



20 juillet 16

Cours : 79,5€

Objectif : 93,0€

## RENFORCER (2)

Opinion inchangée

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

Roadshow société

<b>Marché</b>	<b>Euronext - Comp. B</b>
ISIN / Mnémonique	FR0000061111 / THEP
Reuters / Bloomberg	THHG.PA / THEP.FP
Indice	CAC Allshares
Éligibilité PEA-PME	Oui
<b>Capitalisation (M€)</b>	<b>343,6</b>
Flottant (%)	58,8%
Nbre de Titres (Mio)	4,324
Date de clôture	31-Déc

### Les croissances externes et les créations de filiales dopent la croissance au S1

A l'occasion d'un déjeuner investisseur, le management de Thermador Groupe est revenu sur les faits marquants de l'activité du premier semestre. Nous retiendrons que malgré l'environnement concurrentiel difficile, le groupe parvient à limiter la décroissance de ses activités et qu'il bénéficie des contributions des croissances externes et desancements de filiales pour présenter des niveaux de croissance intéressants en publié. Renforcer (2), objectif 93,0€ vs 97,5€ auparavant

### Croissance au S1 en publié, stabilité à périmètre constant

Le chiffre d'affaires S1 est ressorti à 124,4M€ en croissance de +12,7% en publié et stable à périmètre constant (-0,3%). Le T2 est ainsi ressorti à 64,6M€ +13,9%, +0,6% à pc, légèrement supérieur à notre attente de 59,9M€. Néanmoins, la bonne performance du T2 est en partie due aux 3 jours travaillés supplémentaires en Mai.

De ce premier semestre nous retiendrons 1/ les difficultés rencontrées chez PBtub (CA 12,7M€ -10,8%) du fait d'un environnement concurrentiel difficile (un acteur espagnol pratique notamment une politique tarifaire agressive), 2/ le retrait de l'activité chez Dipra (10,9M€ -7,5%) en lien avec la perte d'un client (déréférencement du rayon plomberie de Castorama), 3/ le premier semestre de décroissance chez Thermador International (la politique tarifaire a dû être réajustée après les hausses de prix passées en 2015 et la quête de volumes pratiquée par les concurrents), 4/ l'importante contribution de Mecafer et Nuair France (respectivement 6,5M€ et 2,0M€) et 5/ les progressions notables des filiales lancées récemment Axelair et Aello (respectivement 0,6M€ soit +96,1% et 0,8M€ pour une société lancée début 2016).

### Un environnement de marché qui devrait s'améliorer au S2

Thermador Groupe opérant pour une majeure partie sur les secteurs du Bâtiment (~47% en 2016 selon le management) et des Pompes Eau Froide (~24% en 2016 selon le management), nous pensons que l'amélioration actuelle des marchés de la construction devrait avoir un impact favorable au S2 (le groupe n'intervenant qu'en fin des processus de constructions). Nous tablons ainsi sur un T3 de 59,2M€e soit une légère croissance organique de 0,9% (pour rappel les croissances externes Mecafer et Nuair France avaient contribué au T3 2015) et un rebond de l'activité au T4 (54,0M€e +4,2%, +4,0% pc). Nous révisons ainsi notre scénario annuel à 237,6M€e en croissance de +7,9% vs +10,4%

	15	16e	17e
<b>PER</b>	<b>17,5</b>	<b>16,9</b>	<b>15,5</b>
PCF	15,4	14,2	13,5
VE/CA	1,5	1,4	1,3
VE/ROP	10,6	10,2	9,3
PAN	2,2	2,1	2,0
Rendement	4,0%	4,1%	4,2%
Free Cash Flow Yield	3,9%	3,0%	5,5%
ROACE	15,3%	14,4%	15,0%
<b>CA</b>	<b>220,2</b>	<b>237,6</b>	<b>248,0</b>
CA précédent	220,2	243,1	253,8
var. n/n-1	7,1%	7,9%	4,4%
EBE	34,6	36,6	38,9
ROC	31,0	32,8	35,6
ROP	31,0	32,8	35,6
% CA	14,1%	13,8%	14,4%
RN Pdg corrigé	20,0	20,7	22,6
% CA	9,1%	8,7%	9,1%
<b>BNPA</b>	<b>4,54</b>	<b>4,70</b>	<b>5,12</b>
BNPA précédent	4,54	5,00	5,24
var. n/n-1	0,3%	3,6%	8,8%
ANPA	36,8	38,3	40,2
Dividende net	3,22	3,31	3,60
<b>Fonds propres</b>	<b>162,3</b>	<b>168,9</b>	<b>177,0</b>
Gearing	-12,6%	-9,2%	-11,3%
DFN	-20,5	-15,5	-20,0

précédemment. Au S2, nous comprenons que des synergies commenceront à être activées chez Nuair France suite à l'intégration de cette structure au sein de Sectoriel et que des réflexions sur une plateforme internet seront menées avec l'arrivée d'un nouveau DSI.

Au niveau de la marge à attendre au S1, nous tablons sur un ROC de 16,8M€ en croissance de +5,2%, soit une MOC de 13,5% - 100bp. Les filiales récemment lancées ne sont pas encore break even et devraient ainsi impacter la marge du groupe ce qui nous amènent à réviser en baisse nos estimations de bpa de respectivement -6% en 2016 et -2% en 2017.

**En conclusion, malgré un environnement difficile le groupe parvient à préserver son activité et à contenir l'impact sur ses marges. Les bonnes nouvelles devraient arriver en fin d'exercice et 2017 devrait être dynamique.**

## 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/](http://www.midcaps.portzamparc.fr/) (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 changements de recommandations sur le titre depuis 12 mois

Pas de changement de recommandation sur les 12 derniers mois

## Questionnaire engagement de transparence sur les potentiels conflits d'intérêts

Intérêt personnel de l'analyste	Conflit d'intérêt Portzamparc/Emetteur	Intérêt financier Portzamparc/Emetteur	Contrat de liquidité	Service d'investissements	Autre conflit intérêt	Etude présentée à l'émetteur	Conclusions modifiées
NON	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	NON

Source : Portzamparc

---

**Nantes** : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

**Paris** : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - Tél 33 (0) 1 40 17 50 08