

## Delfingen

Industrie

## Le feu passe au vert

|                          |                 |                |
|--------------------------|-----------------|----------------|
| <b>Achat</b>             | Potentiel       | 37%            |
| <b>Objectif de cours</b> |                 | <b>10,90 €</b> |
| Cours au 09/10/2012 (c)  |                 | 7,93 €         |
| NYSE Euronext Comp C     |                 |                |
| Reuters / Bloomberg      | DELFP.A / DELFP |                |

| Performances  | Ytd   | 1m    | 3m    | 12m   |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| Perf. Absolue | 14,4% | 6,9%  | 14,7% | -1,3% |
| Perf Small 90 | 4,5%  | -0,9% | 4,3%  | -1,5% |

## Informations boursières (en M €)

|                            |        |        |
|----------------------------|--------|--------|
| Capitalisation (M €)       |        | 16,2   |
| Nb de titres (en millions) |        | 2,0    |
| Flottant                   |        | 15%    |
| Famille Streit             |        | 73%    |
| Volume 6 mois (titres)     |        | 146    |
| Extrêmes 12 mois           | 5,00 € | 8,14 € |

## Données financières (en M €)

| au 31/12          | 2010  | 2011  | 2012e | 2013e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| CA                | 107,2 | 112,5 | 124,4 | 139,9 |
| var %             | 39%   | 5%    | 11%   | 12%   |
| EBE               | 10,7  | 7,9   | 10,8  | 12,9  |
| % CA              | 10,0% | 7,1%  | 8,7%  | 9,2%  |
| ROC               | 5,5   | 4,6   | 7,7   | 9,4   |
| % CA              | 5,1%  | 4,1%  | 6,2%  | 6,7%  |
| RN pdg            | 1,8   | 0,8   | 3,7   | 5,1   |
| % CA              | 17%   | 0,7%  | 3,0%  | 3,6%  |
| Bnpa (€)          | 0,90  | 0,37  | 1,81  | 2,49  |
| Gearing (%)       | 73%   | 73%   | 73%   | 66%   |
| ROCE (%)          | 11%   | 8%    | 13%   | 14%   |
| ROE (%)           | 6%    | 3%    | 13%   | 14%   |
| Dette nette 2011  | 22,3  |       |       |       |
| Dividende n (est) | 0,7   |       |       |       |
| Yield (%)         | 9%    |       |       |       |

## Ratios

|            | 2010 | 2011 | 2012e | 2013e |
|------------|------|------|-------|-------|
| VE/CA (x)  | 0,4  | 0,3  | 0,3   | 0,3   |
| VE/EBE (x) | 3,6  | 4,8  | 3,6   | 3,0   |
| VE/ROC (x) | 7,0  | 8,3  | 5,0   | 4,1   |
| PE (x)     | 8,8  | 21,5 | 4,4   | 3,2   |

## Analyste :

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

Sur un marché de la protection des faisceaux électriques embarqués dans les voitures estimé à 500 M€, Delfingen affiche une position de leader en Amérique du Nord et en Europe. La société a installé son positionnement dominant sur son cœur de métier à travers un travail différenciant sur les produits et services favorisant la croissance organique et à travers un plan de croissance externe déployé depuis 20 ans (15 acquisitions à date).

Avec plus de 92% de son chiffre d'affaires généré par les constructeurs et équipementiers automobiles, la performance de Delfingen est corrélée à celle de la production automobile mondiale. Un marché qui s'établit en 2011 à 76,6 millions de véhicules produits dans le monde, en croissance de 2,9% (malgré la chute de production en Asie liée au séisme au Japon et aux inondations en Thaïlande) et qui accélère sa croissance en 2012 avec +9% sur le S1 2012 (soutenue par le rattrapage de la production en Amérique du Nord et par l'Asie). Implantée à 50% en Amérique du Nord et accélérant son implantation en Asie, Delfingen est très bien positionnée pour capter la croissance globale du marché de l'automobile.

