

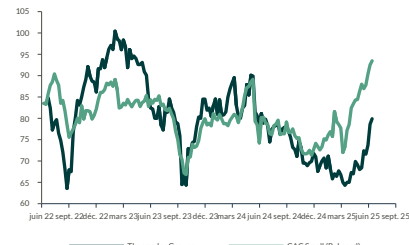
Thermador Groupe

Surperformance ↗ | Objectif : 93.0 € vs 80.0 € ↗
 Cours (11/07/2025) : 79.90 € | Potentiel : 16%

Révision 12/25e 12/26e
 BPA 0,7% 5,5%

CA S1 2025 en ligne avec les attentes, l'horizon devrait se dégager progressivement et du M&A relatif en plus. Surperformance vs Neutre

Date publication: 14/07/2025 07:40
 Date rédaction: 14/07/2025 07:08



Sources : ODDO BHF Securities, SIX

Données produit

THEP FP THHG.PA	
Capitalisation boursière (M€)	735
VE (M€)	675
Extrêmes 12 mois (€)	62,50 - 80,20
Flottant (%)	90,0

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	9,8	24,3	-0,2
Perf. rel. Indice Pays	10,6	10,5	-5,9
Perf. rel. CAC Small	4,1	-2,5	-15,7

Comptes	12/25e	12/26e	12/27e
CA (M€)	505	550	575
EBITDA (M€)	73,0	82,6	88,4
EBIT courant (M€)	61,4	70,1	75,0
RNpg (M€)	45,4	51,9	55,5
BPA (€)	4,69	5,36	5,74
DNA (€)	2,08	2,08	2,08

P/E (x)	17,0	14,9	13,9
P/B (x)	1,8	1,7	1,5
Rendement (%)	2,6	2,6	2,6
FCF yield (%)	6,6	5,2	6,7
VE/CA (x)	1,3	1,2	1,1
VE/EBITDA (x)	9,2	7,9	7,1
VE/EBIT courant (x)	11,0	9,4	8,3
Gearing (%)	-11	-14	-20
Dette nette/EBITDA (x)	-0,6	-0,8	-1,1

Next Events

29/07/2025	H1 Results
15/10/2025	Q3 Results

CA S1 2025 en baisse de 4.7% (-5.6% lfl) à 258.7 M€ (vs 260.5 M€e)

Thermador Groupe a publié vendredi soir un CA S1 proche de notre attente. Après un T1 en contraction de 8% (-8.8% lfl), le T2 affiche une baisse nettement plus modérée de 1.2% (-2.1% lfl) à 128.8 M€ (vs 130.6 M€e). Sur l'ensemble du semestre, le CA s'établit à 258.7 M€, en recul de 4.7% : volume -4.1%, prix -1.5% et périmètre +0.9% (Alto Metering).

CA S1 2025

En M€	Publié	Attendu	N-1	Var. N/N-1
CA T2	128.8	130.6	130.3	-1.2% (-2.1% lfl)
CA S1	258.7	260.5	271.5	-4.7% (-5.6% lfl)

Sources : ODDO BHF Securities, société

Une amorce de reprise et l'effet des acquisitions à venir en complément

Si le T2 ne marque pas encore de rebond, Thermador groupe semble avoir touché son point bas sur l'ensemble des marchés avec quelques signaux de reprise: i/ le logement neuf atteint son point bas (PB Tube/Thermacome -10% au S1) et pourrait repartir progressivement au S2 (mises en chantier stabilisées et permis de construire en reprise), ii/ l'industrie résiste bien (Syvco +3.9%, Sodeco +4.3%), avec la légère hausse des indices PMI en France et en Europe qui reviennent proches du niveau de 50 laissant présager une reprise progressive des projets d'investissement, iii/ la Rénovation énergétique montre des premiers signaux de reprise avec des projets qui repartent à la hausse chez Isocel (+17% au T2 grâce à la reprise des ventes de chauffe-eau solaires) laissant augurer des trimestres meilleurs pour la filiale Thermador (-2% au T2 après -19% au T1 : reprise progressive du marché des pompes à chaleur attendue au S2), iv/ le marché du bricolage reste encore pénalisé par la faiblesse de la consommation des ménages (Odreca -16% au T2) mais les filiales Mecafer (+5.6%, bonnes ventes de groupes électrogènes) et Aello (+17%, marché de la piscine qui reste solide) repartent de l'avant. Au-delà des chiffres, le discours du management semble plus positif avec le sentiment d'avoir touché le point bas et une amélioration progressive des volumes (juin meilleur que mai et avril). Hormis Jetly (pompes) qui semble encore dans le dur (marché de l'arrosage compliqué), l'ensemble des autres filiales devrait retrouver le chemin de la croissance au S2. En parallèle le management reste concentré sur la bonne gestion des marges avec en sus un effet positif de la baisse du dollar (35% des achats en dollar).

