



22 février 2019

Cours : 48,40€

Objectif : 60,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 21/02/2019

Résultats annuels / 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€)	440,9
Flottant (%)	66,0%
Nbre de Titres (Mio)	9,110
Date de clôture	31-Déc

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

	2017	2018	2019e
CA	271,6	311,2	356,6
CA précédent	271,6	311,2	356,6
var. n/n-1	17,4%	14,6%	14,6%
EBE	41,4	48,1	53,3
ROC	37,6	44,0	48,7
% CA	13,9%	14,2%	13,7%
ROP	37,6	44,0	48,7
% CA	13,9%	14,2%	13,7%
RN Pdg publié	26,2	29,2	33,1
% CA	9,7%	9,4%	9,3%

	2017	2018	2019e
BNPA	2,88	3,20	3,64
BNPA précédent	2,88	3,40	3,73
var. n/n-1	25,7%	11,1%	13,6%
BNPA Cor	2,88	3,20	3,64
ANPA	20,8	22,5	25,6
Dividende net	1,70	1,74	1,75

	2017	2018	2019e
Gearing	1,2%	11,5%	6,1%
DFN	2,2	23,7	14,1

Calendrier :

CA T1 le 15 Avril

Arnaud Despre, Analyste Financier

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

Phase d'intégration passée avec succès

Thermador Groupe publie des résultats légèrement en dessous de nos attentes, qui étaient challenging. Cette bonne performance est le résultat d'une phase d'intégration passée avec succès et d'un effet change nettement favorable, et ce dans un contexte dégradé au S2.

L'international porte le ROP, Sodeco Valves profite d'un non récurrent

Publication d'un ROP légèrement en dessous de nos attentes (ROP 44,0M€ vs PZP 44,8M€e), marqué principalement par une dilution des marges plus importante que prévue chez le nouvel ensemble Sferaco/Valfit (17% CA, MCAI 17,3%, -264bp vs n-1; vs PZP 18,5%e). Nous retenons sinon 1/ le bond en avant de la rentabilité chez Sodeco Valves (7% CA, MCAI 10,1%, +671bp), marqué notamment par un bénéfice de cession de 0,5M€ (vente fonds de commerce Sodeco Sedin), 2/ le bon levier opérationnel de Thermador International (8% CA, MCAI 13,7%, +281bp) sous une bonne maîtrise des coûts et 3/ l'impact positif du change €/€ chez Mecafer Domac (10% CA, CA -1,9%, MCAI 9,0% +248bp). Sur ce dernier point, du fait d'achats opportunistes sur 2018, la hausse du dollar devrait être atténuée sur le début d'année 2019.

La marge nette pdg affiche toutefois un recul de -30bp à 9,4%. Pour rappel le groupe avait bénéficié en n-1 du remboursement de la taxe sur dividende pour un montant de 1,5M€. Corrigé de cet élément, la marge nette pdg serait en progression de +30bp. La DFN s'élève à 23,7M€, globalement en ligne avec nos estimations (PZP 22,7M€e).

Budget CAPEX en hausse, retour cash net en 2020

Les principales hypothèses de notre scénario 2019 tablent sur une poursuite de la croissance organique (PZP +3,2%e), une stabilisation des marges chez Jetly (15% CA, MCAI 19,2%e) et Sferaco/Valfit (17,5%e), un recul de la rentabilité chez PBtub (8% CA, -40bp à 8,2%e) dans un contexte encore nettement défavorable et un impact change défavorable chez Mecafer/Domac qui, malgré les achats opportunistes de 2018, devra roller le stock sur 2019. Le management évoque un budget CAPEX en hausse à 8,5M€ (vs 5,4M€ en 2018), nécessaire pour 1/ poursuivre la digitalisation de l'offre et 2/ l'adaptation des sites du groupe pour finaliser les intégrations des récentes acquisitions. Le groupe entamera tout de même un net désendettement sur l'exercice, nous projetons une DFN à 14,1M€e avant de repasser cash net en 2020 (PZP cash net 2,8M€e).

L'exercice était challenging pour Thermador avec l'intégration des 5 acquisitions de 2017. Le groupe passe cette étape avec succès et devra sur 2019 s'employer à poursuivre les synergies. Il faudra surveiller de près dans les prochains mois 1/ l'impact fx, 2/ la dynamique chez PBtub dans un contexte de net ralentissement de la construction et 3/ l'intégration de Sanidom. Nous confirmons notre opinion Acheter, Obj. 60€.

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>