

Cours : 79,10€ 8 Juillet 2025

Objectif : 93,50€

ACHETER (1)

Mécanique huilée dans un marché sous pression

Action de fonds de portefeuille par excellence entre 2010 et 2020, le titre Thermador affiche depuis mi-2024 une sous performance continue et peu habituelle vs indices de référence. Selon nous, ce phénomène traduit moins une remise en cause des fondamentaux qui ont fait et feront le succès du groupe qu'un re-pricing opérationnel ponctuel/conjoncturel en lien avec la décroissance org. récente sur les pôles chauffage/PAC, les effets prix négatifs sous la pression concurrentielle sur certains segments, et l'attentisme des grands comptes sur la distribution GSB (phénomène de déstockage). Nous considérons que les drivers LT de Thermador Groupe restent intacts, et que le momentum CT/MT devrait repasser positif dans les prochaines semaines.

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0013333432 / THEP
Reuters / Bloomberg THHG.PA / THEP FP
Indice CAC Small
Analyse payée partiellement par l'émetteur
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) 727,7
Flottant (%) 74,4%
Nbre de Titres (Mio) 9,200
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Dirigeants, Admin, Person 9,7%
Norman Rentrop 9,0%
CM-CIC 6,8%
Autocontrôle 0,3%

	24	25e	26e
PER	18,0	15,8	13,9
PCF	13,8	12,7	11,3
VE/CA	1,4	1,3	1,2
VE/ROP	11,6	10,7	8,9
PAN	1,9	1,8	1,6
Rendement	2,6%	2,6%	2,7%
Free Cash Flow Yield	9,3%	8,1%	7,7%
ROACE	12,1%	12,9%	14,8%

CA	503,9	511,5	543,5
CA précédent	503,9	505,6	531,2
var. n/n-1	-13,3%	1,5%	6,2%
EBE	74,2	73,6	82,6
ROC	60,2	62,3	70,9
% CA	11,9%	12,2%	13,1%
ROP	60,2	62,3	70,9
% CA	11,9%	12,2%	13,1%
RN Pdg publié	44,8	46,1	52,5
% CA	8,9%	9,0%	9,7%

BNPA	4,88	5,01	5,71
BNPA précédent	4,88	4,94	5,65
var. n/n-1	-23,0%	2,6%	13,9%
BNPA Cor	4,41	5,01	5,71
ANPA	41,7	44,5	48,1
Dividende net	2,08	2,15	2,28
DFN	-29,2	-60,1	-96,1

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)1 87 74 18 80
arnaud.despre@bnpparibas.com

Prêt à redémarrer

Les signaux positifs existent et nous estimons, aidée par les effets de base, que la publication prochaine du CA T2 devrait être proche de la stabilité vs n-1 et matérialiser un début de rattrapage pour le titre.

Depuis janvier, les données de transaction dans l'ancien montrent une stabilisation et même les premiers signes d'une reprise progressive. Certains organismes (Foncia notamment) évoquent même un rythme de reprise 2025 d'environ +5% sur l'année (+4% vs fin 2024, et +8% en comparant au rythme du T1 2024). D'autres estiment que le volume de 850 000 transactions est atteignable en 2025 avant une franche accélération en 2026 (>10% ; source Xerfi).

La pause MaPrimeRenov' (rénovation énergétique env. 13% du CA groupe) sur les rénovations d'ampleur s'inscrit dans une logique de refonte et de recentrage du dispositif durant les 3 prochains mois, visant à simplifier les démarches, clarifier les critères, et améliorer l'efficacité du dispositif. Les nouveaux contours du dispositif devraient ainsi fluidifier, simplifier l'ensemble des process et progressivement relancer une partie des marchés pour Thermador.

Un quasi sans faute sur l'opérationnel et la gestion financière

Malgré la nette contraction d'activité et de marge en 2024, le ROCE excl. goodwill fut tout de même maintenu à un bon niveau de 17,3% ce qui contraste nettement avec la sous performance du titre et la contraction du P/B. Nous estimons que le marché a surréagi à un exercice 2024 d'ajustement dans un contexte peu visible, mais où Thermador a su conserver un bilan sain et solide (cash net 29,2M€ fin 2024, PZ 60,2M€ fin 2025 excl. Quilinox), une excellente dynamique de cash-flow (CFO 2024 71,7M€, PZP 68,8M€ en 2025) et relancer des opérations M&A dans des conditions qui semblent favorables à la création de valeur pour ses actionnaires.

Notre valorisation se base sur un scénario que nous jugeons prudent, notamment sur les rythmes de reprise des filiales principalement évoquées dans cette étude. Nous relevons notre obj. à 93,5€ vs 84,5€ préc. (DCF, Taux de croissance 2,0%, WACC 9,6%)

Table des matières

SWOT	3
1. Une sous performance peu habituelle	4
2. L'efficience des dispositifs publics sera clé.....	6
2.1. Circuits de fluides du bâtiment : >65% de la contraction CA 2024.....	6
2.2. Reprise des transactions dans l'ancien : impact dès le S2 2025.....	7
2.3. MaPrimeRénov', ANAH : Un succès en attente de redémarrage.....	8
2.4. CAP 2030/50, décret tertiaire... les leviers LT restent intacts pour Thermador.....	11
3. Une mécanique parfaitement huilée	14
3.1. Décentralisation & autonomie.....	14
3.2. Force vs concurrents : expertise et flexibilité.....	14
3.3. Génération de cash et structure financière optimales.....	15
3.4. Reprise M&A, mais DPI peu reluisant à date.....	17
4. Scénario et Valorisation : 93,5€ / action.....	20
4.1. Estimations PZP horizon 2027 (incl. C2AI, excl. Quilinox).....	20
4.2. Valorisation : DCF - 93,5€ / action	21

SWOT

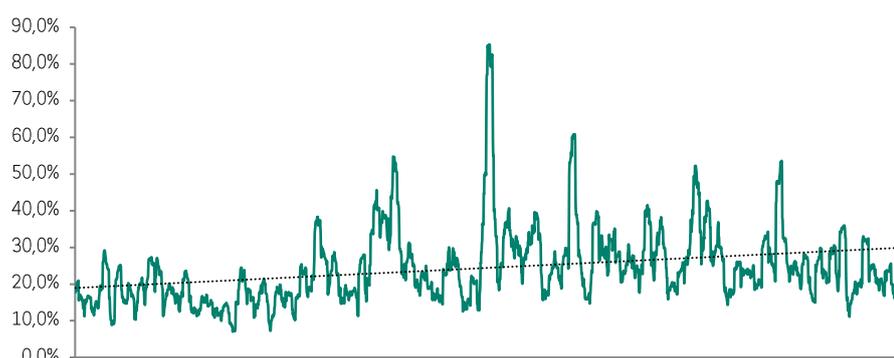
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">▪ Position de leader sur des niches techniques du bâtiment et de l'industrie▪ Portefeuille de marques et filiales complémentaires▪ Qualité de service, logistique performante, gestion des stocks▪ Structure financière saine, position cash net▪ Culture d'entreprise forte, management stable	<ul style="list-style-type: none">▪ Forte dépendance au marché français et à la conjoncture du bâtiment▪ Marges sensibles à la pression concurrentielle sur certains segments
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none">▪ Développement sur les marchés de la rénovation énergétique▪ Croissance externe ciblée en France et à l'International▪ Digitalisation de l'offre et des services (e-commerce B2B)▪ Innovations produits (solutions connectées, économies d'eau/énergie)	<ul style="list-style-type: none">▪ Ralentissement prolongé du secteur du bâtiment▪ Hausse des coûts d'approvisionnement et pression sur les prix▪ Risques réglementaires (normes environnementales, fiscalité...)

1. Une sous performance peu habituelle

Action de fonds de portefeuille par excellence entre 2010 et 2020, le titre Thermador affiche depuis 2020 un niveau de risque sensiblement supérieur et depuis mi-2024 une sous performance continue et peu habituelle vs indices de référence.

La volatilité 1 mois annualisée est actuellement de 22,8% mais a régulièrement atteint des niveaux plus extrêmes à >50% au cours de l'année 2022 et 2023. La moyenne sur l'année 2024 est de 24,1%, et c'est à comparer à des niveaux de 17,5% et 17,2% sur les années 2015 et 2016 respectivement.

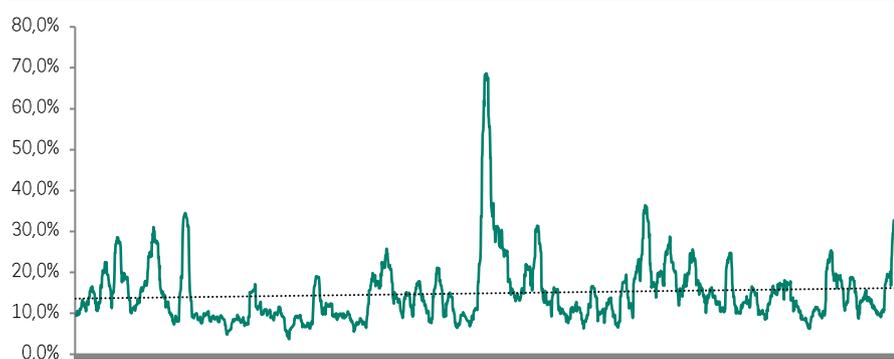
Volatilité 1 mois annualisée Thermador (2015-2025)



Source : Factset, Portzamparc

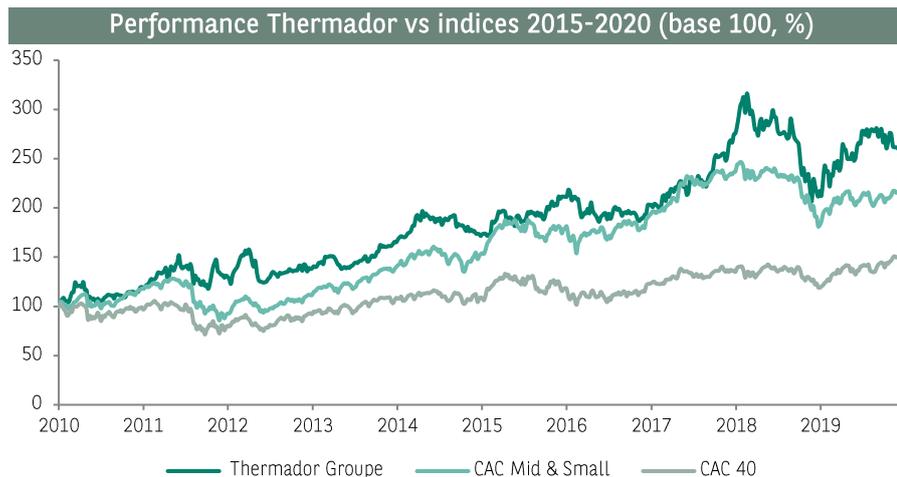
En parallèle, l'indice CAC Mid&Small affiche une relative stabilité de ses niveaux de risque. La volatilité 1 mois annualisée est aujourd'hui similaire à celle d'il y a 10 ans, et ce malgré l'instabilité macro-économique/politique que nous connaissons actuellement.