Surperformance (vs Neutre) - OC de 93 € (vs 80 €)

Nous intégrons dans nos estimations les acquisitions de C2AI (au 1^{er} juillet 2025) et Quilinox (par anticipation du closing qui devrait intervenir fin septembre). Nous laissons globalement inchangé notre scénario 2025 avec un CA de 505 M€ en hausse de 0.5% (-2% lfl) et un ROC de 61.4 M€ (MOC de 12.1%). En revanche nous relevons notre attente pour 2026 anticipant un rebond plus marqué (reprise des marchés du neuf et de la rénovation, effet de base très favorable dans l'arrosage et le bricolage et contribution des acquisitions : C2AI et Quilinox) : CA de 550 M€ (+8.9% dont +5.6% lfl) et ROC de 70 M€ (MOC de 12.7%) qui devrait bénéficier de la baisse du dollar. La mise à jour de notre modèle nous donne un OC de 93 € impliquant un multiple VE/EBIT 2026e de 11x (en ligne avec la moyenne historique). Nous repassons à Surperformance sur le titre (vs Neutre) pour jouer la reprise progressive au S2 et surtout une amélioration plus significative en 2026 avec des fondamentaux solides.

Jeremy Garnier (Analyste)
 +33 (0)4 72 68 27 11
 jeremy.garnier@oddo-bhf.com

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF SCA ou ses filiales et l'émetteur ont convenu de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur. ODDO BHF SCA et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Il s'agit d'un document non contractuel, strictement destiné à l'usage privé du destinataire et les informations fournies dans ce document proviennent de sources que nous estimons fiables, mais dont l'exactitude et l'exhaustivité ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre appréciation à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.



