

16 octobre 2025

Cours : 69,40€

Objectif : 93,50€

## ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 15/10/2025

CA T3 / Contact management

Source : FactSet Research

ISIN / Mnémonique	FR0013333432 / THEP
Reuters / Bloomberg	THHG.PA / THEP FP
Indice	CAC Small
<b>Analyste payée partiellement par l'émetteur</b>	
Eligibilité PEA-PME	Oui
Flottant (%)	74,4%
Nbre de Titres (Mio)	9,200
Date de clôture	31-Déc

PCF	13,8	10,9	9,7
VE/CA	1,4	1,2	1,0
VE/ROP	11,6	9,2	7,6
PAN	1,9	1,6	1,4
Rendement	2,6%	3,0%	3,2%
Free Cash Flow Yield	9,3%	9,2%	9,5%
ROACE	12,1%	13,0%	14,6%
CA précédent	503,9	511,5	543,5
EBE	74,2	74,9	84,7
ROC	60,2	63,6	71,8
ROP	60,2	63,6	71,8
RN Pdg publié	44,8	47,0	53,2
BNPA précédent	4,88	5,01	5,71
ANPA	41,7	44,6	48,2
Dividende net	2,08	2,20	2,31
DFN	-29,2	-50,0	-90,2

**Calendrier :**  
CA Annuel le 15 Janvier

**Arnaud Despre, Analyste Financier**

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

## Après 2 ans et demi...

*Une première depuis le T1 2023, le groupe affiche une croissance org. Soulignons un mix filiales favorable à la rentabilité, une excellente génération de cash sur le trimestre et des conditions achats qui devraient porter le taux de marge brute.*

### CA T3 124,4M€ (+4,5% vs n-1, +2,2% org. ; PZP 125,7M€, +3,1% org.)

Publication d'un CA T3 à 124,4 M€, +4,5% vs n-1 et +2,2% org., marquant le premier trimestre de croissance depuis le T1 2023 et confirmant un point bas atteint au S1 et un retour progressif à la croissance. C'est légèrement en dessous de nos attentes, toutefois, le mix filiales est positif pour les marges. Le segments GSB demeure en retrait (Mecafer Domac CA - 5,0% à 7,2M€), mais l'arrosage s'est redressé durant l'été, notamment chez Jetly (CA +1,0% à 15,2M€), tandis que Thermador confirme le retour (CA +5,9% à 14,4M€).

Sur le marché PAC, le management estime que le creux est passé même s'il faut rester prudent. Comme nous l'indiquions fin septembre, le nouveau mécanisme CEE introduit au 1<sup>er</sup> octobre 2025 (coefficient x5 spécifique aux PAC air/eau) devrait soutenir la demande à court terme, même si les effets sont jugés incertains et moins volatils que les aides MaPrimeRénov'. Le groupe adapte déjà son offre vers le tertiaire et le collectif pour capturer les CEE plus conséquents. Les filiales industrielles (Sferaco, Sectoriel, Distrilabo, C2AI) profitent de ce mouvement, tandis que Thermacome et PBtub bénéficient d'un effet ratrappage et de l'intégration réussie de leur nouveau système d'information. Isocel poursuit une croissance à deux chiffres, soutenue par les accessoires pour fabricants de PAC (indicateur avancé). À l'inverse, DPI (TP et canalisations) reste en repli marqué, pénalisé par un marché des travaux publics atone et des prix matières encore déprimés.

### Gros effort sur les stocks, notamment chez Thermador. Encore du potentiel cash sur 3 filiales

Les stocks à fin T3 ont reculé à 165,3M€ (196j achats) contre 179,9M€ (209j) fin juin, soit - 14,6M€ et -13 jours sur ce seul trimestre. Le poste clients est jugé sain, sans dérive notable. Le groupe affiche ainsi une position cash net de 37,4M€ (+11M€ vs juin) et ce malgré le M&A Quilinox (impact cash net -10,3M€).

### Scénario 2025

Globalement nous confirmons notre scénario 2025, nous ajustons notre CA à 509,6M€ vs 511,5M€ préc, mais pour un EBIT relevé à 63,6M€ vs 62,3M€ préc. (impact Quilinox et mix filiales). Rappelons que le taux de marge brute, maintenu au S1, devrait s'améliorer au S2 du fait de la liquidation de stocks acquis dans des conditions fx favorables (1/3 achats \$).