Volatilité 1 mois annualisée CAC Mid&Small (2015-2025)



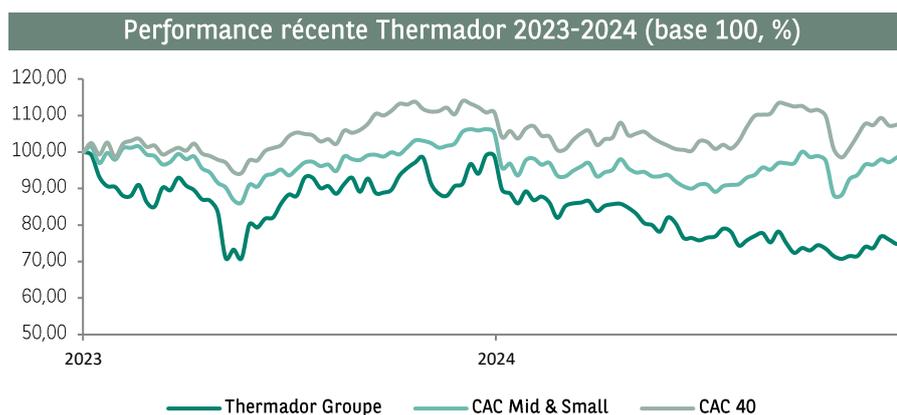
Source : Factset, Portzamparc

D'un point de vue performance, l'action a continuellement affiché une surperformance entre 2010 et 2020, avec une progression moyenne annualisée de +9,9% sur la période, +170bp vs CAC Mid&Small et +570bp vs CAC 40. Du fait d'une politique de retour à l'actionnaire généreuse (pay-out moyen de 61,5% sur la période), l'écart en total return est nettement plus significatif : +350bp vs CAC Mid&Small et +650bp vs CAC 40.



Source: Factset

Toutefois, depuis 2 ans, le titre affiche une sous performance peu habituelle avec un total return annualisé de -8,1% vs +3,0% pour le CAC Mid&Small et +7,3% pour le CAC 40.



Source: Factset

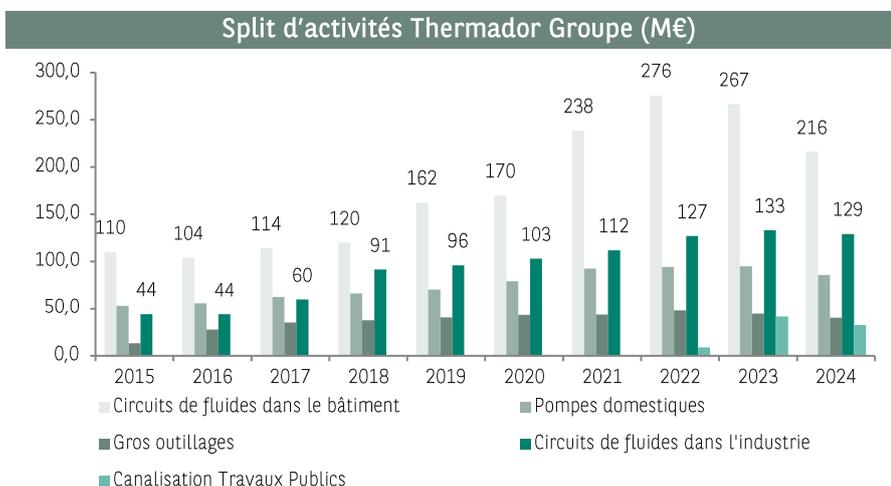
Selon nous, ce phénomène traduit moins une remise en cause des fondamentaux qui ont fait et feront le succès du groupe qu'un re-pricing opérationnel ponctuel/conjoncturel en lien avec la décroissance organique récente sur les pôles chauffage/PAC, les effets prix négatifs sous la pression concurrentielle sur certains segments, et l'attentisme des grands comptes sur la distribution GSB (phénomène de déstockage). Mais les signaux positifs existent et nous estimons, aidée par les effets de base, que la publication prochaine du CA T2 devrait marquer la fin de la décroissance organique et matérialiser un début de rattrapage pour le titre.

2. L'efficacité des dispositifs publics sera clé

2.1. Circuits de fluides du bâtiment : >65% de la contraction CA 2024

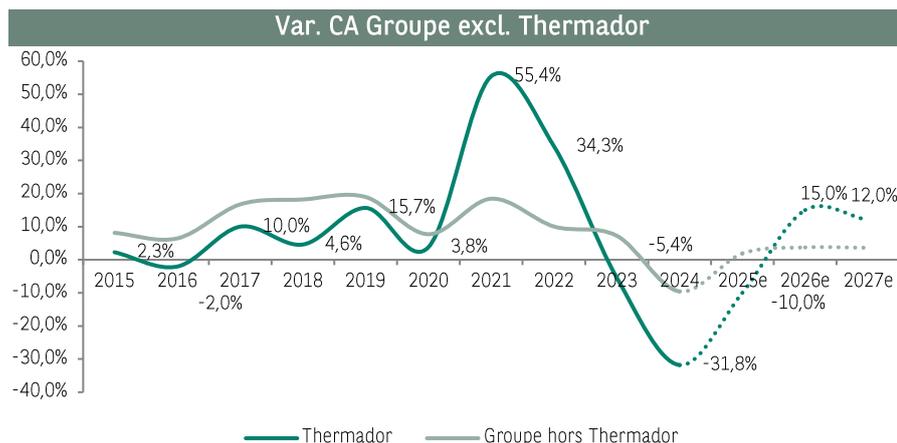
Les circuits de fluides dans le bâtiment (chauffage et sanitaire) sont le principal pôle d'activité du groupe (42,9% du CA groupe 2024, -18,9% vs n-1) : ils recouvrent la distribution de tous les accessoires et matériels permettant la circulation de fluides dans les bâtiments résidentiels et tertiaires : raccords, tubes, robinetterie sanitaire, vannes de chauffage, pompes de chauffages, échangeurs... mais également plus récemment des équipements solaires thermiques, planchers chauffants/rafraichissants...

Thermador opère sur ce segment via plusieurs filiales complémentaires : Thermador, PBtub, Thermacome, Axelair, Odrea notamment. Le moteur essentiel de ce marché en France (France CA Groupe 83,7%) est l'entretien rénovation des bâtiments existants, qui représente env. 80% des ventes du groupe sur ce segment.

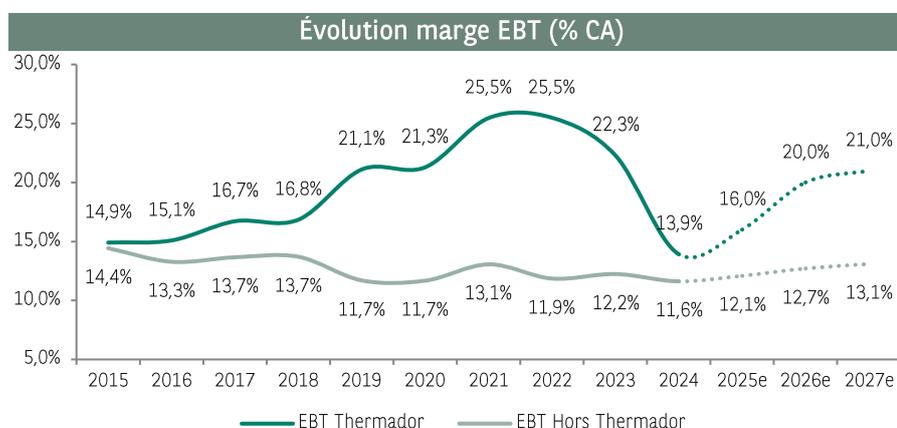


Source : Portzamparc

La contraction top line de 77,1M€ de CA en 2024 pour le groupe provient à >65% des circuits de fluides dans le bâtiment et, sur cette catégorie, la contreperformance de la filiale Thermador explique >60% de la décroissance du pôle. En ne tenant pas compte de cette filiale, le périmètre du groupe aurait engendré une décroissance sensible de -9,6%, mais finalement plutôt résiliente dans un contexte de marché dégradé. Au niveau de la rentabilité, la perte de -200bp sur la marge EBT en 2024 aurait été limitée à -60bp sans cette filiale, là encore une bonne résilience du reste du périmètre.



Source: Portzamparc



Source: Portzamparc

2.2.Reprise des transactions dans l'ancien : impact dès le S2 2025

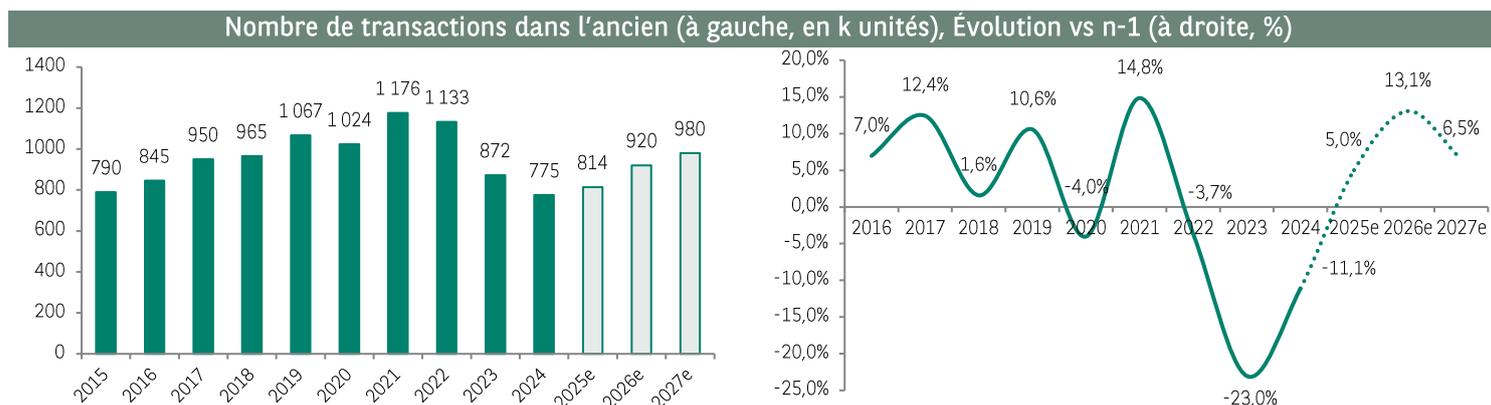
Le marché immobilier résidentiel ancien traverse depuis 2022 une profonde crise. En 2024, le volume de transactions dans l'ancien a chuté à un point bas de plus de 10 ans de 775 000 ventes, -11,1% vs n-1 et -31,6% vs n-2, signant la troisième année consécutive de baisse des ventes.

Cette décroissance s'explique évidemment par un contexte bien connu : hausse brutale des taux d'intérêt face à l'inflation, accès au crédit sensiblement restreint. Le taux moyen sur 20 ans, qui était d'environ 1% fin 2021, a grimpé autour de 3,8% mi-2023, franchissant même la barre des 4% fin 2023, une première depuis 2012. Cette hausse rapide renchérit le coût des mensualités pour les emprunteurs et réduit mécaniquement leur capacité d'emprunt. Surtout, elle complique le respect des critères stricts du HCSF (Haut Conseil de stabilité financière) : taux d'endettement maximal de 35% des revenus et durée de prêt limitée à 25 ans. Conséquence, environ 50% des demandes de prêts immobiliers ont été jugées non finançables sur l'année 2023.