Engagée depuis 2010 dans un tournant stratégique majeur visant à accélérer la diversification de ses activités vers des produits automobiles à plus forte valeur ajoutée (gainés de protection en textile, systèmes de transfert des fluides) et vers le secteur hors automobile (protection haute température...), Delfingen capitalise sur son savoir-faire technologique pour saisir des opportunités de croissance. Ajouté au déploiement d'un programme de génération de cash qui affiche son plein effet dès le S1 2012, Delfingen possède les atouts pour poursuivre son développement à l'international sur des segments à forte valeur ajoutée et dans des zones à forte croissance.

Delfingen entend atteindre un chiffre d'affaires de 200 M€ d'ici 2017 en continuant son déploiement à l'international vers les zones les plus dynamiques (Asie, Amérique du sud, Amérique centrale), en poursuivant la diversification de ses produits et en procédant à des acquisitions. Nous sommes confiants dans la capacité du groupe à capter la croissance sur son marché historique et sur ses nouveaux marchés tout en affichant un niveau de marge opérationnelle en hausse, favorisé par un mix produit porteur et une gestion rigoureuse (MOP attendue à 7,7% d'ici 2015).

**Nous initions la couverture de Delfingen avec une opinion Achat et un objectif de cours à 10,90€ issu de la moyenne des valorisations par DCF et par comparables.**



## Sommaire

|  |           |
|--|-----------|
| <b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>   | <b>5</b>  |
| <b>MATRICE SWOT</b>  | <b>7</b>  |
| <b>DELFINGEN: UN EQUIPEMENTIER A FORTE VALEUR AJOUTEE</b>                      | <b>8</b>  |
| LE SPECIALISTE MONDIAL DE LA PROTECTION AUTOMOBILE                             | 8         |
| UNE IMPLANTATION GEOGRAPHIQUE PORTEUSE DE CROISSANCE                           | 9         |
| DIVERSIFICATION PAR CROISSANCE EXTERNE   | 9         |
| UN MIX PRODUIT FAVORISANT LES MARGES   | 10        |
| <b>PRESENTATION DES ACTIVITES</b>  | <b>11</b> |
| UNE GAMME DE PRODUITS AUTOMOBILES QUI SE DIVERSIFIE                            | 11        |
| UNE CROISSANCE FORTE DU PORTEFEUILLE HORS AUTOMOBILE                           | 14        |
| UNE ORGANISATION MONDIALE AU PLUS PROCHE DES CLIENTS                           | 15        |
| <b>UN BUSINESS MODEL SOLIDE</b>  | <b>18</b> |
| UNE CROISSANCE QUI SURPERFORME LA PRODUCTION AUTOMOBILE MONDIALE               | 18        |
| DES GAINS DE PARTS DE MARCHE QUI SOUTIENNENT LA CROISSANCE                     | 18        |
| UNE MARGE BRUTE SOUTENUE PAR LA MARGE COMMERCIALE ET LES GAINS DE PRODUCTIVITE | 19        |
| <b>UN MARCHÉ DE L'AUTOMOBILE A PLUSIEURS VITESSES</b>                          | <b>21</b> |
| MATURITE DE L'OCCIDENT ET EXPLOSION DES EMERGENTS                              | 21        |
| UN PAYSAGE CONCURRENTIEL CONCENTRE   | 24        |
| <b>PERSPECTIVES DE DEVELOPPEMENTS STRATEGIQUE ET FINANCIER</b>                 | <b>25</b> |
| ANALYSE DES RESULTATS SEMESTRIELS 2012   | 25        |
| PERSPECTIVES STRATEGIQUES  | 27        |
| PERSPECTIVES FINANCIERES   | 30        |
| <b>VALORISATION</b>  | <b>34</b> |
| VALORISATION PAR LES DCF   | 34        |
| VALORISATION PAR LES COMPARABLES   | 36        |
| <b>ELEMENTS FINANCIERS</b>   | <b>38</b> |
| COMPTE DE RESULTAT   | 38        |
| BILAN  | 39        |
| FLUX DE TRESORERIE   | 39        |



## Argumentaire d'investissement

Sur un marché de la protection des faisceaux électriques embarqués dans les voitures estimé à 500 M€, Delfingen affiche une position de leader en Amérique du Nord et en Europe. La société a installé son positionnement dominant sur son cœur de métier à travers un travail différenciant sur les produits et services favorisant la croissance organique et à travers un plan de croissance externe déployé depuis 20 ans (15 acquisitions à date).

