

Intertek (GBp 4 890)

30 avril 2024

Opinion Neutre / Objectif de cours GBp 5 100

Benoit Salvignol

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (GBP)	2023	2024E	2025E	2026E			
CA (m)	3 329	3 469	3 616	3 764	Actionnariat : Flottant 83.5%, BlackRock 6.5%, Fiera Capital 5.0%, MFS IM 5.0%.	Nombre d'actions	162.2 m
EBE (m)	726	758	795	836		Capitalisation boursière	GBP 7 932 m
REX (m)	486	517	547	579		Volume quotidien ('000)	124
RNpg publié (m)	297	316	339	361		Stoxx Europe 600	504.3
BPA retraité (GBp)	224	235	249	263		Code ISIN	GB0031638363
Dividende net (GBp)	111	153	162	171	Résultats du 1S24 : 2/08/2024.	Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	6%
P/E (x)	18.5	20.8	19.6	18.6		Rendement 2024E	3%
VE/EBE (x)	10.5	11.6	11.0	10.5		Taux de distribution 2024E	65%
ROE retraité	27.7%	27.4%	26.8%	26.6%			
Dettes fin./FPpropres	44.9%	36.4%	33.8%	30.7%			

Un potentiel limité !

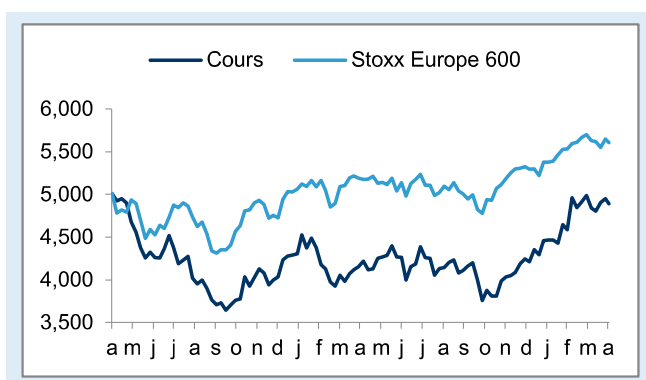
Intertek est un des leaders mondiaux (derrière SGS) dans le domaine des test, de l'inspection et de la certification (TIC). L'activité de Intertek consiste à s'assurer que les produits, services et actifs de ses >400 000 clients respectent les normes de qualité, de santé, d'environnement et de sécurité en place dans chaque pays/région. Intertek opère dans presque tous les secteurs de l'économie au sein de ~100 pays, grâce notamment à ses 44 000 collaborateurs et ses >1 000 laboratoires. Fin 2023, les revenus du groupe étaient répartis de la manière suivante : 1) Produits (62% - électroménager, emballage, habillement, informatique et télécom, machines et produits industriels...); 2) Commerce (20% - services de conformité, d'inspection, de certification pour les exportations/importations de marchandises...) et 3) Ressources (18% - comprenant les solutions dédiées aux industries pétrolières, gazières, nucléaires, énergétiques, ainsi que les services dans les activités minières et d'exploration).

Événement récent

- Le 5/03, Intertek a publié ses résultats 2023. Les revenus ont progressé de 6.2% en organique (vs +6.1% pour le consensus), tandis que la Mop ajustée s'est établie à 16.6% (+30 pb sur un an).

Opportunités

- Les changements au sein de nos sociétés sont des moteurs de croissance structurels pour l'industrie des TIC. En effet, au fur et à mesure que notre société évolue, le cadre réglementaire doit s'adapter, générant ainsi de nouvelles normes et réglementations à respecter. La hausse des échanges internationaux et la complexification des chaînes d'approvisionnement entraînent également une demande croissante pour les normes de qualité et de conformité des produits. En parallèle, les gouvernements tendent volontairement à durcir les normes dans certains domaines, en imposant par exemple des règles environnementales plus rigoureuses (i.e. industrie automobile). L'accélération du déploiement des infrastructures dans les pays en développement est également un facteur de soutien pour l'industrie des TIC. Enfin, les nouvelles technologies, telles que l'intelligence artificielle (IA), pourraient faire l'objet d'une réglementation plus stricte. Les entreprises de TIC ont ainsi la possibilité de créer de nouvelles offres autour de la thématique de l'IA. Au global, Intertek est bien positionné pour profiter de l'ensemble de ces tendances.
- Intertek est probablement l'acteur du secteur qui a fait passer le message le plus fort concernant le potentiel d'amélioration de ses marges à l'avenir. Lors de son CMD mi-2023, le groupe s'est fixé comme objectif de retrouver son niveau de marges pré-Covid à moyen/long terme, soit une Mop ajustée de 17.5%. L'année dernière, malgré l'impact négatif lié aux taux de change, la marge du groupe a commencé à se redresser. Les prévisions du management laissent entrevoir une nouvelle amélioration en 2024 (+20 pb à 16.8% dans notre modèle). Selon nous, une accélération plus rapide que prévu de la Mop ajustée (vers 17% ou plus), grâce notamment à un très bon levier opérationnel, renforcerait très certainement l'attrait du titre auprès des investisseurs.