Ce marasme a eu un impact en cascade sur la demande de travaux de rénovation, notamment énergétique. Traditionnellement, une part importante des rénovations dans l'ancien est réalisée à l'occasion d'un changement de propriétaire (rafraîchissement, mises aux normes, amélioration énergétique après achat). La forte baisse des mutations depuis 2022 a donc réduit d'autant le nombre de projets de rénovation par de nouveaux acquéreurs. Par ailleurs, avec la montée des taux, les propriétaires existants hésitent à financer des travaux onéreux via un crédit supplémentaire. La contraction du pouvoir d'achat et l'inflation des coûts de

construction incitent également les ménages à reporter ou limiter leurs travaux non urgents.

Mais en 2025, les dernières données montrent une stabilisation et même les premiers signes d'une reprise progressive. À fin février dernier, le nombre de transaction en rythme annualisé était de 803 000 ventes. Foncia évoque même un rythme de reprise 2025 d'env. +5% sur l'année (+4% vs fin 2024, et +8% en comparant au rythme du T1 2024). D'autres estiment que le volume de 850 000 transactions est atteignable en 2025 avant une franche accélération en 2026 (>10% ; source Xerfi).



Source: Notaires.fr, Foncia, Xerfi, Portzamparc

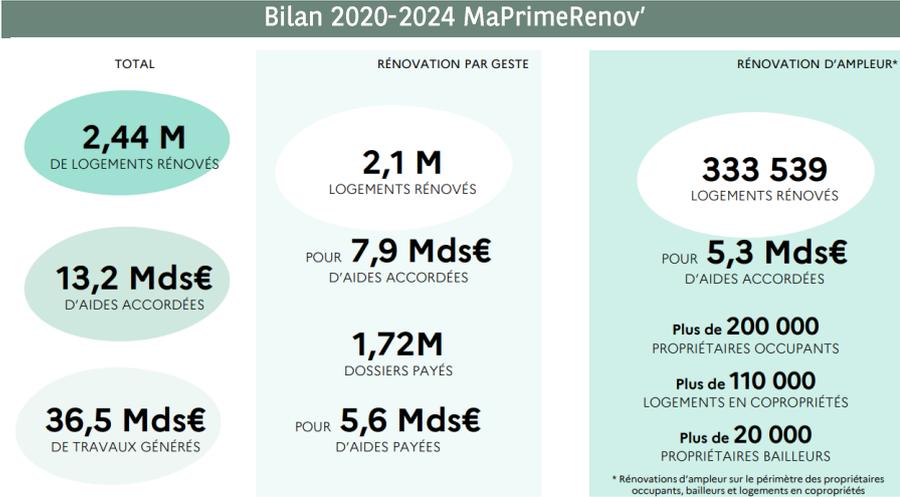
2.3. MaPrimeRénov', ANAH : Un succès en attente de redémarrage

Lancée en 2020, MaPrimeRénov' est la principale aide publique à la rénovation énergétique pour le logement en France. Elle consiste en une subvention pour financer des travaux de chauffage, d'isolation ou de rénovation globale. MPR est accessible aux propriétaires occupants tous revenus, bailleurs privés et copropriétés, avec des barèmes modulés selon les revenus.

L'Agence nationale de l'habitat (ANAH) est l'opérateur principal de la politique de rénovation du parc privé en France. Établissement public historique, elle gère des programmes d'aides à l'amélioration de l'habitat (lutte contre l'habitat indigne, adaptation au vieillissement...) et, depuis 2020, pilote MaPrimeRénov' et ses déclinaisons. L'ANAH est donc en première ligne pour instruire les demandes de subvention des propriétaires occupants et bailleurs modestes, des syndicats de copropriété (MPR Copro) et des ménages en rénovation globale (MPR Sérénité).

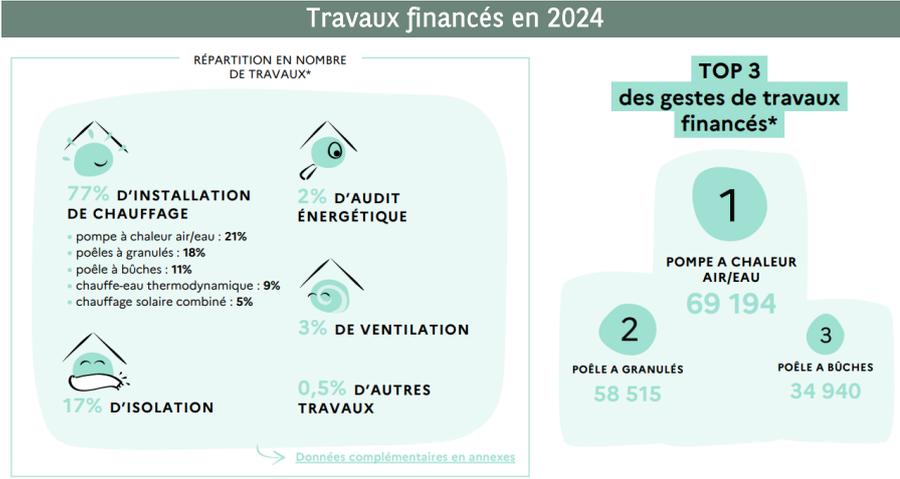
Depuis 2022, le gouvernement a complété son dispositif avec :

- 1/ France Rénov', un guichet unique pour accompagner les ménages dans leur parcours de rénovation : informations techniques, conseils, orientation vers les professionnels adéquats... au total, 589 bureaux pour 2 600 conseillers ;
- 2/ Mon accompagnateur Rénov, un référent individuel agréé qui monte un plan travaux pour des rénovations globales. Fin 2024, on dénombrait 1 180 structures pour 3 630 professionnels agréés. Ce dispositif est obligatoire depuis janvier 2023 pour obtenir les aides MPR sur les dossiers de rénovation performante.



Source : ANAH

Thermador est particulièrement exposé au succès de ces dispositifs : en 2024, 77% de volumes travaux accompagnés ont concerné des installations de chauffage, dont 21% de pompes à chaleur air/eau.



Source : ANAH

Mais les bilans ci-dessus cachent en réalité des dynamiques peu favorables, et nettement négatives depuis fin 2023. De nombreux dysfonctionnements ont été signalés ces 18 derniers mois, tant du côté des procédures administratives que du côté de l'offre travaux.

2.3.1 Retards de traitement et paiement MaPrimeRénov'

L'année 2024 a été marquée par un sérieux allongement des délais d'instruction des dossiers MPR. Certains dossiers complets mettent jusqu'à 300 jours entre la demande et le paiement final, et environ 45 000 demandes étaient en attente début 2025 (source presse Que Choisir). L'ANAH a contesté ces chiffres et communiqué sur un délai moyen plus modéré : 63 jours pour l'approbation d'un dossier par geste, 105 jours pour un dossier de rénovation globale, puis 35 à 49 jours en moyenne pour verser la prime une fois les travaux finis.

Mais l'ANAH a reconnu courant mai que les délais se sont allongés début 2025 du fait de plusieurs facteurs :

- Un choc conjoncturel budgétaire : l'adoption tardive de la loi de finances 2025 a bloqué pendant plusieurs semaines le versement des aides en janvier 2025. En l'absence de budget voté, l'ANAH n'a pu honorer les paiements,

créant un stock de demandes en souffrance. Cette situation exceptionnelle a été résolue début février 2025 lors du déblocage des crédits, mais elle a généré de l'incertitude.

- Une forte hausse des sollicitations en fin 2024 : le T4 24 a connu un pic de demandes MPR (ménages souhaitant boucler leurs projets avant le durcissement des critères début janvier sans budget voté alloué au programme). De plus, le T1 25 a reçu 3x plus de demandes vs n-1.
- Le renforcement des contrôles anti-fraude : l'ANAH a durci ses vérifications face à la persistance de tentatives de fraude aux aides. En 2024, 44 000 dossiers (10% des demandes env.) étaient suspectées d'irrégularités. Ces fraudes rallongent les délais de traitement.

2.3.2 Complexité administrative

Début 2024, MPR a restreint fortement les aides aux mono-gestes (seuls les changements de chauffage ou d'eau chaude restaient financés, avec DPE avant/après obligatoire). Cette réforme a découragé de nombreux ménages modestes souhaitant réaliser de petites rénovations partielles. Face à la baisse des demandes au T1 2024 (-44% vs n-1), les autorités sont revenues sur leur décision dès mai 2024 pour relancer la dynamique.

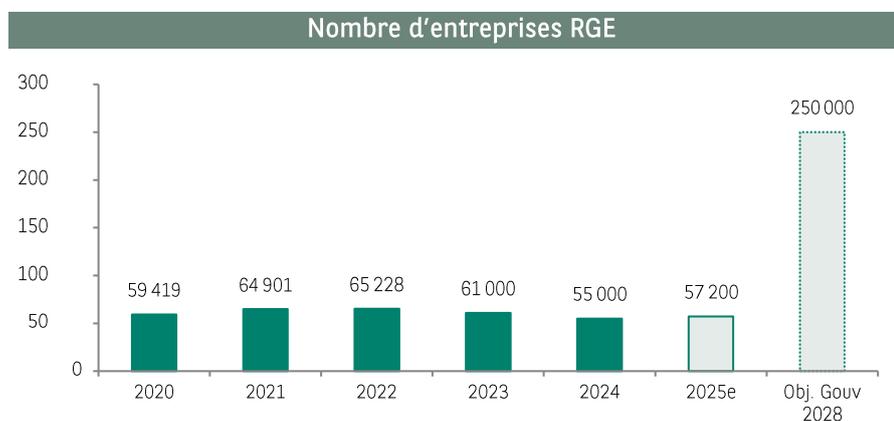
Ces modifications fréquentes (changement de barèmes, ajout/suppression de bonus, conditions techniques nouvelles...) rendent le dispositif complexe à suivre pour l'ensemble des potentiels bénéficiaires, même pour les professionnels.

2.3.3 Pénurie de main d'œuvre labélisée

Le dernier point bloquant et majeur pour MPR se situe au niveau de l'offre travaux. Un goulot d'étranglement s'est formé du fait du manque de professionnels labélisés RGE, nécessaires pour que les travaux soient éligibles au dispositif.

Fin 2024, 55 000 entreprises labélisées RGE étaient référencées, soit un recul de -16% vs n-1 et de -23% vs pic de 2021. Ce recul touche tous les corps de métiers (chauffagistes -16% vs n-1, menuisiers, isolation...). Plusieurs causes expliquent ce phénomène :

- Fin de certaines aides incitatives (ex : isolation à 1 €) qui avait attiré des entreprises opportunistes ;
- Lourdeur administrative ;
- Coût de la qualification RGE (dossier à monter, audit de chantier, formation...).



Source: LeMoniteur

Les objectifs 2028 fixés par le gouvernement semblent aujourd'hui inatteignables. Toutefois, des mesures furent prises mi-mars 2024 afin de faciliter l'obtention du label. Associé à un environnement construction logement plus favorable à partir du S2 2025 et donc un contexte économique pour les artisans du bâtiment plus positif, le nombre d'entreprises labélisées RGE devrait sensiblement croître dans les années à venir.

