

Résultat annuel 2018

THERMADOR ☺

Clôture 25/02/2019 :
49.2€

**Objectif : 57.5€ vs
53.3€**

PER 19e : 13.7x
PER 20e : 12.6x
PER 21e : 11.8x

Rdt 2018 : 3.5%
Dividende : 1.75€

2018 : une belle année mais une inflexion de la croissance au T4

Comme attendu, 2018 s'est traduit par une bonne tenue de l'activité mais une inflexion de la croissance au T4 (+1.5%pcc), en lien avec une modération du marché du bâtiment neuf en France. Sur l'année, le CA s'inscrit à 311.2M€ (+16.2% dont +3.4%pcc) avec : 1- un renforcement de la part export (17.5%CA), 2- une nouvelle diminution de la dépendance du groupe au cycle du bâtiment (38% du CA vs 45% en 2016) et une activité majoritairement orientée maintenance/rénovation, 3- un fort développement des activités nouvelles dont Aello(+25%) et Axelair/Vortice (+30%).

Le résultat opérationnel s'apprécie de 17% à 44M€, la MOP de 30pb à 14.2% avec le levier du redressement des marges des sociétés acquises en 2017 (Sodeco Valves, FG Inox, Domac) et de Thermador international. La génération de cash-flow est, contrairement à l'habitude, entièrement absorbée par des besoins en fonds de roulement exceptionnellement élevés, en lien avec le fort niveau d'activité et une hausse des achats d'anticipation. Le bilan reste pour autant solide avec un endettement net limité à 23M€ pour des FP de plus de 200M€. Le dividende est proposé à 1.75€/action après 1.7€ l'année dernière (ajusté de la division du titre par 2).

2019 : moins de certitudes sur l'environnement mais la résilience et le sérieux des équipes en caution

2019 s'annonce plus compliqué mais sans remettre en question le dynamisme des activités nouvelles (ventilation, matériels de piscine) ni la forte résilience de bon nombre des filiales du groupe (Sferaco, Thermador, Thermador International...). Y compris Sanidom spécialisée dans la vente de robinetterie sanitaire aux grandes surfaces de bricolage et intégrée au 1^{er} janvier, nous attendons un CA de 356M€ (+14.3% dont +3%pcc) pour un ROP de 48.5M€ (+10.2%) et une MOP de 13.6% (-50pb) diluée de Sanidom dont la marge opérationnelle (8.1%) est inférieure à la moyenne du groupe.

Le renforcement du canal grand public (24% du CA à fin 2019) est un choix assumé qui l'expose plus directement aux politiques des grandes surfaces de bricolage (déréférencement chez Mr Bricolage en 2018) mais permet en contre partie : 1- un meilleur équilibre entre canal professionnel, grand public et digital, 2- un plus large retour d'expérience clients, 3- une massification des achats. La bonne intégration des sociétés acquises depuis 2015 un argument supplémentaire plaidant en faveur du groupe Thermador.

Nous relevons notre objectif de cours de 53.3€ à 57.5€ (WACC 7.5%).

Méthodes de valorisation	Objectif	Prime/ Décote	Objectif	Potentiel
Comparables sur 2019-21e	53,9 €	0%	53,9 €	+10%
DCF avec un WACC de 7,5%	60,9 €	0%	60,9 €	+24%
Valorisation historique	45,6 €	0%	-	-7%
Gordon Shapiro	44,6 €	0%	-	-9%
Moyenne			57,4 €	+17%

Compte de Résultat (M€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'Affaires	220,2	231,4	271,6	311,2	355,8	366,5	377,5
EBITDA	34,2	35,2	41,5	48,1	53,2	55,4	57,8
EBIT	31,0	31,7	37,6	44,1	48,5	50,6	52,9
Résultat Financier	1,0	-0,4	0,1	-0,1	-0,7	-0,8	-0,5
RN part du Groupe	20,2	20,6	26,2	29,1	32,8	35,7	38,1
Bilan (M€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total actif immobilisé	71,9	72,4	101,0	111,9	134,8	135,5	136,1
dont GW	23,8	23,8	49,4	50,8	50,8	50,8	50,8
BFR	74,7	77,3	94,9	121,5	138,9	143,0	147,3
Fonds Propres totaux	162,4	173,2	189,7	203,5	220,3	239,2	259,8
Endettement Financier r	-20,8	-27,4	2,2	23,7	47,1	33,1	17,4
Financement (M€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CAF	22,8	24,1	30,1	32,6	37,4	40,4	43,0
CAPEX	4,6	4,6	2,5	5,5	5,5	5,5	5,5
CAF / CAPEX	4,9	5,2	12,2	6,0	6,8	7,4	7,8
Variation de BFR	5,5	2,6	17,6	26,5	17,4	4,2	4,3
Pay-Out	70,4%	69,8%	59,0%	54,7%	51,0%	49,3%	48,4%
FCF opérationnel	12,6	16,9	10,0	0,7	14,5	30,8	33,3
Ratios de structure	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
DN/FP	-13%	-16%	1%	12%	21%	14%	7%
DN/EBITDA	-0,6	-0,8	0,1	0,6	1,0	0,6	0,3
GW/FP	15%	14%	26,0%	25,0%	23,1%	21,2%	19,6%
M/EBIT	14,1%	13,7%	13,9%	14,2%	13,6%	13,8%	14,0%
Marge nette	9,2%	8,9%	9,7%	9,4%	9,2%	9,7%	10,1%
ROE	12,4%	11,9%	13,8%	14,3%	14,9%	14,9%	14,7%
ROCE	21,1%	21,2%	19,2%	18,9%	17,7%	18,2%	18,7%
Données par action (€) *	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BPA retraité	4,55	4,58	5,76	3,20	3,60	3,91	4,18
Dividende net	3,20	3,20	3,40	1,75	1,84	1,93	2,03
CAF / action	5,12	5,35	6,61	3,58	4,11	4,44	4,73
Actif net par action	36,6	38,5	41,6	22,3	24,2	26,3	28,5
Ratios boursiers	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cours moyen ou dernier	79,2 €	81,0 €	94,2 €	55,7 €	49,2 €	49,2 €	49,2 €
PER	17,4x	17,7x	16,4x	17,4x	13,7x	12,6x	11,8x
P / CAF	15,5	15,1	14,2	15,5	12,0	11,1	10,4
Rdt du FCF opérationnel	3,8%	5,0%	2,3%	0,1%	2,9%	6,4%	7,1%
P / AN	2,2x	2,1x	2,3x	2,5x	2,0x	1,9x	1,7x
VE / CA	1,5x	1,5x	1,6x	1,7x	1,4x	1,3x	1,2x
VE/ EBITDA	9,7x	9,6x	10,4x	11,0x	9,3x	8,7x	8,1x
VE/ EBIT	10,7x	10,6x	11,5x	12,1x	10,2x	9,5x	8,8x

CATHERINE VIAL

* Division du titre par 2 le 9 mai 2018

Source : Financière d'Uzès

** FCF opérationnel après BFR rapporté à la VE



Société	Opérations financières	Intérêt personnel de l'analyste	Communication préalable l'émetteur	Contrat de liquidité et/ou d'animation
Thermador	Non	Non	Non	Non

Avertissement : Entreprise d'investissement agréée par le CECEI (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement) et par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), la FINANCIERE D'UZES est également membre d'Euronext.

Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité. Par ailleurs, La FINANCIERE D'UZES est organisée de manière à assurer l'indépendance de l'analyste ainsi que la gestion et la prévention des éventuels conflits d'intérêt.