**T3 qui confirme le redressement opérationnel attendu. Le momentum reste contrasté entre bâtiment résidentiel et industrie, mais les signaux de reprise sur la PAC (CEE), les rythmes de mises en chantier, le fx et les synergies M&A constituent une bonne base pour le titre pour le S2 et 2026. Le titre se paye 7,7x notre scénario de reprise 2026 (vs moyenne 5y 10,5x, 10y 10,9x)**

## Thermador Groupe

CA	395,5	486,5	553,8	581,0	503,9	509,6	550,6	577,0
<i>vau. 11/11-1</i>	<i>1,4%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>-15,3%</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>4,0%</i>
<i>vau. 11/11-1</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>-0,0%</i>	<i>0,1%</i>	<i>4,0%</i>
EBE	58,5	80,5	88,7	93,4	74,2	74,9	84,7	93,4
ROC	51,4	73,2	79,5	80,9	60,2	63,6	71,8	80,7
<i>vau. 11/11-1</i>	<i>1,4%</i>	<i>+2,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-20,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,4%</i>
ROP	51,4	73,2	79,5	80,9	60,2	63,6	71,8	80,7
RCAI	51,0	73,0	79,0	79,8	60,6	63,1	71,4	80,3
IS	-14,8	-20,1	-20,1	-21,4	-15,8	-16,1	-18,2	-20,5
RN Pdg publié	36,1	52,9	58,8	58,3	44,8	47,0	53,2	59,8
RN Pdg corrigé	34,0	48,7	52,7	53,2	40,4	47,0	53,2	59,8
<i>vau. 11/11-1</i>	<i>-1,1%</i>	<i>+3,0%</i>	<i>0,2%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-24,1%</i>	<i>10,4%</i>	<i>15,1%</i>	<i>12,5%</i>

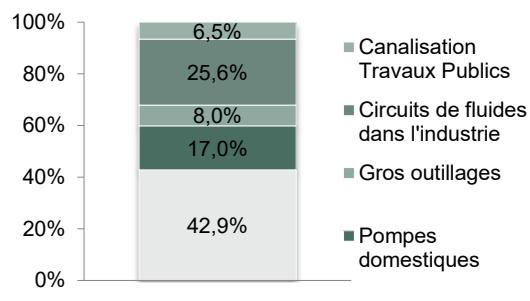
Tmva CA 2022 / 2026e

Marge brute (%)	36,2%	36,0%	34,8%	35,6%	36,2%	36,2%	36,3%	36,5%
Marge opérationnelle (%)	13,0%	15,0%	14,4%	13,9%	11,9%	12,5%	13,0%	14,0%
Marge nette (%)	8,6%	10,0%	9,5%	9,2%	8,0%	9,2%	9,7%	10,4%
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	-	-	-
<i>vau. 11/11-1</i>	<i>-2,0%</i>	<i>+2,0%</i>	<i>1,2%</i>	<i>0,0%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Effectif moyen	634	690	733	765	799	-	-	-
<i>vau. 11/11-1</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,4%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>

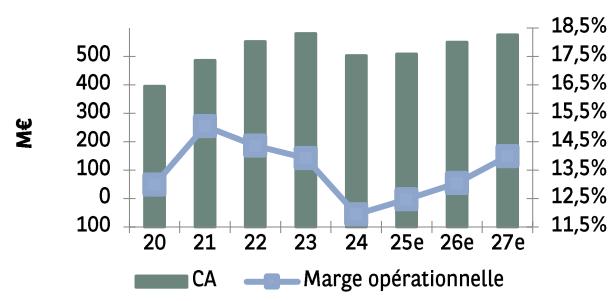
Fonds propres Pdg	241,4	278,5	318,8	358,8	382,4	410,3	443,3	481,8
Dettes financières nettes	2,0	5,4	37,1	11,6	-29,2	-50,0	-90,2	-129,3
Autres	3,4	2,9	2,4	3,4	2,9	4,3	4,8	5,3
Immobilisations nettes	134,4	142,1	184,5	184,4	180,4	199,4	197,4	196,2
<i>avant écart à l'acquisition</i>	<i>56,3</i>	<i>56,3</i>	<i>79,0</i>	<i>79,0</i>	<i>82,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>avant financement</i>	<i>1,7</i>	<i>1,6</i>	<i>1,7</i>	<i>1,3</i>	<i>2,2</i>	<i>2,2</i>	<i>2,2</i>	<i>2,2</i>
BFR	114,3	146,4	175,4	190,6	177,8	167,5	162,6	163,8
Gearing (%)	0,8%	1,9%	11,6%	3,2%	-7,6%	-12,2%	-20,4%	-26,8%
BFR/CA (%)	28,9%	30,1%	31,7%	32,8%	35,3%	32,9%	29,5%	28,4%
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%	11,5%	12,0%	12,4%
ROACE (%) après IS normé	15,4%	20,2%	18,1%	16,2%	12,1%	13,0%	14,6%	16,6%