2.3.4 Suspension MaPrimeRenov' : une pause devenue nécessaire

Début juin 2025, le gouvernement a annoncé la suspension temporaire du dispositif, effective à partir du 1^{er} juillet pour les rénovations d'ampleur. Les dépôts doivent reprendre, après une demande de clarification d'Emmanuel Macron, le 15 septembre prochain.

Cette pause s'inscrit dans une logique de nettoyage du stock et d'un renforcement des contrôles antifraude. Plus largement, Le gouvernement vise également un important processus de refonte et de recentrage du dispositif durant les 3 prochains mois, visant à simplifier les démarches, clarifier les critères, et améliorer l'efficacité du dispositif.

Les nouveaux contours du dispositif devraient ainsi fluidifier, simplifier l'ensemble des process et progressivement relancer une partie des marchés pour Thermador.

2.4. CAP 2030/50, décret tertiaire... les leviers LT restent intacts pour Thermador.

2.4.1 Des objectifs ambitieux pour le logement à horizon 2030 et 2050

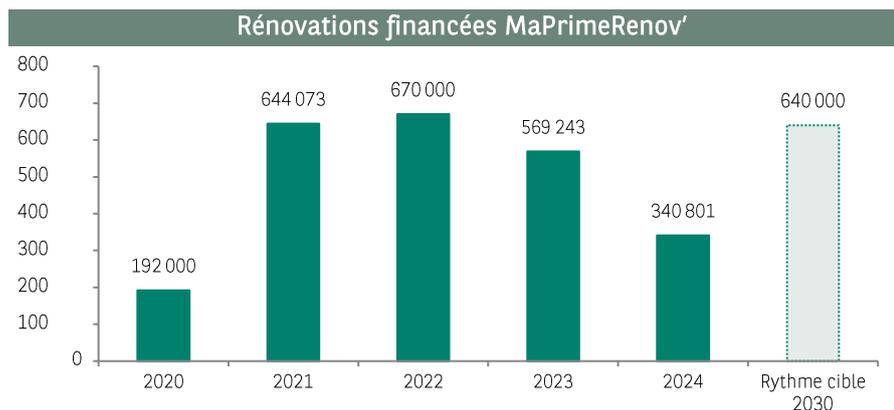
Les perturbations court terme ne remettent toutefois pas en cause les trajectoires long terme de rénovation énergétique du bâtiment (résidentiel et tertiaire) fixées pour 2030 et 2050.

À été fixé en France à horizon 2030 l'élimination progressive des logements les plus énergivores (classes F et G du DPE, « passoires énergétiques ») ainsi qu'une amélioration globale de la performance moyenne du parc privé.

La loi Climat et Résilience a notamment acté en 2021 les points suivants :

- Interdiction de louer les logements classés G (considérés comme « indécents ») à partir de 2025 ;
- L'interdiction s'étendra aux logements classés F en 2028 ;
- Puis en 2034 aux logements classés E.

Autrement dit, d'ici 2030, toutes les passoires F et G devront au minimum avoir été rénovées en classe E pour rester sur le marché locatif privé. Fin 2024, env. 3,8M de résidences principales étaient encore classées en F ou G, soit 13,9% du parc en France (-160bp vs n-1). Afin d'atteindre l'objectif 2030, un rythme de 640k rénovations performantes par an doit être tenu, soit +87% vs 2024 (rythme qui était tenu sur 2021 et 2022).



Source: ANAH

Pour 2050, la France vise la neutralité carbone et un parc logement privé en BBC (Bâtiment Basse Consommation.). Les objectifs sont (très ou trop) ambitieux. Selon l'ADEME, cela suppose qu'à cette échéance environ 80 à 90 % des logements soient classés A ou B contre moins de 2 % aujourd'hui.

Cette rénovation quasi intégrale du parc doit se faire par 3 axes :

- Isolation thermique massive (isolation par extérieur/intérieur, changement menuiseries...);
- Généralisation des énergies renouvelables (solaire, bois, géothermie...);
- Et sujet qui nous intéresse particulièrement pour la filiale Thermador, la fin du chauffage fossile et substitution par notamment pompes à chaleur.

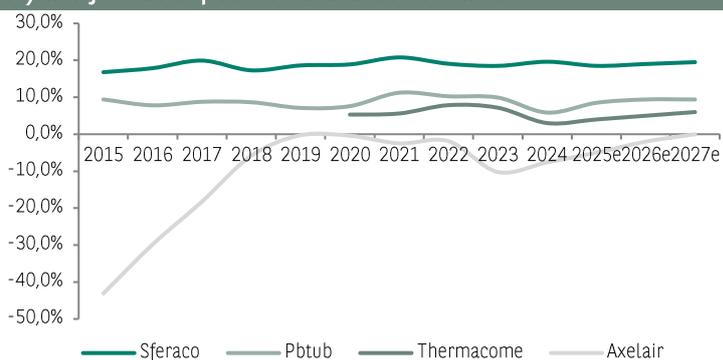
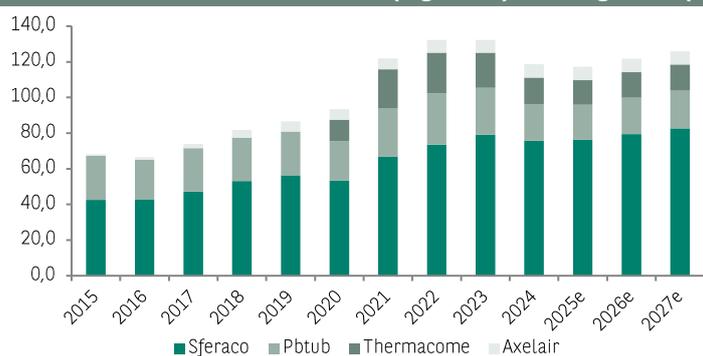
2.4.2 Autre levier pour Thermador Groupe : le décret tertiaire

La Programmation Pluriannuelle de l'Énergie (PPE) a fixé une réduction de -40% des consommations énergétiques du secteur tertiaire à horizon 2030. Pour atteindre cet objectif, le décret tertiaire, en vigueur depuis 2019, impose à tous les bâtiments tertiaires de plus de 1 000m² une trajectoire de performance énergétique : -40% d'ici 2030, -50% en 2040, et -60% en 2050 (base 2010).

Cela concerne environ 973Mm² de surfaces bâties, soit environ 68% du parc tertiaire. Selon l'I4CE (Institut de l'Économie pour le Climat), les besoins d'investissement annuels pour respecter ces objectifs doivent atteindre 16,8Md€ par an sur la période 2024-2030 (vs env. 5Mds€ estimés en 2022).

Ces rénovations portent sur l'isolation, la régulation, la ventilation et surtout les systèmes de chauffage/refroidissement à haute efficacité — des segments où les filiales Sferaco, Thermacomme, Axelair ou PBtub sont particulièrement exposées.

Évolution CA (à gauche) et marge EBT (à droite) des filiales exposées au décret Tertiaire



Source: Thermador, Portzamparc

Il s'agit-là d'un relai de croissance pour le groupe plus diffus, moins dépendant des aides publiques, et assuré par la montée en puissance des obligations déclaratives mises en place.

3. Une mécanique parfaitement huilée

3.1. Décentralisation & autonomie

Thermador Groupe est une holding avec 19 filiales opérationnelles (dont Thely, immobilier groupe) toutes détenues à 100%. Le groupe définit la stratégie globale, le pôle finance, SI et développement durable.

Les opérations quotidiennes sont largement décentralisées : chaque filiale dispose de sa Direction Générale, Direction Administrative, Direction commerciale & Achats. Cette organisation fait ressortir le côté entrepreneurial de chaque filiale tout en maintenant un cadre commun. Cette autonomie offre une proximité clients plus importante, garantissant une réponse rapide et précise aux évolutions des besoins et aux opportunités de marché, et concrètement *permettant de matérialiser* des leviers opérationnels sur les marges du groupe.

Cette indépendance opérationnelle est couplée avec des mutualisations groupe stratégiques, notamment concernant des synergies achats et supply (transport par exemple).

Concrètement, cette indépendance explique en grande partie l'excellent maintien de la marge commerciale en 2021 (35,6% au S1 et 34,8% au S2 vs 36,2% en 2020) dans un environnement de prix (très) complexe.

Le groupe n'a pas opté pour le régime d'intégration fiscale en France, bien qu'il y soit éligible (toutes filiales détenues à 100%). Chaque filiale reste un contribuable séparé et paie l'IS, tandis que la maison-mère est imposée sur les dividendes qu'elle perçoit (avec le frottement fiscal de 5% de QP de frais et charges). Cela reflète la philosophie d'indépendance des filiales, chacune assumant pleinement sa performance financière.

3.2. Force vs concurrents : expertise et flexibilité

Le groupe opère sur des marchés où la concurrence est morcelée et multiforme. Les concurrents directs de chaque filiale sont généralement soit d'autres importateurs/grossistes indépendants, soit des filiales commerciales de fabricants présentes en France.

Thermador affronte des acteurs comme Watts Industries, Aalberts (Comap, Flamco, etc.), Giacomini, Caleffi, Oventrop, Danfoss, Grundfos... qui cumulent une double casquette de fabricant et de distributeur. Ces groupes intègrent la production de certaines gammes (vannes, raccords) tout en animant un réseau de vente, ce qui les met en concurrence frontale sur les produits standard.

De même, sur l'industrie, des fabricants étrangers (Crane, AVK, KITZ...) disposent de bureaux commerciaux en France pour vendre directement leurs vannes aux revendeurs ou clients finaux.

Certains concurrents sont de purs distributeurs spécialisés. On peut citer la société Eriks (groupe néerlandais) sur les fournitures industrielles et la robinetterie via sa filiale Econosto, ou encore des entreprises familiales françaises telles que Somair Gervat / Hydralians (groupe Descours & Cabaud) qui opèrent sur un périmètre de produits plus restreint.

Face à ces divers concurrents, Thermador Groupe se différencie par un modèle moins commun, mais qui lui confère selon nous un avantage concurrentiel :

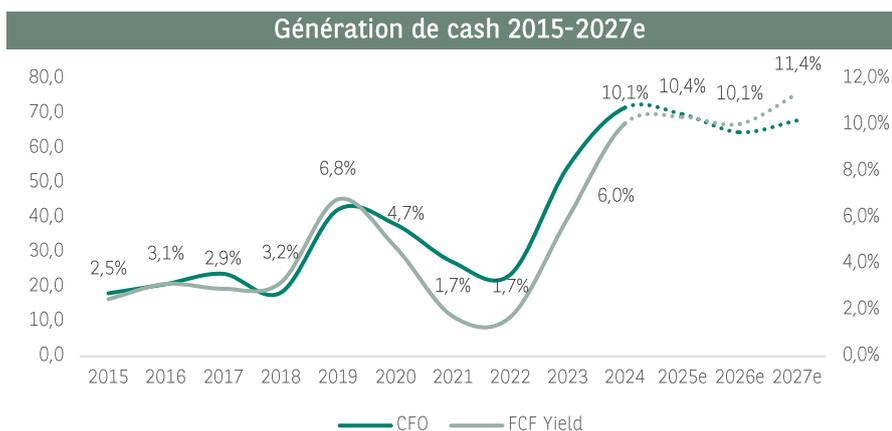
- **Portefeuille multi-segments** : Aucune autre entreprise n'adresse simultanément tous ces marchés (plomberie, industriel, piscines, TP, outillage). Cette diversification génère des économies d'échelle (cross selling, capacité à servir des clients multi-activités) et une dilution des risques.