Avec plus de 92% de son CA généré par le secteur automobile, Delfingen a engagé depuis 2010 un tournant stratégique majeur visant à accélérer la diversification de ses activités vers des produits automobiles à plus forte valeur ajoutée (gainés de protection en textile, systèmes de transfert de fluides) et des produits hors automobile (protection haute température...). Ajouté au déploiement d'un programme de génération de cash qui affiche son plein effet dès le S1 2012, Delfingen possède les atouts pour poursuivre son développement à l'international sur des segments à forte valeur ajoutée et dans des zones à forte croissance.

### Leader européen et américain sur son segment historique

Sur le secteur de la protection (69% du CA 2011), Delfingen conçoit, fabrique et distribue des gainés permettant, dans le secteur automobile, de protéger les mètres de câble logés dans les voitures qui sont exposés à des situations extrêmes en termes de température, vibration, abrasion, oxydation... Les systèmes de protection de Delfingen sont utilisés par les plus grands câbleurs (Delphi, Yazaki, Lear, Leoni, Sumitomo ...) et sont montés chez les principaux constructeurs (GM, Toyota, Ford, PSA...). Delfingen est ainsi leader sur la production de gainés de protection pour le secteur automobile en Europe, en Amérique du Nord et Centrale.

### Un groupe français à résonance mondiale

Depuis 1992, Delfingen se tourne vers l'international afin de relayer sa croissance. Après un premier pas en Espagne, le groupe s'est progressivement implanté dans les zones de production à bas coûts dans lesquelles se sont installés ses clients clés équipementiers et constructeurs automobiles (Maroc, Roumanie, Mexique). En parallèle le groupe réalise une grande partie de son chiffre d'affaires en Amérique du Nord (50% du CA 2011) compte tenu de son implantation historique sur le marché (1997). L'Amérique du Nord est aujourd'hui en phase de rattrapage et affiche une croissance de sa production automobile de +22,1% au S1 2012 (vs +9% en moyenne dans le monde selon IHS). Delfingen est très bien positionnée pour capter sa croissance.

Suivant les évolutions de consommation et de production, le groupe s'est également implanté en Asie avec une présence en Chine, Corée, Japon, Philippines et Inde qui va permettre au groupe de capter la très forte croissance de la production automobile sur la zone (+15,3% au S1 2012 selon IHS).

Delfingen couvre désormais 17 pays à travers 24 sites afin d'être au plus près de ses clients et de bénéficier d'une présence locale qui lui permet de proposer des services à forte valeur ajoutée comme la livraison en juste-à-temps ou la personnalisation des produits.

### **Une diversification porteuse pour une croissance durable**

Delfingen s'inscrit dans la diversification de son portefeuille de produits en proposant son savoir-faire technique à d'autres secteurs. Ces « marchés de spécialités » représentaient en moyenne 8,4% du chiffre d'affaires ces trois dernières années et sont appelés à se développer. Delfingen a ainsi développé une gamme de produits extrudés destinés au transport de fluides pour le marché du bâtiment (segment HPS-Hydrocable Pipe System) et une gamme de produits tressés dédiés à la distribution électrique (segment ETIS – Electrical & Thermal Insulation Sleeving). Ce dernier est appelé à doubler de taille avec l'acquisition de Hilec aux Etats-Unis en août 2012. Delfingen diversifie ainsi son portefeuille clients avec des industriels tels que General Electric, Alstom ou Toshiba. Dans le même temps, Delfingen propose des prestations d'assemblages dans ses usines du Portugal et de Roumanie qui permettent de remonter dans la chaîne de valeur avec une prestation de service mieux margée que la fabrication de pièces standardisées.