Cash Flow	41,5	58,8	65,7	67,5	52,9	58,4	66,1	72,5
Variation BFR	-3,4	-31,6	-42,2	-13,0	18,8	10,4	4,9	-1,2
Investissements industriels	-10,6	-12,2	-11,0	-7,7	-4,1	-10,2	-10,5	-11,0
% du CA	2,7%	2,5%	2,0%	1,3%	0,8%	2,0%	1,9%	1,9%
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	-20,2	-21,3
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	-18,7	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-10,1	3,3	31,7	-25,4	-40,9	-20,8	-40,3	-39,0

### Répartition du CA par activité



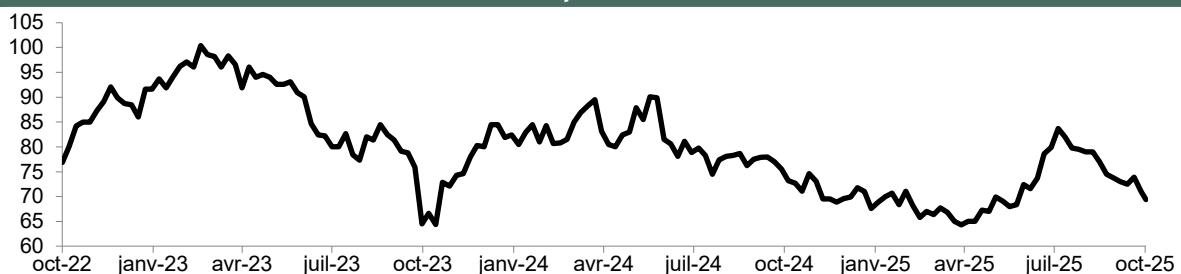
### Evolution CA et marge opérationnelle