- **Spécialisation et expertise filiale** : Chaque filiale de Thermador est focalisée sur un métier précis, avec des équipes dédiées compétentes. Cette spécialisation commerciale assure un service client de qualité supérieure. Les concurrents fabricants ont l'expertise produit mais pas systématiquement la même proximité de service.
- **Business model flexible (ni usine, ni marque unique)** : Contrairement à un industriel intégré, Thermador n'est lié à aucune technologie ou marque spécifique. Il peut donc ajuster son catalogue en fonction des évolutions du marché.

3.3. Génération de cash et structure financière optimales

Mais pour un investisseur, la plus grande qualité actuelle du groupe Thermador (et malgré la forte contraction top line sur 2024) est sa génération de cash.

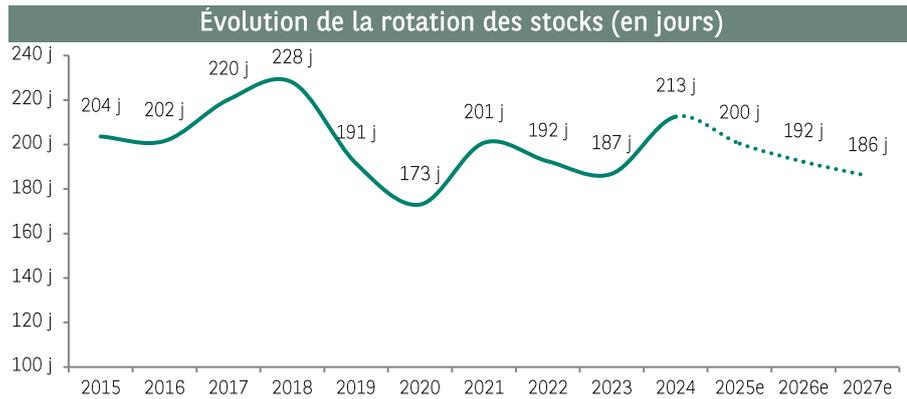
L'année 2024 fut marquée par un CFO record de 75,5M€, un FCF de 60,3M€ et permettant au groupe de repasser en position cash net post M&A DPI. Le management met notamment en avant de gros efforts sur la partie règlement clients (env. 4 jours d'amélioration), particulièrement sur les clients GSB. C'est structurel et non conjoncturel.



Source: Thermador Groupe, Portzamparc

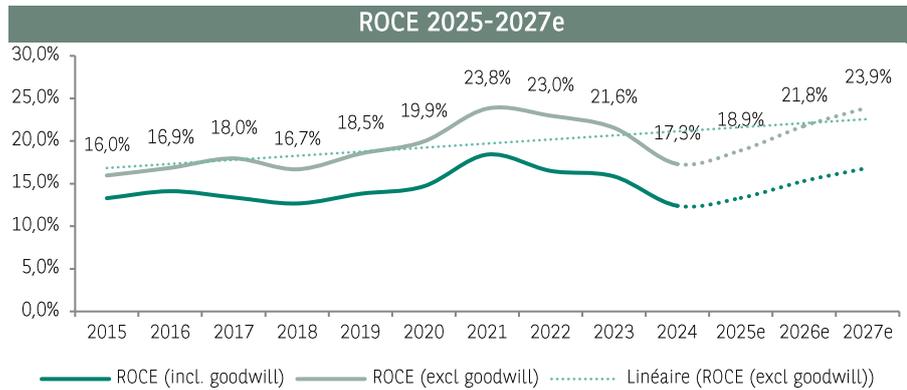
Soulignons que l'année 2021 avait été marquée par une reconstitution des stocks après un exercice 2020 (Covid) atypique (rotation stocks fin 2020 173 jours, 201 jours fin 2021), et l'année 2022 par un phasing de facturation peu favorable au BFR à fin décembre.

L'effet BFR devrait rester positif dans une année 2025 contrastée, le groupe souhaitant poursuivre ses efforts et viser la « normalisation » progressive de ses stocks, avec un normatif qui doit atteindre une fourchette entre 180 et 190 jours vs 213 jours à fin déc. 2024.



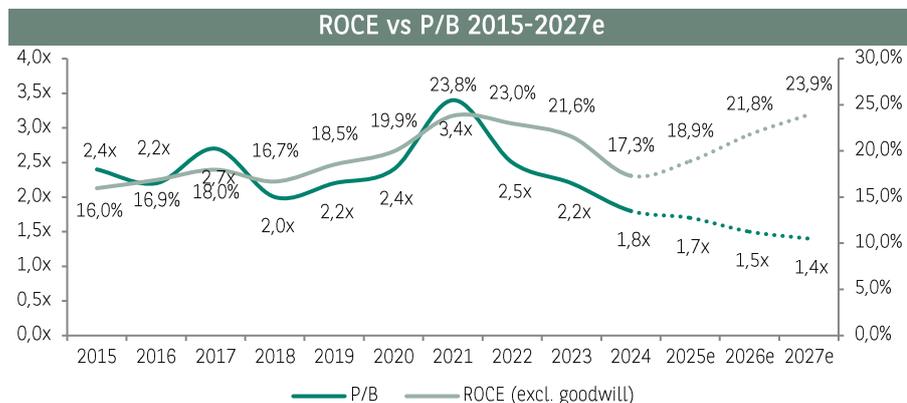
Source: Thermador Groupe, Portzamparc

Malgré la nette contraction d'activité et de marge en 2024, le ROCE excl. Goodwill fut tout de même maintenu à un bon niveau de 17,3%, mais -200bp vs moyenne 2015-2023 (19,4%). Notre scénario projette un retour à horizon 2027 sur les niveaux historiquement élevés de 2021 et 2022 (PZP ROCE excl. goodwill 2027 23,9% vs 23,8% en 2021).



Source: Portzamparc

Ce maintien d'un bon niveau de ROCE (même incl. goodwill post M&A DPI) contraste nettement avec la sous performance du titre et la contraction du P/B. Nous estimons que le marché a surréagi à un exercice 2024 d'ajustement dans un contexte peu visible, mais où Thermador a su conserver un bilan sain et solide, une excellente dynamique de cash-flow et relancer des opérations M&A dans des conditions qui semblent favorables à la création de valeur pour ses actionnaires.



Source: Portzamparc

3.4. Reprise M&A, mais DPI peu reluisant à date

3.4.1 13 acquisitions en 10 ans

Une autre force de Thermador, qui découle de sa solidité financière, est sa capacité à mener une politique M&A dynamique et à s'étendre efficacement soit 1/ sur des niches porteuses, 2/ des compléments de gammes pour ses filiales historiques (et synergies évidentes) ou 3/ une diversification géographique. Nous dénombrons à date 13 opérations (14 incl. C2AI) sur la dernière décennie.

La capacité de Thermador à réaliser du M&A relatif repose sur une discipline rigoureuse en matière de valorisation. Le groupe cible quasi-systématiquement des entreprises sur des multiples d'entrée (EV/Sales ou EV/EBITDA) inférieurs aux propres multiples du groupe. Cette approche lui permet d'intégrer de nouveaux savoir-faire sans surpayer ses opérations, d'autant plus que les synergies commerciales et logistiques générées à MT/LT tendent à améliorer la rentabilité des entités acquises.

M&A 2015-2025							
Acquisition	% détenu	EV	EBITDA	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/Sales Groupe	EV/EBITDA Groupe
2015			2014	2014	2014		
Nuair France	100%	2,7 M€	n.c.	0,9x	n.c.	2,0x	13,2x
Mecafer	100%	21,3 M€	2,5 M€	0,9x	8,5x	2,0x	13,2x
2017			2016	2016	2016		
Domac	100%	0,7 M€	0,2 M€	0,1x	3,5x	2,2x	13,1x
Sodeco Valves	100%	14,5 M€	0,9 M€	0,7x	16,1x	2,2x	14,4x
FG Inox	100%	23,2 M€	2,1 M€	1,6x	11,2x	2,2x	15,4x
Vortice (Axelair)	100%	0,9 M€	-0,2 M€	0,5x	-	2,7x	17,1x
Valfit (Sferaco)	100%	6,4 M€	0,5 M€	1,1x	12,8x	2,2x	17,1x
2018			2017	2017	2017		
Sanidom	100%	32,1 M€	2,9 M€	0,9x	11,2x	2,7x	9,1x
2019			2018	2018	2018		
Distrilabo	100%	6,8 M€	0,4 M€	1,2x	17,7x	1,4x	9,7x
2022			2022	2022	2022		
DPI Plastube	100%	36,1 M€	3,5 M€	0,6x	10,3x	2,0x	10,5x
AFY	100%	3,0 M€	0,4 M€	0,8x	7,5x	2,0x	10,6x
2024			2023	2023	2023		
Compteur-Energie	100%	3,5 M€	0,4 M€	1,5x	9,4x	1,4x	8,9x
Vena Contracta	100%	1,0 M€		0,7x	-	1,4x	8,7x
Moyenne				0,9x	10,7x		
Médiane				0,9x	10,3x		

Source: Portzamparc

3.4.2 Quilinox : diversification géographique

Le management avait à plusieurs reprises évoqué une potentielle opération à l'étranger. Le groupe a annoncé mi-mars être entré en négociation exclusive en vue de l'acquisition de 100% des titres de Quilinox, société située en Espagne spécialisée dans le conseil technique et la fourniture d'équipements (pompes, réservoirs en acier inoxydable, valves spécialisées...) pour des applications industrielles (secteur pharmaceutique et chimique, agroalimentaire...).

La couverture géographique est l'Espagne et le Portugal, et quelques opérations d'exportation (Maroc, Amérique centrale et du sud). Le CA 2024 s'est établi à 14,6M€

(croissance significative vs 2023, nous ne savons pas si organique ou via M&A) pour une marge d'EBITDA de 9,7% (et donc d'EBIT entre 6-8% certainement).

Nous retenons du potentiel cross-selling avec les filiales du groupe exposées à l'industrie (FGinox, Syveco, Sodeco, Sferaco, Sectoriel) mais également de potentielles synergies achat (55,5% des achats réalisés auprès de fabricants italiens, 39% pour Thermador). Le prix n'est pas communiqué, mais nous estimons en première approche une EV entre 8-12M€ (EV/EBITDA FYO entre 6,5 et 8,5x vs Thermador 8,3x au moment de l'annonce).

Après échange avec le management la semaine dernière, nous comprenons que le dossier met du temps à se finaliser, mais devrait être bouclé d'ici la fin de l'exercice.

3.4.3 C2AI : Finalisation de l'opération

Thermador a annoncé fin juin l'acquisition de 100% des titres de C2AI, nouvelle filiale pour le groupe spécialisée dans l'instrumentation, la régulation des fluides, la mesure et le contrôle environnemental, à destination de clients industriels (génie climatique, énergie, santé...). Le management évoque une marque forte et des équipes techniques reconnues. La société a réalisé un CA 2024 de 11,3M€ (+10,0% vs n-1) et affiche avant synergies des marges confortables (taux de marge brute 50,3%, marge EBITDA 13,3%, marge EBIT 11,3%) et en constante progression depuis 2021 (+500bp en marge brute). Les synergies attendues portent sur l'élargissement du portefeuille clients, le cross selling (notamment avec les filiales Sectoriel et Distilabo) et la mutualisation logistique (déménagement prévu sur les sites du groupe).