### **Un pilotage opérationnel sur lequel repose la croissance**

La mise en place de la nouvelle Direction des Opérations en 2011 a engagé la société dans un plan industriel de réduction des coûts qui porte pleinement ses fruits dès le S1 2012. Delfingen a ainsi optimisé son taux de marge brute (de 41,3% à S1 2011 à 45,1% au S1 2012) en préservant ses marges commerciales compte tenu de sa position de leader mais aussi en réalisant des gains de productivité conséquents (2,9 M€) avec la modernisation du parc machines (baisse des rebuts et augmentation de la productivité horaire), l'abandon de certaines lignes de productions déficitaires (en France notamment) et la délocalisation de la production à faible valeur ajoutée en Slovaquie (tout en intégrant une nouvelle activité de production de gaines textile en France). Dans le même temps, les frais généraux et charges de personnel restent également maîtrisés avec une croissance respective de 5,5% et 6,3% (pour une croissance de 10% du CA). Le BFR bénéficie également, dès le S1 2012, du nouveau pilotage opérationnel avec, notamment, l'optimisation du niveau de stocks (de 40 à 25 jours de CA).

**Nous estimons que Delfingen met ainsi en place les moyens de financer et d'assumer sa croissance en optimisant la génération de marge et de cash. La guidance de 6% de marge opérationnelle nous parait ainsi prudente et la diversification des activités nous amènent à situer l'objectif de marge d'exploitation à 7,7% en 2015.**

## Matrice SWOT

### Forces

- Leadership en Europe et aux Etats-Unis sur son cœur de métier (gainés de protection)
- Atteinte de la taille critique et sécurisation de la marge commerciale
- Bonne rentabilité et optimisation de la productivité avec un impact sur la marge opérationnelle favorable dès 2012
- Diversification du risque géographique à travers l'implantation dans 17 pays
- Notoriété et reconnaissance des clients sur le secteur de l'équipement automobile
- Qualité du management
- Historique d'intégrations réussies
- Bilan solide et assise financière pour poursuivre la politique de croissance externe
- Un niveau d'investissement maintenu élevé pour préserver ses parts de marché
- Gouvernance et responsabilité social (Fondation Delfingen)

### Opportunités

- Dynamisme de la consommation des pays émergents et ASEAN en particulier
- Implantation auprès des constructeurs chinois en Chine
- Rebond de la consommation américaine et vieillissement du parc automobile qui est appelé à se renouveler
- Complexification des systèmes/réseaux embarqués et augmentation du câblage dans les voitures

### Faiblesses

- Forte dépendance au secteur automobile et auprès de certains clients mais diversification en cours
- Sensibilité du chiffre d'affaires au taux de change €/€
- Intensité capitalistique forte qui nécessite un niveau d'investissement relativement élevé pour préserver le positionnement de leadership et prendre des parts de marché sur les nouveaux marchés
- Exposition encore faible au marché asiatique compte tenu de l'arrivée plutôt tardive de Delfingen mais qui est en phase de fort développement
- Croissance organique faible sur le segment historique de protection des câbles des véhicules par gainés

### Menaces

- Secteur automobile en Europe en déclin en 2012 mais exposition décroissante de Delfingen sur la zone (34% en 2011 vs 37% en 2008)
- Difficulté de remporter des appels d'offres auprès des constructeurs allemands malgré l'homologation, compte tenu de la politique de référencement allemande
- Sensibilité à la saturation des capacités de production des matières premières et relative sensibilité aux hausses de prix
- Concurrence vive et faible part de marché sur le secteur de l'assemblage et des gainés textiles
- Pression salariale en Chine mais présence nécessaire pour travailler avec les constructeurs chinois

## Delfingen: un équipementier à forte valeur ajoutée

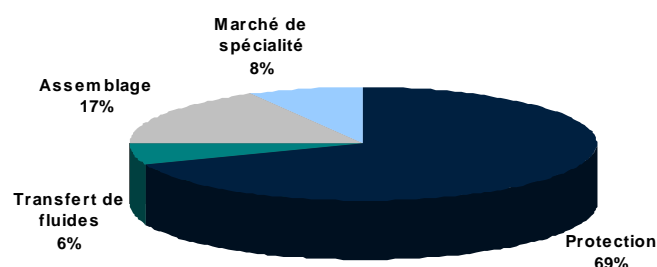
### Le spécialiste mondial de la protection des faisceaux électriques dans l'automobile

Créée en 1954, Delfingen est devenu le leader de la protection des faisceaux électriques sur le secteur automobile qui lui confère désormais une assise financière et opérationnelle pour développer de nouveaux produits sur de nouveaux marchés tout en capitalisant sur son savoir-faire technologique de transformation de matière plastique, son expertise de supply chain management mondial et son implantation internationale.

