PBtub et Mecafer/Domac. Niveau rentabilité, l'arrivée de Sanidom sera dilutive. Nous projetons une baisse de -60bp de la MOP à 13,8%e vs PZP 14,4%e pour 2018.

Une fin d'année compliquée mais qui ne remet pas en cause la bonne tendance de fond de bon nombre de filiales du groupe (Thermador International +13,9%, Sectoriel +9,6%...). Nous restons à l'Achat (1) avec un objectif revu à 60€ vs 62€ précédemment.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

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

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de la Société de Bourse Portzamparc sur une période de 12 mois.

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
09/04/2018 8:30	Arnaud Despre	68,50€	56,25€	Renforcer	Acheter

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

Société	Détail des conflits d'intérêts potentiels
Thermador Groupe	6,7

1. La Société de Bourse Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par la Société de Bourse Portzamparc;
3. La Société de Bourse Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. La Société de Bourse Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. La Société de Bourse Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. La Société de Bourse Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. La Société de Bourse Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

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