Acquisition de petite taille mais diversifiante avec un potentiel de croissance intéressant (15M€ visé par le management) et réalisée dans de bonnes conditions financières avant synergies : prix 100% equity 8,7M€, cash net 0,2M€ soit multiples EV/EBITDA 2024 5,9x et EV/EBIT 6,9x, à comparer aux multiples FYO Thermador de respectivement 8,8x et 10,9x.

3.4.4 DPI : acheté en haut de cycle, mais leviers identifiés

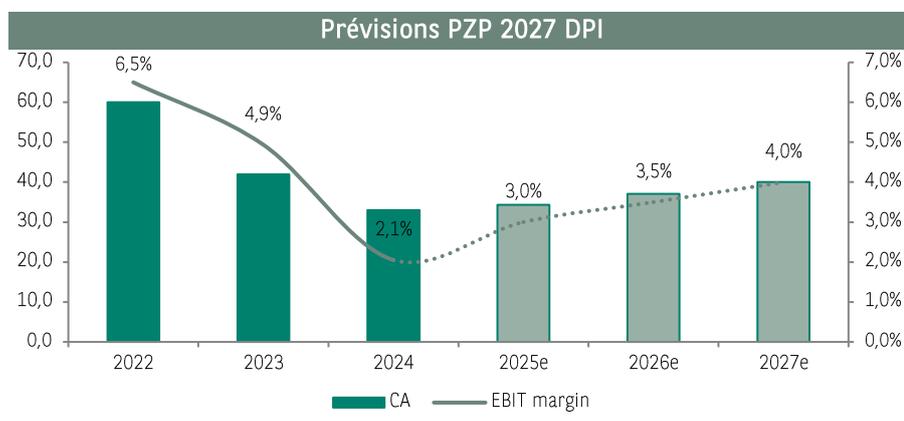
DPI est l'opération récente la plus significative. Spécialiste en conseil et négoce de canalisations plastiques (gainés, tubes, drains...) pour la gestion de l'eau potable, eaux usées, gaz et biogaz, réseaux télécoms... Ses principaux clients sont les réseaux de négoce spécialisés et les principales entreprises de construction. Avec ce M&A, Thermador a ajouté le marché des travaux publics à son offre.

L'EV de départ s'est élevée à 36,1M€ (14,6M€ d'actif net, 21,5M€ de goodwill) en numéraire incluant complément de prix pouvant atteindre 5,2M€ si DPI atteignait des objectifs de rentabilité (ROP moyen de 3,8M€ sur 2022 et 2023). Ces conditions ayant été remplies, le groupe a payé ce complément au T1 2024.

Mais l'opération fut réalisée sur un haut de cycle, la filiale sortait d'un exercice 2022 avec des chantiers significatifs qui n'ont pas été renouvelés sur 2023. Sur 2024, DPI a réalisé un CA de 33,0M€ (-21,3% vs n-1, -45,0% vs n-2). Cette contraction reflète un repli marqué des volumes (environ -11,0%) combiné à une forte baisse des prix (-10,0%). Cela est lié au triptyque 1/ baisse du marché TP France avec 2/ concurrence accrue et 3/ chute du prix des matières premières plastiques (PVC, polyéthylène notamment).

Le marché du TP au global reste hétérogène depuis le début de l'année 2025. En légère croissance en janvier de 1,7% par rapport à décembre 2024 (+17,1% vs janvier n-1), les prises de commandes ont chuté de 9,9% en février. Cette baisse a probablement été alimentée par l'approbation tardive du PLF 2025. Cette hypothèse fut confirmée par les chiffres de mars, où le secteur du TP enregistre une hausse de 32,3% des prises de commandes vs février (et un point haut depuis janvier 2024). Pour DPI, nous voyons 2 tendances d'activité :

- Une négative, avec une activité réseaux secs qui a connu une excellente décennie sous l'impulsion du déploiement de la fibre optique (locaux raccordés CAGR 2018-2022 de +20,7% ; +7,2% sur 2022-2024), sachant que la croissance de points raccordables progresse en France à l'heure actuelle à un rythme de « seulement » +2,8% ;
- Une nettement positive et qui concerne le renouvellement des réseaux eau. 1 litre d'eau sur 5 injecté dans les systèmes d'approvisionnement est perdu à cause d'une fuite. Ce chiffre monte à 35% de perte dans certaines villes. Est estimé que pour être efficace dans la lutte contre les fuites, l'Etat devrait investir entre 3,5 et 4,5Mds€ par an (eau potable et assainissement) là où les dépenses actuelles s'établissent à 1,5Mds€. On renouvelle chaque année 0,67% du réseau, soit 150 ans pour renouveler l'ensemble alors qu'une canalisation polyéthylène (PE100 ; produit gamme DPI) a une durée de vie estimée entre 80 et 100 ans. Avec les 53 mesures du plan eau présenté mi-2023, l'État semble avoir pris conscience de la nécessaire accélération/modernisation du réseau. Le financement est en revanche un sujet plus délicat à l'heure actuelle.



Source: Thermador, Portzamparc

4. Scénario et Valorisation : 93,5€ / action

4.1. Estimations PZP horizon 2027 (incl. C2AI, excl. Quilinox)

Nous considérons que les drivers LT de Thermador Groupe restent intacts, et que le momentum CT/MT devrait repasser positif dans les prochaines semaines. Notre scénario se base d'ailleurs sur un CA T2 quasiment stable vs n-1 (CA 130,2M€, -0,1% vs n-1, -0,9% org.). Précisons au passage que Jetly affichait une décroissance de -11,6% au T2 24, la tendance devrait s'inverser sur le T2 25 avec l'excellente météorologie des dernières semaines.

Notre valorisation se base sur un scénario que nous jugeons prudent, notamment sur les rythmes de reprise des filiales principalement évoquées dans cette étude : 1/ Thermador PZP CAGR horizon 2027 +5,1% à 73,5M€ (vs 102,3M€ au pic d'activité 2022) et 2/ DPI PZP CAGR +6,6%. Nous précisons au passage que nos projections sont en deçà du rythme de croissance visé par le groupe (+7,0% en moyenne 10 ans glissants).

CA (M€)	Projections CA												
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Dont Sferaco	42,5	42,8	47,3	53,2	56,3	53,4	66,8	73,6	79,0	75,706	76,5	79,5	82,7
Var n-1	1,6%	0,9%	10,4%	12,5%	5,8%	-5,1%	25,1%	10,2%	7,4%	-4,2%	1,0%	4,0%	4,0%
% CA total	19,3%	18,5%	17,7%	17,1%	15,3%	13,5%	13,7%	13,3%	13,6%	15,0%	15,1%	15,0%	14,9%
Dont Jetly	44,5	44,6	46,4	47,1	49,2	50,0	55,7	59,1	62,5	58,3	58,9	61,2	63,7
Var n-1	0,3%	0,3%	4,2%	1,4%	4,5%	1,6%	11,4%	6,2%	5,6%	-6,7%	1,0%	4,0%	4,0%
% CA total	20,2%	19,3%	17,3%	15,1%	13,3%	12,6%	11,4%	10,7%	10,8%	11,6%	11,6%	11,5%	11,5%
Dont Thermador	36,2	35,5	39,0	40,8	47,2	49,0	76,2	102,3	96,7	66,0	59,4	68,3	76,5
Var n-1	2,3%	-2,0%	10,0%	4,6%	15,7%	3,8%	55,4%	34,3%	-5,4%	-31,8%	-10,0%	15,0%	12,0%
% CA total	16,4%	15,3%	14,6%	13,1%	12,8%	12,4%	15,7%	18,5%	16,6%	13,1%	11,7%	12,9%	13,8%
Dont Mecafer / Domac	11,2	22,9	31,3	30,7	31,1	34,2	36,3	37,3	34,2	30,0	30,6	31,2	31,8
Var n-1		104,0%	36,4%	-1,9%	1,5%	10,0%	6,2%	2,7%	-8,5%	-12,3%	2,0%	2,0%	2,0%
% CA total	5,1%	9,9%	11,7%	9,9%	8,4%	8,7%	7,5%	6,7%	5,9%	5,9%	6,0%	5,9%	5,7%
Dont Pbtub	24,7	22,2	24,3	24,2	24,5	22,2	27,0	28,8	26,4	20,4	19,4	20,4	21,2
Var n-1	-13,6%	-10,1%	9,1%	-0,1%	1,3%	-9,7%	21,9%	6,8%	-8,6%	-22,6%	-5,0%	5,0%	4,0%
% CA total	11,2%	9,6%	9,1%	7,8%	6,7%	5,6%	5,6%	5,2%	4,5%	4,1%	3,8%	3,8%	3,8%
Dont DPI Plastube								9,1	42,0	33,0	34,3	37,1	40,0
Var n-1									362,5%	-21,3%	4,0%	8,0%	8,0%
% CA total								1,6%	7,2%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%
CA Groupe	220,2	231,4	267,7	311,2	368,8	395,5	486,5	553,8	581,0	503,9	511,5	543,5	569,0
Var n-1	7,1%	5,1%	15,7%	16,2%	18,5%	7,2%	23,0%	13,8%	4,9%	-13,3%	1,5%	6,2%	4,7%
Org.	0,7%	-1,5%	10,3%	3,4%	8,3%	2,5%	22,2%	12,0%	-1,0%	-13,5%	-0,2%	5,0%	4,7%

Source: Thermador, Portzamparc

Le groupe affichait au T1 un effet prix négatif en raison notamment 1/ de concessions tarifaires dans un contexte concurrentiel rude et d'effets déflationnistes sur certaines matières (inox notamment). Nous n'attendons pas de dégradation marquée du taux de marge commerciale sur 2025, et rappelons 1/ que le groupe a bénéficié d'une amélioration de ce taux en n-1 (+60bp à 36,2%) dans un contexte compliqué et 2/ il a parfaitement traversé la crise inflationniste de 2022/23 (-120bp en 2022).

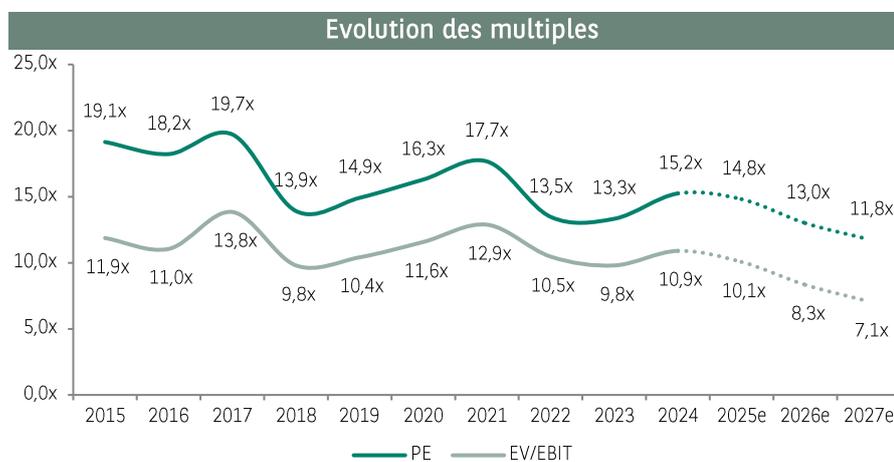
Nous pouvons même juger nos hypothèses de marges prudentes. Les effets prix devraient rester sur la zone -2,0% mais le groupe bénéficie à l'heure actuelle 1/ d'un change €//\$ nettement favorable (34% des achats groupe) et 2/ une baisse de prix de la

part des fournisseurs chinois qui réallouent la production destinée aux US. Niveau OPEX, la structure de coûts est globalement fixe hormis la part variable de rémunération (env. 20% des charges).