Risques

- Le potentiel de hausse nous semble limité sur Intertek, après la bonne performance du titre au cours des derniers mois (+17% depuis le début de l'année). Intertek se traite désormais autour de ses multiples de valorisation historiques (19-20x les résultats 2024-25E vs 19x historiquement). Dans ce contexte, nous pensons que les investisseurs ont déjà bien anticipé le redressement des marges attendu en 2024. Par ailleurs, la cible de croissance organique des revenus du management pour les années à venir (+5%/an) nous semble plutôt conservatrice, en particulier comparé aux concurrents (+5-7% pour SGS, >5% pour Bureau Veritas). Au sein du secteur, nous estimons que le potentiel de hausse est plus intéressant sur Bureau Veritas (opinion positive), qui continue de se négocier avec une décote par rapport à Intertek et SGS, malgré une très bonne performance opérationnelle.
- Le principal risque pour les entreprises de TIC serait un ralentissement plus fort que prévu de l'économie mondiale. Historiquement, nous avons observé une forte corrélation entre l'évolution du PIB mondial et la croissance organique du secteur. Même si les récents indicateurs macroéconomiques mondiaux ont montré une résilience des économies dans les pays développés, nous ne sommes pas à l'abri d'un net ralentissement, voire d'une récession, notamment si les banques centrales maintiennent une politique monétaire restrictive durant une plus longue période (en particulier la Fed). Un tel scénario pénaliserait Intertek, dont près de 40% des revenus sont liés à des activités cycliques.

Conclusion

Nous apprécions les perspectives à moyen-long terme de Intertek, mais le titre a déjà bien performé au cours des derniers mois. Le potentiel de hausse nous semble désormais plus limité sur la valeur. Opinion neutre. Objectif de GBp 5 100.

Knaus Tabbert (EUR 42.50)

30 avril 2024

Opinion Positive / Objectif de cours EUR 58.00

Benoit Salvagnol

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (EUR)	2023	2024E	2025E	2026E
CA (m)	1 441	1 489	1 668	1 864
EBE (m)	124	126	151	179
REX (m)	96	94	114	135
RNpg publié (m)	60	59	73	88
BPA retraité	5.81	5.65	7.04	8.45
Dividende net	2.90	2.82	3.51	4.21
P/E (x)	8.2	7.5	6.0	5.0
VE/EBE (x)	6.0	5.0	4.1	3.4
ROE retraité	35.5%	28.4%	30.1%	30.2%
Dettes fin./FPpropres	120.1%	81.5%	62.3%	50.4%

Actionnariat :
Flottant 29.1%,
Willem Paulus de Pundert 40.8%,
Catalina CP 25.1%,
Caledonia Ltd 5.0%.

Résultats du 1S24 :
8/08/2024.

Nombre d'actions 10,4 m
Capitalisation boursière EUR 441m
Volume quotidien ('000) €
Stoxx Europe 600 504.3
Code ISIN DE000A2YN504
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans 34%
Rendement 2024E 7%
Taux de distribution 2024E 50%

Un sérieux « challenger ».