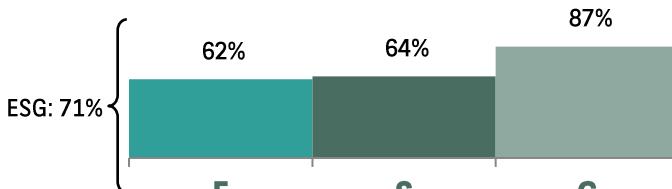


## Thermador Groupe

BNPA	3,93	5,75	6,40	6,34	4,88	5,11	5,78	6,50
var. n/n-1	6,1%	43,2%	8,2%	1,0%	-23,8%	16,0%	13,1%	12,5%
CFPA	4,5	6,4	7,1	7,3	5,8	6,3	7,2	7,9
ANPA	26,2	30,3	34,7	39,0	41,7	44,6	48,2	52,4
Dividende net (versé en n+1)	1,82	2,00	2,08	2,08	2,08	2,20	2,31	2,60
Payout (%)	49,3%	37,8%	36,3%	36,0%	47,2%	43,0%	40,0%	40,0%
Tmva BNPA 2022 / 2026e	0,2%							
Tmva CFPA 2022 / 2026e	0,1%							
PER (x)	14,5	16,8	15,2	14,8	18,0	13,6	12,0	10,7
PCF (x)	11,9	13,9	12,2	11,7	13,8	10,9	9,7	8,8
PAN (x)	2,0	2,9	2,5	2,2	1,9	1,6	1,4	1,3
VE/CA (x)	1,2	1,7	1,5	1,4	1,4	1,2	1,0	0,9
VE/EBE (x)	8,4	10,2	9,5	8,6	9,4	7,8	6,4	5,4
VE/ROP (x)	9,6	11,2	10,5	9,9	11,6	9,2	7,6	6,3
Free Cash Flow Yield (%)	5,6%	1,8%	1,6%	5,9%	9,3%	9,2%	9,5%	9,4%
Rendement (%)	3,4%	2,0%	2,3%	2,4%	2,6%	3,0%	3,2%	3,3%
Capitalisation (M€)	492,2	818,0	803,6	789,0	730,2	638,5	638,5	638,5
Valeur d'Entreprise (VE)	492,8	821,9	839,0	799,3	698,8	586,3	546,1	507,1
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 €							
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	128,8		
CA S1	187,9	262,7	287,6	323,7	271,6	258,7		
ROP S1	23,4	39,1	41,3	47,2	34,1	29,9		
RN pdg corrigé S1	15,5	26,0	30,9	34,5	25,3	19,6		
Marge opérationnelle S1	12,4%	14,9%	14,4%	14,6%	12,6%	11,6%		
Marge nette S1	8,3%	9,9%	10,7%	10,7%	9,3%	7,6%		
CA T3	108,2	114,1	130,1	130,5	119,0	124,4		
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%			
<i>taux de croissance (nn/nn-1)</i>								
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%	-1,2%		
CA T3	17,9%	5,4%	14,0%	0,3%	-8,8%	4,5%		
CA T4	15,1%	10,3%	24,1%	-6,9%	-10,6%			
CA S1	-1,5%	39,9%	9,4%	12,6%	-16,1%	-4,7%		
CA S2	16,5%	7,8%	19,0%	-3,4%	-9,7%			
ROP S1	-6,6%	67,4%	5,6%	14,2%	-27,7%	-12,2%		
ROP S2	22,8%	21,8%	12,1%	11,9%	-22,5%			

### Historique de cours



## Thermador Groupe

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2022	2023	2024	Commentaires
<b>Empreinte carbone</b>				
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	
<b>Politique environnementale</b>				
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	
<b>SOCIAL</b>				Commentaires
<b>Promotion de la diversité</b>				
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%	
<b>Formation</b>				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	81%	96%	86%	
<b>Recrutement &amp; Attractivité</b>				
Taux d'attrition (employés)	9,7%	9,3%	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
<b>Conditions de travail</b>				
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	
<b>GOUVERNANCE &amp; ACTIONNARIAT</b>				Commentaires
<b>Respect du code Afep-Medef ou Middlenext</b>				
<b>Composition des instances de gouvernance</b>	Oui	Oui	Oui	
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants 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	
<b>Respect des actionnaires minoritaires</b>				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	11%	10%	10%	
<b>Rémunération des dirigeants</b>				
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	
<b>PARTIES PRENANTES EXTERNES</b>				Commentaires
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%	

## 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%

**REFORCER (2)** : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

**CONSERVER (3)** : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

**ALLEGGER (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
02 Oct 25 - 08:43:56	Arnaud Despre	93,5	72,9	Acheter
01 Oct 25 - 08:07:22	Arnaud Despre	93,5	74,4	Acheter
23 Sep 25 - 08:25:32	Arnaud Despre	93,5	74,7	Acheter
23 Sep 25 - 08:22:22	Arnaud Despre	93,5	74,7	Acheter
30 Jul 25 - 14:18:13	Arnaud Despre	93,5	79,5	Acheter
30 Jul 25 - 09:36:25	Arnaud Despre	93,5	79,5	Acheter
30 Jul 25 - 08:18:51	Arnaud Despre	93,5	79,5	Acheter
30 Jul 25 - 08:06:20	Arnaud Despre	93,5	79,5	Acheter
09 Jul 25 - 16:02:19	Arnaud Despre	84,5	79,1	Acheter
09 Jul 25 - 09:14:47	Arnaud Despre	93,5	79,1	Acheter
09 Jul 25 - 09:13:51	Arnaud Despre	84,5	79,1	Acheter
09 Jul 25 - 08:34:03	Arnaud Despre	93,5	79,1	Acheter
09 Jul 25 - 08:18:15	Arnaud Despre	84,5	79,1	Acheter
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

**Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC**

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Thermador Groupe	<p>6</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;</li><li>2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;</li><li>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;</li><li>4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;</li><li>5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.</li><li>6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc s'est engagé 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;</li><li>7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;</li><li>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</li><li>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</li></ol>

**Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS**

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

**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