Projections marges													
(M€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
CA	220,2	231,4	267,7	311,2	368,8	395,5	486,5	553,8	581,0	503,9	511,5	543,5	569,0
Autres produits	0,3	0,4	0,4	1,0	0,7	0,8	0,8	1,3	0,7	1,6	0,5	0,5	0,5
Achats consommés	-138,4	-146,3	-170,7	-196,6	-234,6	-252,2	-311,2	-361,0	-374,4	-321,4	-327,9	-347,3	-363,6
Marge commerciale	81,9	85,1	97,1	114,6	134,2	143,3	175,3	192,8	206,6	182,5	183,6	196,2	205,4
% CA total	37,2%	36,8%	36,3%	36,8%	36,4%	36,2%	36,0%	34,8%	35,6%	36,2%	35,9%	36,1%	36,1%
Charges de personnel	-23,1	-25,5	-28,4	-35,0	-42,9	-46,7	-52,7	-58,1	-63,7	-61,2	-61,9	-64,7	-66,6
Charges externes	-20,7	-22,2	-23,7	-28,6	-33,4	-33,7	-38,2	-42,5	-45,4	-44,5	-44,0	-45,1	-45,0
Impôts et taxes	-3,3	-3,2	-3,6	-4,0	-4,6	-4,7	-4,0	-4,4	-4,3	-4,1	-4,6	-4,3	-4,6
Autres P/C	-0,5	-0,3	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	34,6	34,4	41,4	48,0	53,8	58,5	80,5	88,7	93,4	74,2	73,6	82,6	89,8
% CA total	15,7%	14,9%	15,5%	15,4%	14,6%	14,8%	16,5%	16,0%	16,1%	14,7%	14,4%	15,2%	15,8%
D&A	-3,2	-3,5	-3,8	-4,1	-5,5	-6,5	-7,1	-8,2	-10,5	-11,2	-9,9	-11,1	-11,0
Dot. Provisions	-0,4	0,8	0,1	0,1	-0,5	-0,7	-0,2	-1,0	-2,0	-2,8	-1,4	-0,5	-0,5
EBIT	31,0	31,7	37,6	44,1	47,8	51,4	73,2	79,5	80,9	60,2	62,3	70,9	78,3
% CA total	14,1%	13,7%	14,1%	14,2%	13,0%	13,0%	15,0%	14,4%	13,9%	11,9%	12,2%	13,1%	13,8%

Source: Thermador, Portzamparc

4.2. Valorisation : DCF - 93,5€ / action



Source: Portzamparc

Notre valorisation (relevée à 93,5€ / action, vs 84,5€ préc.) repose à 100% sur un DCF. Les hypothèses principales sont les suivantes :

- La reprise de notre scénario mentionné ci-dessus, qui intègre le M&A C2AI mais exclut à ce stade Quilinox ;
- Une marge EBIT LT de 13,5%, en progression de +160bp vs 2024. Il s'agit d'un niveau milieu de cycle, la moyenne 10 ans en marge EBIT étant de 13,8% ;
- Un niveau des stocks de retour dans le normatif à horizon 2027 (184 jours) ;
- Un taux d'actualisation de 9,6%.

	DCF (M€)										
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Norm.
CA	511,5	543,5	569,0	593,9	617,8	640,6	662,0	682,0	700,2	716,6	730,9
Var n-1	1,5%	6,2%	4,7%	4,4%	4,0%	3,7%	3,4%	3,0%	2,7%	2,3%	2,0%
EBIT	62,3	70,9	78,3	81,5	84,6	87,5	90,2	92,7	95,0	97,0	98,7
% CA total	12,2%	13,1%	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,5%	13,5%
Taux d'IS	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBIT (after tax)	46,72	53,21	58,74	61,16	63,47	65,65	67,69	69,56	71,24	72,73	74,0
D&A	9,9	11,1	11,0	9,5	9,3	9,0	8,6	8,2	7,7	7,2	7,3
% CA total	1,9%	2,0%	1,9%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%
Capex	10,2	10,3	10,8	10,4	9,9	9,5	9,1	8,6	8,2	7,7	7,3
% CA total	2,0%	1,9%	1,9%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%
Var. BFR	-11,4	-2,0	-0,1	5,0	4,8	4,6	4,3	4,0	3,6	3,3	2,9
$\Delta BFR/\Delta CA$	27,0%	-6,4%	-0,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FCF	57,8	56,0	59,0	55,3	58,0	60,6	62,9	65,1	67,1	68,9	71,1
FCF actualisés	55,2	48,8	46,9	40,1	38,4	36,6	34,7	32,8	30,8	28,9	29,8

Source: Portzamparc

Bridge EV/Equity (M€)	
Somme FCF actualisés	393,3
Valeur terminale actualisée	392,8
Actifs financiers	2,2
Dette Nette	-29,2
Provisions	5,1
EV	786,2
Equity Value	812,5
Stock Value	89,2€
Stock value avec prime ESG (+5%)	93,5€

Source: Portzamparc

Sensibilité marge EBIT / WACC						
		WACC				
		10,6%	10,1%	9,6%	9,1%	8,6%
	14,5%	87,0	92,2	98,0	104,7	112,5
	14,0%	85,1	90,1	95,8	102,2	109,7
EBIT norm.	13,5%	83,2	88,0	93,5	99,8	107,0
	13,0%	81,3	86,0	91,2	97,3	104,2
	12,5%	79,4	83,9	89,0	94,8	101,5

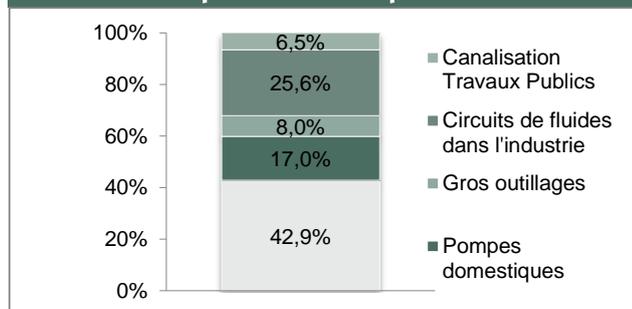
Source: Portzamparc

Exploitation	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
CA	395,5	486,5	553,8	581,0	503,9	511,5	543,5	569,0
var. n/n-1	7,2%	23,0%	13,8%	4,9%	-13,3%	1,5%	6,2%	4,7%
var. organique	2,5%	22,2%	12,0%	-1,0%	-13,5%	2,1%	5,0%	4,7%
EBE	58,5	80,5	88,7	93,4	74,2	73,6	82,6	89,8
ROC	51,4	73,2	79,5	80,9	60,2	62,3	70,9	78,3
var. n/n-1	7,4%	42,5%	8,6%	1,7%	-25,6%	3,5%	13,9%	10,4%
ROP	51,4	73,2	79,5	80,9	60,2	62,3	70,9	78,3
RCAI	51,0	73,0	79,0	79,8	60,6	61,9	70,5	77,9
IS	-14,8	-20,1	-20,1	-21,4	-15,8	-15,8	-18,0	-19,9
RN Pdg publié	36,1	52,9	58,8	58,3	44,8	46,1	52,5	58,0
RN Pdg corrigé	34,0	48,7	52,7	53,2	40,4	46,1	52,5	58,0
var. n/n-1	7,1%	43,2%	8,2%	1,0%	-24,1%	14,1%	13,9%	10,5%
Tmva CA 2022 / 2026e	-0,5%							
Marge brute (%)	36,2%	36,0%	34,8%	35,6%	36,2%	35,9%	36,1%	36,1%
Marge opérationnelle (%)	13,0%	15,0%	14,4%	13,9%	11,9%	12,2%	13,1%	13,8%
Marge nette (%)	8,6%	10,0%	9,5%	9,2%	8,0%	9,0%	9,7%	10,2%
Taux IS (%)	29,1%	27,5%	25,5%	26,9%	26,1%	25,5%	25,5%	25,5%
Frais de personnel / CA (%)	-11,8%	-10,8%	-10,5%	-11,0%	-12,1%	-	-	-
CA/effectif (K€)	624	705	756	759	631	-	-	-
var. n/n-1	-9,0%	13,0%	7,2%	0,5%	-17,0%	-	-	-
Effectif moyen	634	690	733	765	799	-	-	-
var. n/n-1	17,9%	8,9%	6,2%	4,4%	4,4%	-	-	-

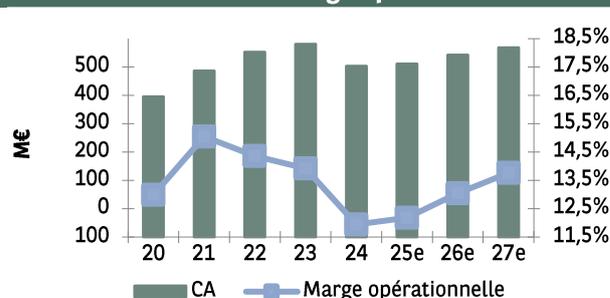
Bilan	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
Fonds propres Pdg	241,4	278,5	318,8	358,8	382,4	409,4	442,1	479,1
Dettes financières nettes	2,0	5,4	37,1	11,6	-29,2	-60,1	-96,1	-133,9
Autres	3,4	2,9	2,4	3,4	2,9	4,3	4,8	5,3
Capitaux investis	247,0	286,9	358,3	373,8	356,0	353,6	350,8	350,5
Immobilisations nettes	134,4	142,1	184,5	184,4	180,4	189,4	188,6	188,4
dont écarts d'acquisition	56,3	56,3	79,0	79,0	82,3	0,0	0,0	0,0
dont financières	1,7	1,6	1,7	1,3	2,2	2,2	2,2	2,2
BFR	114,3	146,4	175,4	190,6	177,8	166,4	164,4	164,3
Actif économique	247,0	286,9	358,3	373,8	356,0	353,6	350,8	350,5
Gearing (%)	0,8%	1,9%	11,6%	3,2%	-7,6%	-14,7%	-21,7%	-27,9%
BFR/CA (%)	28,9%	30,1%	31,7%	32,8%	35,3%	32,5%	30,2%	28,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,0	0,1	0,4	0,1	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	15,0%	19,0%	18,5%	16,3%	11,7%	11,3%	11,9%	12,1%
ROACE (%) après IS normé	15,4%	20,2%	18,1%	16,2%	12,1%	12,9%	14,8%	16,4%