Fabricant essentiellement des gaines annelées en plastique dans les années quatre-vingt (gamme de produits qui représente encore 50% environ du segment de la protection des véhicules, soit près de 40 M€), Delfingen a élargi sa gamme avec des produits présentant des propriétés de résistances supérieures. Depuis 2010, Delfingen a accéléré sa diversification en proposant des gammes de produits de protection textile des faisceaux et souhaite accélérer le développement des systèmes de transferts de fluides et des prestations d'assemblage.

L'activité de Delfingen s'articule désormais autour de trois principaux pôles d'activités complémentaires dans l'automobile : les systèmes de protection, de transfert de fluides et les prestations d'assemblage et d'un pôle hors automobile, dit « Marché de spécialité », pour les secteurs de la construction et de l'équipement électrique.

#### Répartition du chiffre d'affaires 2011



source : société / Euroland Corporate



## Une implantation géographique porteuse de croissance

En ouvrant son premier site en Espagne en 1992 pour accompagner les câbleurs cherchant à produire moins cher qu'en France, Delfingen s'engage dans un plan de développement européen. La société ouvre des sites de production dans les pays à bas coûts salariaux comme le Portugal, le Maroc, la Tunisie, la Turquie, puis complète son dispositif en Europe de l'Est (Slovaquie, Roumanie).

C'est en 1997 que Delfingen investit les Etats-Unis, alors le premier marché de production automobile mondial, en procédant par acquisitions successives (dont l'acquisition du principal concurrent M&Q en 2008) qui lui permettent aujourd'hui d'être leader sur son segment historique (protection des câbles par gaines en plastique) et sur celui de la protection par fibre de verre tressée enduite. Delfingen se déploie également en Asie à travers son implantation aux Philippines en 2000 et, plus récemment, l'ouverture d'une usine à Wuhan en Chine (2010).

La présence de Delfingen dans 17 pays et sur 24 sites permet à la société de capter le potentiel de croissance sur son principal marché qu'est celui de la production automobile. Avec 50% de son chiffre d'affaires généré en Amérique du Nord et une croissance sur le S1 2012 de 22,1% de la production automobile sur la zone selon IHS, Delfingen affiche un profil défensif permettant de compenser la baisse de la production opérée en Europe (-4,6% au S1 2012), zone qui représente, avec l'Afrique, 45% du CA S1 2012.

Par sa proximité avec ses clients équipementiers et constructeurs, Delfingen tisse une relation commerciale et de service de qualité et parvient à favoriser non seulement sa croissance mais aussi ses marges avec des coûts de transport sur ventes maîtrisés (moins de 1,6% du chiffre d'affaires 2011).

## Diversification par croissance externe

L'acquisition d'Hilec en août 2012 signe la quinzième acquisition du groupe. Le développement de Delfingen au niveau international a toujours été porté par l'intégration de sociétés permettant l'acquisition de parts de marché et la mise en œuvre de synergies industrielles améliorant la performance opérationnelle. La société avait marqué un arrêt dans ses acquisitions depuis 2008 afin de se concentrer sur le pilotage opérationnel en période de crise du secteur automobile (baisse de 5% de la production automobile mondiale en 2008 et de 14% en 2009). La reprise des acquisitions accompagne la stratégie de diversification du groupe vers le pôle hors automobile et le profil de Hilec (zone dynamique et secteur hors automobile) entre pleinement dans la stratégie de développement du groupe.

## Historique des acquisitions de Delfingen

## Ouverture de sites

**2010** : Création d'une usine à Wuhan (Chine)  
**2009** : Ouverture d'un site au Brésil, d'un bureau commercial à Shanghai  
**2007** : Ouverture site de production au Brésil, et antenne commercial à Manille  
**2006** : Ouverture site de production au Mexique, centre logistique à Manille  
**2005** : Ouverture site de production en Roumanie  
**2004** : Ouverture site de production au Honduras  
**2003** : Ouverture site de production en Slovaquie et deux centres logistiques à Porto (Portugal) et Tanger (Maroc)  
**2000** : Création site de production aux Philippines  
**1999** : Création de Sofanou Tunisie  
**1996** : Création des sociétés Lima Inmo (Espagne) et Sofanou Plastik (Turquie)  
**1993** : Création de Sofanou Iberica (Esp.)