Basé en Allemagne, Knaus Tabbert Group (KTG) est un des plus importants fabricants de véhicules de loisirs (VDL) en Europe. Le groupe opère sur le marché des camping-cars (40% des unités vendues), des caravanes (37%) et des vans convertibles (23%) au travers de ses marques, comme *Knaus*, *Tabbert*, *Weinsberg*, *T@B* et *Morelo*. En 2023, KTG a vendu >30 000 véhicules et a généré >EUR 1.4 md de revenus, répartis entre le segment *premium* (88% - prix jusqu'à EUR 140 000) et le *luxe* (12% - prix jusqu'à EUR 700 000). Géographiquement, le groupe réalise ~75% de son activité en Allemagne, ~24% dans le reste de l'Europe et ~1% dans le monde.

Événement récent

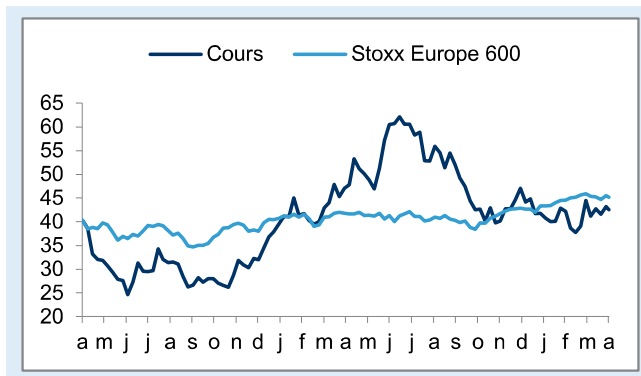
• Le 28/04, Knaus Tabbert a publié des résultats 2023 en ligne avec les attentes. Les revenus ont augmenté de 37% en publié à EUR 1.4 md et la marge d'EBE a progressé de 190 pb à 8.6%.

Opportunités

• Le marché des VDL est structurellement bien orienté. D'une part, le vieillissement de la population en Europe est un déterminant important de l'activité, étant donné que la majorité des usagers de VDL sont des seniors avec un pouvoir d'achat élevé (âgés de >50 ans). L'arrivée de la dernière génération de *baby-boomers* (nés entre 1943 et 1960) à la retraite devrait ainsi soutenir le secteur. D'autre part, le marché sera porté par la tendance du *vanlife* (mode de vie consistant à voyager en van), en particulier du côté des jeunes à la recherche de liberté et de flexibilité. Ce mode de tourisme est aussi considéré comme plus respectueux de l'environnement, comparé aux voyages long-courriers à forte intensité carbone. Dans l'ensemble, l'attrait des VDL a été confirmé lors des récents salons. L'affluence a été particulièrement forte au salon organisé à Düsseldorf du 25 août au 3 septembre 2023 (un des plus importants salons pour le secteur), avec 254 000 visiteurs (+8% sur un an).

• Nous apprécions la stratégie de KTG, qui pourrait lui permettre de gagner des parts de marché dans le secteur. Derrière le *leader* européen Trigano, KTG se place comme un sérieux « challenger », grâce à : 1) sa stratégie d'approvisionnement ; 2) la hausse de ses capacités de production et 3) l'introduction de modèles innovants. Le groupe a réduit sa dépendance à *Stellantis* pour la construction de châssis, en introduisant des véhicules avec des châssis issus d'autres fournisseurs (e.g. *Ford*, *MAN*, *Mercedes*...). Désormais, *Stellantis* compte pour <50% des châssis fournis au groupe, contre >70% en 2022. KTG se démarque également grâce à sa capacité à innover, avec un focus notable vers les véhicules électriques. Le groupe a par exemple lancé en 2023 une remorque de camping conçue spécifiquement pour être tractée par des véhicules électriques. Par ailleurs, le groupe continue de « bifurquer » vers les véhicules motorisés (camping-cars, vans convertibles) aux dépens des caravanes à plus faible valeur ajoutée (qui représentaient encore ~40% des véhicules vendus en 2023). Enfin, nous estimons que le groupe continuera à accroître ses capacités de production (>40 000 unités en 2025E vs 35 000 unités en 2023).

• Nous sommes confiants concernant les perspectives de croissance des ventes de KTG. Au cours des prochaines années, l'activité sera soutenue par l'évolution du mix-produits vers les véhicules à forte valeur ajoutée, comme les camping-cars. Par ailleurs, les tensions dans la chaîne d'approvisionnement (pénurie de châssis) se sont



largement atténuées au cours des derniers mois, conduisant à une montée en cadence de la production. De plus, la hausse des prix des véhicules sera aussi un contributeur important aux ventes au cours des prochaines années. Ainsi, après une légère croissance du CA en 2024E (+3%), nous prévoyons une accélération de la dynamique en 2025-26E (+12%/par an). Au sein du secteur, nous privilégions les acteurs disposant d'un portefeuille de produits haut-de-gamme, comme KTG, face aux incertitudes macroéconomiques en Europe.