Thermador Groupe Distribution spécialisée France	Surperformance					Cours actuel 79.90 €		
	Upside	16,40%				OC 93,0 €		
DONNEES PAR ACTION (€)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
BPA corrigé	3,95	5,75	6,40	6,01	4,62	4,69	5,36	5,74
BPA publié	3,95	5,75	6,40	6,34	4,87	4,95	5,66	6,05
Croissance du BPA corrigé	11,2%	45,4%	11,3%	-6,1%	-23,1%	1,5%	14,2%	7,0%
BPA consensus								
Dividende par action	1,82	2,00	2,08	2,08	2,08	2,08	2,08	2,08
FCF to equity par action	3,14	1,78	1,56	5,31	7,68	5,31	4,16	5,37
Book value par action	26,37	30,27	34,66	39,00	41,63	44,56	48,13	52,09
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20
Nombre d'actions moyen dilué (M)	9,16	9,20	9,20	9,70	9,70	9,70	9,70	9,70
VALORISATION (M€)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Cours le plus haut (€)	66,2	104	104	100	90,9	80,2		
Cours le plus bas (€)	35,7	65,6	63,6	64,4	68,3	62,5		
(*) Cours de référence (€)	53,4	88,9	87,3	85,8	79,4	79,9	79,9	79,9
Capitalisation	492	818	803	789	730	735	735	735
Endettement net retraité	-0,9	0,9	30,5	3,5	-32,7	-44,6	-63,6	-93,7
Intérêts minoritaires réévalués	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières réévaluées	1,7	1,6	1,7	1,3	2,2	19,9	19,9	19,9
Provisions (y compris réserve)	4,5	3,9	3,5	3,9	4,2	4,2	4,2	4,2
VE	494	821	836	795	699	675	656	626
P/E (x)	13,5	15,5	13,6	14,3	17,2	17,0	14,9	13,9
P/CF (x)	11,5	13,6	11,9	11,4	13,1	12,8	11,4	10,6
Rendement	3,4%	2,2%	2,4%	2,4%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
FCF yield	5,9%	2,0%	1,8%	6,2%	9,7%	6,6%	5,2%	6,7%
PBV incl. GW (x)	2,03	2,94	2,52	2,20	1,91	1,79	1,66	1,53
PBV excl. GW (x)	2,64	3,68	3,35	2,82	2,43	2,25	2,04	1,85
VE/CA (x)	1,25	1,69	1,51	1,37	1,39	1,34	1,19	1,09
VE/EBITDA (x)	8,5	10,2	9,5	8,5	9,6	9,2	7,9	7,1
VE/EBIT courant (x)	9,6	11,2	10,5	9,8	11,6	11,0	9,4	8,3
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
CA	396	486	554	581	504	505	550	575
EBITDA ajusté	58	80	88	93	73	73	83	88
Dotations aux amortissements	-6,9	-7,2	-8,2	-12,2	-12,5	-11,7	-12,5	-13,4
EBIT courant	51	73	80	81	60	61	70	75
EBIT publié	51	73	80	81	60	61	70	75
Résultat financier	-0,4	-0,2	-0,5	-1,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Impôt sur les sociétés	-14,8	-20,1	-20,1	-21,4	-15,8	-16,0	-18,2	-19,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activités cédées ou en cours	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	-0,0	-0,0	-0,0
RNpg publié	36,2	53	59	58	44,8	45,4	52	55
RNCpg ajusté	36,2	53	59	58	44,8	45,4	52	55
BILAN (M€)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Survaleurs	56,3	56,3	79,0	79,0	82,3	82,3	82,3	82,3
Autres actifs incorporels	9,2	9,1	22,5	20,2	19,3	16,7	14,3	12,0
Immobilisations corporelles	64,1	70,5	74,0	72,2	68,8	69,1	69,1	68,5
BFR	118	150	182	197	183	182	199	208
Immobilisations financières	1,7	1,6	1,7	1,3	2,2	19,9	19,9	19,9
Capitaux propres pg	241	278	319	359	382	409	441	478
Capitaux propres minoritaires	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux propres	242	279	319	359	382	409	441	478
Provisions	8,7	8,0	10,5	10,6	10,8	10,8	10,8	10,8
Endettement net	-0,9	0,9	30,5	3,5	-32,7	-44,6	-63,6	-93,7
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
EBITDA	58,3	80,4	87,8	93,1	72,7	73,0	82,6	88,4
Var. BFR	-3,4	-31,6	-42,2	-13,0	18,8	1,1	-16,2	-9,2
Frais financiers & taxes	-15,2	-20,3	-20,7	-22,5	-15,4	-16,0	-18,2	-19,5
Autres flux opérationnels	-0,4	0,0	0,3	-1,1	-1,8	0,0	0,0	0,0
Operating Cash flow	39,2	28,5	25,2	56,4	74,3	58,2	48,1	59,7
Capex	-10,5	-12,1	-10,8	-7,6	-3,8	-9,5	-10,0	-10,5
Free cash-flow	28,7	16,4	14,3	48,8	70,5	48,7	38,2	49,2
Acquisitions / Cessions	-5,0	0,0	0,0	0,0	-4,9	-17,7	0,0	0,0
Dividendes	-16,4	-16,7	-18,4	-19,1	-19,1	-19,1	-19,1	-19,1
Var. Capitaux propres	2,9	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,1	-1,4	-1,6	-2,0	-2,5	0,0	0,0	0,0
Var. trésorerie nette	10,2	-1,8	-29,7	27,0	36,2	11,8	19,0	30,1
CROISSANCE MARGES RENTABILITÉ	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Croissance du CA publiée	7,2%	23,0%	13,8%	4,9%	-13,3%	0,2%	8,9%	4,6%
Croissance du CA organique	2,6%	21,2%	12,0%	-1,8%	-13,5%	-1,9%	5,6%	4,6%
Croissance de l'EBIT courant	7,5%	42,3%	8,7%	1,6%	-25,5%	1,9%	14,2%	7,0%
Croissance du BPA corrigé	11,2%	45,4%	11,3%	-6,1%	-23,1%	1,5%	14,2%	7,0%
Marge nette ajustée	9,1%	10,9%	10,6%	10,0%	8,9%	9,0%	9,4%	9,6%
Marge d'EBITDA	14,7%	16,5%	15,9%	16,0%	14,4%	14,5%	15,0%	15,4%
Marge d'EBIT courant	13,0%	15,0%	14,4%	13,9%	11,9%	12,1%	12,7%	13,0%
Capex / CA	-2,7%	-2,5%	-2,0%	-1,3%	-0,8%	-1,9%	-1,8%	-1,8%
BFR / CA	29,8%	30,8%	32,8%	33,8%	36,4%	36,1%	36,1%	36,1%
Taux d'IS apparent	29,1%	27,5%	25,5%	26,9%	26,1%	26,0%	26,0%	26,0%
Taux d'IS normatif	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	1,6	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4	1,5	1,6
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	16,0%	20,6%	18,6%	16,7%	12,5%	13,1%	14,7%	15,3%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	20,7%	26,1%	23,5%	21,4%	17,0%	17,0%	19,1%	19,7%
ROE	15,7%	20,3%	19,7%	17,2%	12,1%	11,5%	12,2%	12,1%
RATIOS D'ENDETTLEMENT	12/20	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Gearing	0%	0%	10%	1%	-9%	-11%	-20%	-20%
Dette nette / Capitalisation (x)	0,00	0,00	0,04	0,00	-0,04	-0,06	-0,09	-0,13
Dette nette / EBITDA (x)	-0,02	0,01	0,35	0,04	-0,45	-0,61	-0,77	-1,06
EBITDA / frais financiers nets (x)	148,7	363,6	160,8	84,0	-193,4	ns	ns	ns