## Croissance externe

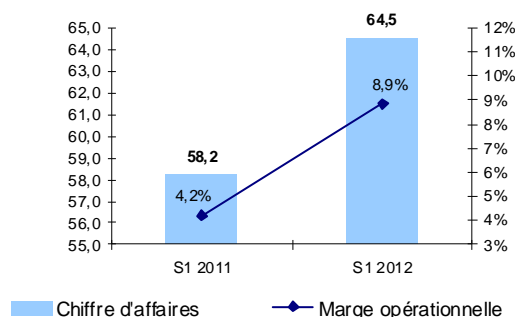
**2012**: Acquisition de Hilec (USA)  
**2008**: Acquisition div. protection des faisceaux électriques de M&Q Plastics  
**2006**: Acquisition du groupe SULEVE (Portugal, Maroc et Roumanie).  
**2001**: Acquisition de Jenisco (tressage, USA)  
**2000**: Acquisition de la division Sleeving Coating de Markel (USA)  
**1999**: Acquisition des sociétés Truesdell et APTC Plastics (USA)  
**1994** : Acquisition des sociétés Felicio (Portugal) et Plastico Simo (Espagne)

source : société / Euroland Corporate

## Un mix produit favorisant les marges

Delfingen s'est dotée d'une organisation opérationnelle qui lui permet d'afficher une nette amélioration de sa marge brute au S1 2012 qui devrait rester sur des niveaux de 44%/45% à l'avenir compte tenu des efforts de productivité réalisés et de la possibilité de préserver ses marges commerciales (au vu de sa place de leader). En parallèle, l'évolution du mix produit de Delfingen favorisant les systèmes de transfert des fluides, le textile et l'assemblage lui permet d'augmenter mécaniquement sa marge opérationnelle compte tenu : 1/ de la plus forte valeur ajoutée apportée par Delfingen, 2/ de la moindre intensité capitalistique liée à l'assemblage et d'un niveau d'investissement moins élevé.

## Évolution du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle S1 2012



source : société / Euroland Corporate

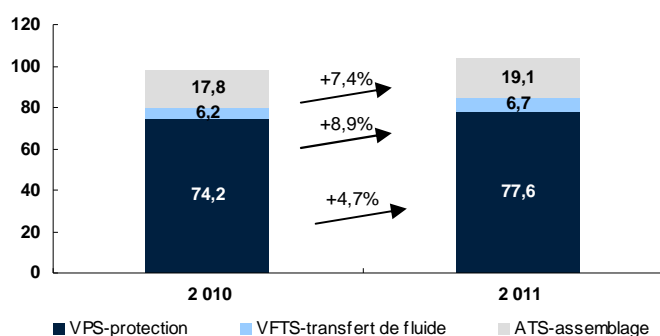
## Présentation des activités

Delfingen adresse ses produits et services principalement au secteur automobile avec 92% de son chiffre d'affaires 2011 réalisé auprès des équipementiers et constructeurs automobiles. Historiquement tourné vers la conception, la fabrication et la commercialisation de gaines de protection des faisceaux électriques (69% du CA 2011), la société a enrichi son offre de produits et de services. Delfingen propose un savoir-faire spécifique sur les systèmes de transfert de fluides (6% du CA 2011) et l'assemblage (17% du CA 2011) appelés à soutenir la croissance du groupe dans les années à venir auprès des clients du secteur automobile.

Delfingen réalise 8% de son chiffre d'affaires hors automobile avec une gamme de produits destinées à la construction (systèmes hydrocâblés de distribution des fluides domestiques) et aux équipementiers électriques (gainés d'isolation thermique et électrique). Avec un savoir-faire d'excellence acquis sur le segment automobile, Delfingen s'oriente désormais vers des produits à plus forte valeur ajoutée et des secteurs plus générateurs de marge. La diversification est devenue un axe de développement central dans la stratégie du groupe.