Risques

• Nous anticipons une dégradation de l'environnement de marché à moyen terme/long terme. Nous estimons que la levée des goulots d'étranglement qui pesaient sur la production de VDL a déjà permis aux distributeurs de reconstituer leurs stocks, afin de mieux répondre à la demande finale des clients. Ces derniers pourraient en conséquence limiter leurs commandes futures auprès des fabricants face aux pressions sur le pouvoir d'achat des ménages. Les prix élevés des véhicules et la hausse des taux d'intérêt, qui a considérablement réduit les capacités d'emprunts des ménages, risquent effectivement de peser sur la demande finale, notamment pour les clients à plus faibles revenus. Néanmoins, avec son portefeuille de produits haut-de-gamme, KTG nous semble moins exposé face au risque de dégradation de l'environnement de marché, tandis que l'activité de son concurrent français Trigano sera selon nous davantage sous pression.

• L'avenir de l'industrie des véhicules de loisirs est en sursis, étant donné que la commercialisation de véhicules neufs à moteurs thermiques sera interdite dans l'Union européenne à partir de 2035. Cette règle risque de mettre à mal les constructeurs comme KTG, car le passage au tout électrique représente un défi majeur pour le secteur (kilométrage élevé, autonomie, poids du véhicule...).

Conclusion

Nous apprécions les fondamentaux de l'industrie des véhicules de loisirs. Nous pensons que KTG est bien positionné pour saisir plusieurs opportunités de croissance et gagner des parts de marché. Opinion positive. Objectif de EUR 58.

SGS (CHF 81.06)

30 avril 2024

Opinion Neutre / Objectif de cours CHF 86.00

Benoit Salvignol

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (CHF)	2023	2024E	2025E	2026E
CA (m)	6 622	6 835	7 188	7 560
EBE (m)	1 424	1 537	1 640	1 774
REX (m)	857	953	1 032	1 140
RNpg publié (m)	553	603	645	718
BPA retraité	3.50	3.55	3.77	4.15
Dividende net	3.20	3.20	3.20	3.20
P/E (x)	23.3	22.9	21.5	19.5
VE/EBE (x)	12.6	11.7	10.9	10.0
ROE retraité	130.2%	114.1%	88.5%	89.1%
Dettes fin./FPropres	503.7%	227.1%	214.9%	181.1%

Actionnariat :
Flottant 76.2%,
Famille Desmarais & Frère
18.8%,
BlackRock 5.0%.

Revenus du 1S24 :
24/07/2024.

Nombre d'actions 189.3 m
Capitalisation boursière CHF 15 342 m
Volume quotidien ('000) 810
Stoxx Europe 600 504.3
Code ISIN CH1256740924
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans 1%
Rendement 2024E 4%
Taux de distribution 2024E 90%

Un sentiment de marché trop faible !

SGS est le leader mondial de l'industrie des TIC (Test, Inspection et Certification), devant Intertek et Bureau Veritas. Le groupe opère dans presque tous les secteurs d'activités de l'économie à travers le monde. Fin 2023, les revenus étaient répartis entre : 1) Industries & Environnement (33% - solutions pour les marchés du bâtiment et des infrastructures, de la cybersécurité, du transport, de l'énergie...); 2) Ressources naturelles (24% - géochimie/pétrochimie, matières premières, produits agricoles...); 3) Connectivité & Produits (19% - automobile, connectivité, services gouvernementaux et échanges internationaux...); 4) Santé & Nutrition (13% - alimentaire, cosmétique & hygiène, science de la vie...) et 5) Assurance commerciale (11% - évaluation, audit et certification...). Géographiquement, SGS réalise des revenus en Europe (36%), en Asie-Pacifique (34%), en Amérique du Nord (12%), en Amérique latine (9%) et en Afrique/Moyen-Orient (9%).