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



• Méthode de valorisation

Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de ODDO BHF. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.

• Sensibilité du résultat de l'analyse/classification des risques :

Les avis exprimés dans ce document sont des avis basés sur une date particulière - la date indiquée en première page du présent document. La recommandation peut changer selon des événements inattendus susceptibles, par exemple d'avoir un impact tant sur la société étudiée dans le présent document que sur l'ensemble du secteur.

• Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Surperformance : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Sous-performance : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

• Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.

• L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site de la recherche: www.securities.oddobhf.com/#disclaimer.

Historique des changements des recommandations et des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

Date	Recomm.	Objectif (EUR)	Cours (EUR)	Analyste
03/03/25	Neutre	80.00	65.60	Jeremy Garnier
16/01/25	Neutre	82.00	70.00	Jeremy Garnier
12/07/24	Neutre	88.00	78.90	Jeremy Garnier
12/06/24	Neutre	90.00	87.90	Jeremy Garnier

Conformément à l'Article 20 du Règlement européen n° 596/2014 (Market Abuse Regulation) une liste de toutes les recommandations sur tout instrument financier ou tout émetteur qui ont été diffusées au cours des douze derniers mois est disponible en cliquant sur le lien suivant www.securities.oddobhf.com/#disclaimer.

Répartition des recommandations

		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(783)	51%	41%	8%
Contrats de liquidité	(120)	47%	46%	8%
Contrats de recherche	(75)	55%	40%	5%
Service de banque d'investissement	(47)	64%	32%	4%

Risque de conflits d'intérêts :

Services de banque d'investissement et/ou Distribution	Si oui, spécifier le nom de l'émetteur concerné
ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il intervenu au cours des douze derniers mois en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre publique portant sur des instruments financiers de l'émetteur et rendue publique ?	Non
ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur pour d'autres prestations de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour d'autres prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ?	Non
Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur	Si oui, spécifier le nom de l'émetteur concerné
ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont-ils convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur ?	Thermador Groupe
Contrat de liquidité et market-making	Si oui, spécifier le nom de l'émetteur concerné
A la date de la diffusion de ce rapport ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées agit-il en tant que teneur de marché ou a-t-il conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ?	Non
Prise de participation	Si oui, spécifier le nom de l'émetteur concerné
ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. détient-il 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur ?	Non
Une ou plusieurs sociétés affiliées de ODDO BHF SCA autres que ABN AMRO – ODDO BHF B.V peuvent à certaines occasions détenir 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur.	Non
ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. détient-il une position longue ou courte nette de plus de 05% de la totalité du capital émis de l'émetteur ?	Non
L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de ODDO BHF SCA ou de sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V ?	Non
Disclosure lié à la publication	



Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ? Non

Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur? Non

Autres conflits d'intérêts

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il au courant de conflits d'intérêts supplémentaires ? Non

Conflits d'intérêts personnels

Les personnes en charge de la rédaction de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière? Non

Les personnes en charge de la rédaction du présent document ont-elles perçues une rémunération directement liée à des opérations de service d'entreprise d'investissement ou à un autre type d'opération qu'elles réalisent ou aux frais de négociation qu'elles ou toute personne morale faisant partie du même groupe reçoit? Non

Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la recherche de ODDO BHF: www.securities.oddo-bhf.com/#disclaimer.



Disclaimer :

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par le département Corporates & Markets de ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA; Louis paul ROGER, Président (louis-paul.roger@oddo-bhf.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 646-286-2137.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le [site de la recherche](#) de Oddo BHF.