Financement	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
Cash Flow	41,5	58,8	65,7	67,5	52,9	57,4	64,1	69,5
Variation BFR	-3,4	-31,6	-42,2	-13,0	18,8	11,4	2,0	0,1
Investissements industriels	-10,6	-12,2	-11,0	-7,7	-4,1	-10,2	-10,3	-10,8
% du CA	2,7%	2,5%	2,0%	1,3%	0,8%	2,0%	1,9%	1,9%
Cash Flow Libre	27,5	14,9	12,5	46,8	67,6	58,6	55,8	58,8
Cessions d'actifs	0,1	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-16,4	-16,7	-18,4	-19,1	-19,1	-19,1	-19,8	-21,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,0	-1,6	-26,0	-2,3	-8,0	-8,7	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-10,1	3,3	31,7	-25,4	-40,9	-30,8	-36,0	-37,8
Dettes financières nettes	2,0	5,4	37,1	11,6	-29,2	-60,1	-96,1	-133,9

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



THERMADOR GROUPE

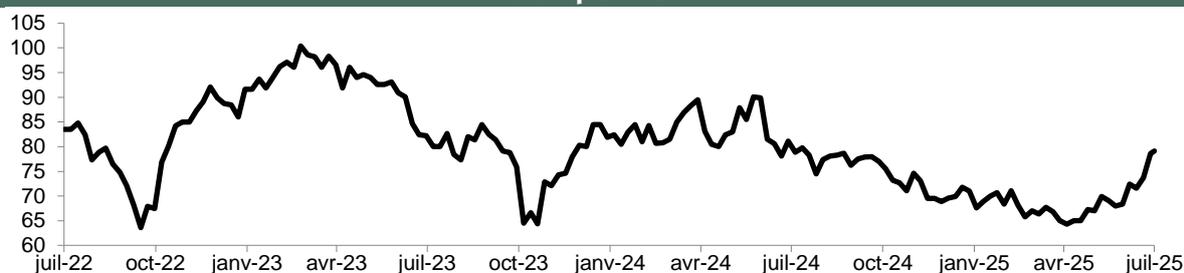
Données par action	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
BNPA	3,93	5,75	6,40	6,34	4,88	5,01	5,71	6,31
var. n/n-1	6,1%	43,2%	8,2%	1,0%	-23,8%	13,7%	13,9%	10,5%
CFPA	4,5	6,4	7,1	7,3	5,8	6,2	7,0	7,6
ANPA	26,2	30,3	34,7	39,0	41,7	44,5	48,1	52,1
Dividende net (versé en n+1)	1,82	2,00	2,08	2,08	2,08	2,15	2,28	2,52
Payout (%)	49,3%	37,8%	36,3%	36,0%	47,2%	43,0%	40,0%	40,0%
Tmva BNPA 2022 / 2026e	-0,1%							
Tmva CFPA 2022 / 2026e	-0,6%							

Valorisation	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
PER (x)	14,5	16,8	15,2	14,8	18,0	15,8	13,9	12,5
PCF (x)	11,9	13,9	12,2	11,7	13,8	12,7	11,3	10,5
PAN (x)	2,0	2,9	2,5	2,2	1,9	1,8	1,6	1,5
VE/CA (x)	1,2	1,7	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,0
VE/EBE (x)	8,4	10,2	9,5	8,6	9,4	9,0	7,6	6,6
VE/ROP (x)	9,6	11,2	10,5	9,9	11,6	10,7	8,9	7,6
Free Cash Flow Yield (%)	5,6%	1,8%	1,6%	5,9%	9,3%	8,1%	7,7%	8,1%
Rendement (%)	3,4%	2,0%	2,3%	2,4%	2,6%	2,6%	2,7%	2,9%
Capitalisation (M€)	492,2	818,0	803,6	789,0	730,2	727,8	727,8	727,8
Valeur d'Entreprise (VE)	492,8	821,9	839,0	799,3	698,8	665,5	629,5	591,7
Cours de référence (€)	53,5	88,9	87,3	85,8	79,4	79,1	79,1	79,1
Nb de titres (Mio)	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201
Nb de titres corrigé (Mio)	9,200	9,198	9,198	9,201	9,171	9,198	9,198	9,198
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	01/06/1987							
Cours d'introduction ajusté	6,0 €							

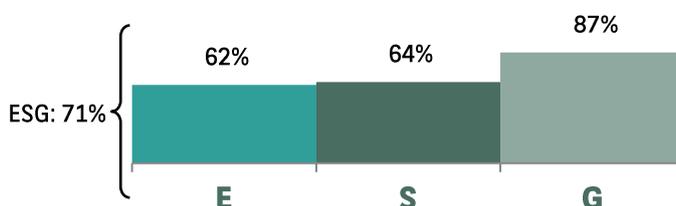
Données intermédiaires	20	21	22	23	24	25
CA T1	95,0	127,0	142,7	170,5	141,2	129,9
CA T2	92,9	135,7	144,9	153,2	130,3	
CA S1	187,9	262,7	287,6	323,7	271,6	
ROP S1	23,4	39,1	41,3	47,2	34,1	
RN pdg corrigé S1	15,5	26,0	30,9	34,5	25,3	
Marge opérationnelle S1	12,4%	14,9%	14,4%	14,6%	12,6%	
Marge nette S1	8,3%	9,9%	10,7%	10,7%	9,3%	
CA T3	108,2	114,1	130,1	130,5	119,0	
CA T4	99,4	109,7	136,1	126,8	113,3	
CA S2	207,6	223,8	266,2	257,3	232,4	
ROP S2	28,0	34,1	38,2	33,7	26,1	
RN pdg corrigé S2	18,5	22,7	28,0	23,8	19,4	
Marge opérationnelle S2	13,5%	15,2%	14,4%	13,1%	11,2%	
Marge nette S2	8,9%	10,1%	10,5%	9,3%	8,4%	

Taux de croissance (n/n-1)	20	21	22	23	24	25
CA T1	2,0%	33,8%	12,3%	19,5%	-17,2%	-8,0%
CA T2	-4,8%	46,1%	6,7%	5,7%	-14,9%	
CA T3	17,9%	5,4%	14,0%	0,3%	-8,8%	
CA T4	15,1%	10,3%	24,1%	-6,9%	-10,6%	
CA S1	-1,5%	39,9%	9,4%	12,6%	-16,1%	
CA S2	16,5%	7,8%	19,0%	-3,4%	-9,7%	
ROP S1	-6,6%	67,4%	5,6%	14,2%	-27,7%	
ROP S2	22,8%	21,8%	12,1%	-11,9%	-22,5%	

Historique de cours



Taxonomie	CA	Opex	Capex
Eligible	2%	2%	67%
Aligné	0%	0%	29%



THERMADOR GROUPE

Critères ESG Portzamparc				
	2022	2023	2024	Commentaires
ENVIRONNEMENT				
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1,8	1,4	1,8	
Objectifs CO2 validés SBTi	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Oui	
SOCIAL				
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	36%	36%	36%	
Index égalité salariale femmes / hommes	86	89	81	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,9%	3,1%	3,3%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	81%	96%	86%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	9,7%	9,3%	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	644	616	607	
Taux d'absentéisme	3,3%	5,6%	5,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	8,91	12,71	16,35	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT				
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext				
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	13	12	11	
<i>dont indépendants</i>	5	5	5	
<i>dont femmes</i>	6	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	99%	95%	93%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	11%	10%	10%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	6,32	5,97	5,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES				
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	94%	100%	100%	

Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant qu'établissement de crédit et d'investissement, Portzamparc relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

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, prévisions...) est accessible ici : [cliquez ici pour télécharger le document](#) (clientèle institutionnelle).

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

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

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

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 ici : [cliquez ici pour télécharger le document](#) (clientèle institutionnelle).

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 recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Recommandation
01 Jul 25 - 11:02:28	Arnaud Despre	84,5	73,7	Acheter
01 Jul 25 - 07:57:15	Arnaud Despre	84,5	73,7	Acheter
24 Jun 25 - 09:22:12	Arnaud Despre	84,5	71,4	Acheter
06 Jun 25 - 10:36:52	Arnaud Despre	84,5	68,4	Acheter
05 Jun 25 - 10:05:19	Arnaud Despre	84,5	68,8	Acheter
05 Jun 25 - 08:07:35	Arnaud Despre	84,5	68,8	Acheter
04 Jun 25 - 11:12:28	Arnaud Despre	84,5	68,8	Acheter
17 Apr 25 - 09:37:10	Arnaud Despre	84,5	65,5	Acheter
17 Apr 25 - 08:52:34	Arnaud Despre	84,5	65,5	Acheter
17 Apr 25 - 08:40:37	Arnaud Despre	84,5	65,5	Acheter
17 Apr 25 - 08:25:13	Arnaud Despre	84,5	65,5	Acheter
17 Apr 25 - 07:57:44	Arnaud Despre	84,5	65,5	Acheter
12 Mar 25 - 12:00:32	Arnaud Despre	84,5	66	Acheter
12 Mar 25 - 09:21:13	Arnaud Despre	84,5	66	Acheter
03 Mar 25 - 12:16:25	Arnaud Despre	84,5	65,8	Acheter
03 Mar 25 - 12:13:00	Arnaud Despre	84,5	65,8	Acheter
03 Mar 25 - 09:20:32	Arnaud Despre	84,5	65,8	Acheter
03 Mar 25 - 09:11:51	Arnaud Despre	84,5	65,8	Acheter
16 Jan 25 - 10:55:03	Arnaud Despre	84,5	68,9	Renforcer
16 Jan 25 - 10:29:17	Arnaud Despre	84,5	68,9	Renforcer
16 Jan 25 - 09:39:51	Arnaud Despre	84,5	68,9	Renforcer
16 Jan 25 - 09:18:18	Arnaud Despre	84,5	68,9	Renforcer
18 Dec 24 - 13:01:25	Arnaud Despre	87,5	69,7	Renforcer
18 Dec 24 - 09:28:58	Arnaud Despre	87,5	69,7	Renforcer
16 Oct 24 - 11:53:59	Arnaud Despre	87,5	75,8	Renforcer
16 Oct 24 - 08:51:50	Arnaud Despre	87,5	75,8	Renforcer
16 Oct 24 - 08:13:05	Arnaud Despre	87,5	75,8	Renforcer
16 Oct 24 - 08:02:50	Arnaud Despre	87,5	75,8	Renforcer
03 Sep 24 - 10:30:46	Arnaud Despre	89	78	Renforcer
03 Sep 24 - 08:21:34	Arnaud Despre	89	78	Renforcer
30 Jul 24 - 11:31:48	Arnaud Despre	89	78,5	Renforcer
30 Jul 24 - 10:10:49	Arnaud Despre	89	78,5	Renforcer
30 Jul 24 - 08:20:36	Arnaud Despre	89	78,5	Renforcer
30 Jul 24 - 08:15:26	Arnaud Despre	89	78,5	Renforcer
12 Jul 24 - 14:51:40	Arnaud Despre	89	80,1	Renforcer
12 Jul 24 - 12:26:40	Arnaud Despre	89	80,1	Renforcer
12 Jul 24 - 08:04:05	Arnaud Despre	89	80,1	Renforcer
12 Jul 24 - 07:55:45	Arnaud Despre	89	80,1	Renforcer

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Thermador Groupe	6

1. 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 Portzamparc;
3. 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. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. 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. Document de recherche produit conformément à la Charte de Bonnes Pratiques sur la recherche sponsorisée. Analyse payée partiellement par l'émetteur, diffusion réservée;
7. 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>



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

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