Événement récent

•SGS a publié ses ventes du 1T24 le 26/04. Le groupe a affiché une croissance du CA de 7.1% en organique. Le management a réitéré ses prévisions pour 2024, visant une croissance organique de 5-7%.

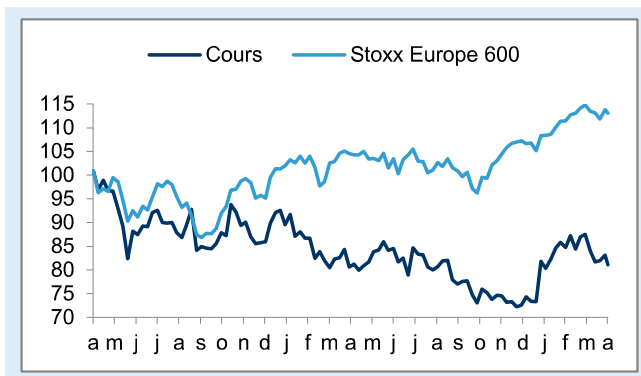
Opportunités

•Les changements au sein de nos sociétés sont des moteurs de croissance structurels pour l'industrie des TIC. En effet, au fur et à mesure que notre société évolue, le cadre réglementaire doit s'adapter, générant ainsi de nouvelles normes et réglementations à respecter. La hausse des échanges internationaux et la complexification des chaînes d'approvisionnement entraînent également une demande croissante pour les normes de qualité et de conformité des produits. En parallèle, les gouvernements tendent volontairement à durcir les normes dans certains domaines, en imposant par exemple des règles environnementales plus rigoureuses. L'accélération du déploiement des infrastructures dans les pays en développement est également un facteur de soutien pour l'industrie des TIC. Enfin, les nouvelles technologies telles que l'intelligence artificielle (IA) risquent de faire l'objet d'une réglementation plus stricte. Les entreprises de TIC ont ainsi la possibilité de créer de nouvelles offres autour de la thématique de l'IA. En tant que leader mondial du secteur des TIC, SGS nous semble bien positionné pour profiter de l'ensemble de ces tendances.

•La stratégie du groupe va selon nous dans le bon sens. Le management a en effet dévoilé en janvier un nouveau plan stratégique à horizon 2027, qui a pour but d'accélérer la croissance et de rétablir la confiance des investisseurs après plusieurs déceptions au cours des 2 dernières années. Dans ce contexte, SGS vise : 1) une croissance organique de 5-7%/an ; 2) une progression de la Mop ajustée de 150 pb d'ici 2027 et 3) une conversion de la trésorerie de >50%. Le groupe a aussi effectué des changements importants au sein du management, avec notamment la nomination de Geraldine Picaud en tant que directrice générale à la place de Frankie Ng. Nous comprenons que cette nomination pourrait permettre d'ouvrir un nouveau chapitre dans l'histoire de SGS.

Risques

•Le sentiment de marché à l'égard de SGS est encore trop faible selon nous pour faire preuve d'optimisme sur le titre. Au cours des



deux dernières années, le groupe a déçu les investisseurs en matière de résultats. En 2023, SGS a été la seule grande société de TIC (avec Eurofins) à enregistrer une érosion de ses marges, avec une Mop ajustée en baisse de 70 pb à taux de change constants. Ainsi, même si le groupe cherche à « redorer son image », nous ne sommes pas à l'abri d'une nouvelle déception en matière de rentabilité en 2024E. Nous remarquons d'ailleurs que l'objectif de progression de la Mop (+150 pb d'ici 2027) reflète exclusivement l'effort de réduction des coûts (EUR 100 m). En outre, le groupe restera confronté à des vents défavorables au niveau des devises, en raison du renforcement du franc suisse face aux autres devises (euro, dollar...).

•Le principal risque pour les entreprises de TIC serait un ralentissement plus important que prévu de l'économie mondiale. Historiquement, nous avons observé une forte corrélation entre l'évolution du PIB mondial et la croissance organique du secteur. Même si les récents indicateurs macroéconomiques mondiaux ont montré une résilience des économies dans les pays développés, nous ne sommes pas à l'abri d'un net ralentissement, voire d'une récession, notamment si les banques centrales maintiennent une politique monétaire restrictive durant une plus longue période (en particulier la Fed). Un tel scénario pénaliserait SGS, qui dispose de la plus importante exposition cyclique dans le secteur (>40% du CA).

•La valorisation du titre ne nous semble pas attractive. SGS se négocie au-dessus de ses multiples historiques (~18x le REX 2024E vs ~17x historiquement). Le groupe dispose par ailleurs du levier financier le plus élevé du secteur (2x l'EBE 2023), reflétant une faible génération de trésorerie au cours des dernières années. Au sein du secteur, nous privilégions Bureau Veritas (opinion positive).

Conclusion

Nous apprécions le positionnement de leader de SGS au sein des TIC. Même si les perspectives à moyen/long terme sont favorables, les vents contraires liés au renforcement du franc suisse et la valorisation élevée du groupe incitent à la prudence. Le sentiment du marché à l'égard de la valeur nous semble également encore trop faible. Opinion neutre. Objectif de cours de CHF 86.

Trigano (EUR 143.50)

30 avril 2024

Opinion Neutre / Objectif de cours EUR 145.00

Benoit Salvignol
Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/08 (EUR)	2022/23	2023/24E	2024/25E	2025/26E
CA (m)	3 480	3 830	3 506	3 635
EBE (m)	480	524	430	436
REX (m)	423	462	370	375
RNpg publié (m)	308	347	284	293
BPA retraité	15.98	17.99	14.73	15.20
Dividende net	3.50	3.77	2.94	3.03
P/E (x)	7.5	8.0	9.7	9.4
VE/EBE (x)	4.5	4.6	5.0	4.5
ROE retraité	20.9%	19.9%	14.3%	13.2%
Dettes fin./FPpropres	-12.1%	-20.5%	-31.8%	-36.9%

Actionnariat :
Flottant 42.1%,
Famille Feuillet 57.9%.

Nombre d'actions	19.3 m
Capitalisation boursière	EUR 2 775 m
Volume quotidien ('000)	33
Stoxx Europe 600	504.3
Code ISIN	FR0005691656
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	1%
Rendement 2024E	3%
Taux de distribution 2024E	2%

Résultats du 1S23/24 (clos fin février) :
14/05/2024.

Les feux antibrouillards sont activés !

Trigano est le leader européen de la construction de véhicules de loisirs (VDL). Avec des unités de production basées dans 6 pays (France, Italie, Allemagne, Angleterre, Espagne et Slovénie), le groupe dispose d'un portefeuille de 27 marques distribuées par l'intermédiaire d'un vaste réseau de distribution. Trigano a deux activités : 1) les VDL (96% des ventes au 1S23/24, clos fin février), dont les camping-cars (81%), les caravanes (5%), les mobil-homes (3%), les accessoires (6%) et les autres VDL (1%); et 2) les Equipements de loisirs (4%), comprenant les remorques, le matériel de camping et les équipements de jardin. Géographiquement, les ventes du groupe sont réparties entre : 1) la France (~31%); 2) l'Allemagne (~25%); 3) le Royaume-Uni (~10%); 4) l'Italie (~5%); 5) l'Espagne (~5%) et 6) les autres pays (~24%).

Événement récent

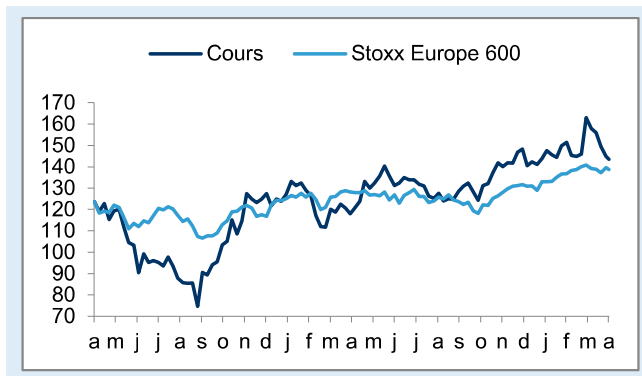
• Le 27/03, Trigano a publié des chiffres supérieurs à nos attentes au titre du 2T23/24 (clos fin février). Les ventes ont progressé de 16% en organique à EUR 974 m, soit 6% au-dessus de nos attentes.

Opportunités

• Les conditions de marché sont favorables à court terme pour Trigano. Nous anticipons des ventes solides en 2023/24E (+9% en organique), tirées par la demande de camping-cars (principal moteur de croissance de l'activité). En effet, le carnet de commandes sature toujours les capacités de production du groupe et les conditions dans la chaîne d'approvisionnement continuent de s'améliorer. Les livraisons de châssis de la part des fournisseurs, comme Fiat ou Ford, se sont effectivement redressées au cours des derniers mois, ce qui a permis au groupe d'accélérer sa cadence de production. Lors de la publication des ventes du 1S23/24 (27/03), le management a réitéré sa confiance dans l'atteinte d'un « bon » niveau de croissance en 2023/24. Le groupe observe que : 1) la disponibilité de ses VDL s'est améliorée; 2) le marché des VDL neufs est désormais plus dynamique que le marché de l'occasion et 3) l'attrait pour les VDL reste fort, les primo-accédants représentant aujourd'hui 60% des clients (vs 30% par le passé). La forte demande pour les camping-cars a aussi été confirmée par l'affluence lors des salons et foires régionales au cours des derniers trimestres. Enfin, la hausse des prix des véhicules soutiendra encore les ventes du groupe cette année.

• Trigano dispose d'un modèle économique générateur de cash et d'une situation bilancielle saine, avec une position de trésorerie nette positive qui devrait atteindre EUR 350-400 m à fin août 2024 (vs ~EUR 200 m à fin août 2023). Fort de sa solide structure financière, le groupe entend poursuivre ses investissements dans la distribution de VDL et étudiera toute opération de croissance externe qui lui permettra de renforcer sa position de leader dans la fabrication de VDL. L'acquisition de la division Habitat de Beneteau devrait d'ailleurs être finalisée cette année (CA de EUR 320 m en 2023), renforçant ainsi son offre sur le marché des mobil-homes.

• Trigano se traite à des niveaux de valorisation historiquement bas, à ~5x le REX ajusté 2023/24E (vs 9x historiquement en moyenne). Ainsi, nous pensons que le risque de baisse du titre est limité. Les prochaines publications de ventes et de résultats risquent d'ailleurs de soutenir la valeur en Bourse.



Risques

• Nous anticipons une dégradation de l'environnement de marché à moyen terme. La levée des goulots d'étranglement qui pesaient sur la production de VDL permettra aux distributeurs de reconstituer leurs stocks. Cette normalisation des stocks est d'ailleurs déjà en cours, ce qui pourrait en conséquence limiter les commandes futures des distributeurs auprès des fabricants comme Trigano, face aux pressions sur le pouvoir d'achat des ménages. Les prix élevés des véhicules et la hausse des taux d'intérêt, qui a considérablement réduit les capacités d'emprunts des ménages, risquent effectivement de peser sur la demande finale, en particulier pour Trigano qui s'adresse à toutes les catégories de clients (vs Knaus Tabbert qui a un positionnement haut-de-gamme). Cette situation se fait déjà ressentir sur les ventes de caravanes, qui ont reculé de >20% en organique au 1S23/24, dont la clientèle (plus jeune que pour les camping-cars) a davantage été impactée par la hausse des taux. Nous pensons que les volumes de camping-cars pourraient aussi être pénalisés à moyen terme. Compte tenu de ces éléments, le pouvoir de fixation des prix de Trigano devrait s'estomper au cours des prochaines années. Ainsi, la dégradation de l'environnement de marché pourrait peser sur les ventes et les marges du groupe à moyen terme. En 2024/25E, nous anticipons d'ailleurs une baisse des ventes de 9% en organique et une contraction de la Mop ajustée à 10.6% (vs ~12% en 2023/24E).

• L'avenir de l'industrie des véhicules de loisirs est en sursis, étant donné que la commercialisation de véhicules neufs à moteurs thermiques sera interdite dans l'Union européenne à partir de 2035. Cette règle risque de mettre à mal les constructeurs comme Trigano, car le passage au tout électrique représente un défi majeur pour le secteur (kilométrage élevé, autonomie, poids du véhicule...).

Conclusion

Malgré des vents favorables à court terme, nous anticipons un environnement de marché dégradé à partir de l'année prochaine. Dans ce contexte, nous pensons que Trigano n'est pas équipé pour faire face à une moins bonne visibilité. Au sein du secteur, nous privilégions le groupe allemand Knaus Tabbert. Opinion Neutre.