## Une gamme de produits automobiles qui se diversifie

### Chiffre d'affaires des gammes de produits pour le secteur automobile (M€)



source : société / Euroland Corporate (estimations 2010)

## Les systèmes de protection des véhicules: le cœur historique de Delfingen

Avec des véhicules particuliers pouvant contenir jusqu'à 5 km de câbles, faisceaux et fil électriques, les gaines de protection pour le marché automobile représentent un marché estimé à 500 M€. Les produits de protection de systèmes pour véhicules particuliers constituent la gamme de produits historiques de Delfingen et représente aujourd'hui 69% du chiffre d'affaires du groupe. La gamme est commercialisée dans le monde entier auprès des plus grands constructeurs et équipementiers automobiles.

La société conçoit, fabrique et fournit un ensemble de gaines, systèmes et de composants pour la protection et le cheminement des câblages embarqués. La multiplicité des composants de protection proposés permet de répondre à des conditions extrêmes d'utilisation, et faire face à toutes formes d'agressions et de contraintes tels que la température, l'abrasion, les vibrations, l'oxydation, l'humidité, etc. Le portefeuille de Delfingen s'articule autour des produits suivants:

- gaines plastiques extrudées, lisses et annelées
- gaines textiles, tressées et tricotées, mono et multi filaments
- gaines textiles enduites
- gaines et rubans antibruit
- accessoires injectés de raccordement, de dérivation et de fixation
- profilés et raidisseurs.



Le produit historique développé par Delfingen est la gaine annelée qui représente encore environ 50% du chiffre d'affaires du segment. Avec la croissance de la consommation de voitures, la complexification des systèmes embarqués constituent un relai de croissance pour le cœur historique de Delfingen.

Fort de son expertise dans l'extrusion et la transformation de matière plastique, Delfingen a développé une gamme de produits destinée à l'acheminement des fluides (essence, lave-glaces....)

## Les systèmes de transfert de fluides: une diversification porteuse

Delfingen développe sa gamme de systèmes de transfert de fluides en étroite collaboration avec ses clients afin d'optimiser au mieux le parcours des fluides (rendement, place...) et de répondre aux contraintes de coûts, de réglementation et de diversification des carburants. Delfingen intervient ainsi dès la conception et propose aux constructeurs et équipementiers, des tuyaux et systèmes pour l'acheminement, le remplissage, l'évacuation, le transfert et la distribution des fluides basse pression. Delfingen réalise 6% de son chiffre d'affaires 2011 avec les systèmes de transfert de fluides mais le segment est appelé à se développer très vite compte tenu des récents succès commerciaux rencontrés et de la volonté du management de mettre en avant des produits à plus forte marge. Le chiffre d'affaires « Transfert des fluides » s'affiche ainsi en hausse de 41% au S1 2012 (vs +10% pour le groupe).

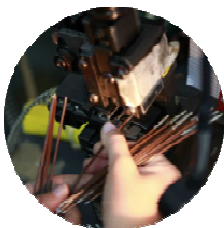
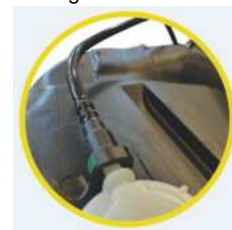
Delfingen intervient dans la fabrication des produits suivants:

- systèmes lave-glace
- systèmes refroidissement, ventilation et climatisation
- lignes carburant, canalisations sur réservoirs, sur modules de pompes, etc.

Liquide lave-glace



Ligne de carburant



Sertissage

## L'assemblage: le lien avec les secteurs hors automobile

L'assemblage est un service qui a été historiquement développé par Delfingen pour répondre à la volonté de ses clients constructeurs et équipementiers d'externaliser cette prestation. Delfingen génère 17% de son chiffre d'affaires via ces prestations d'assemblage dans ses usines au Portugal et en Roumanie.

Maîtrisant les techniques d'assemblage manuelles et semi-automatiques de composants électriques ou mécaniques, Delfingen offre ses services au secteur automobile mais ce savoir-faire pourrait être développé auprès d'autres industriels (électriques ou électronique). Ce pôle est un axe de développement et de diversification stratégique majeur et nous estimons qu'il contribuera très favorablement à la croissance du groupe.

Delfingen a fait évoluer son business model d'assemblage: 1/ en décidant de réduire l'activité d'achat/revente de composants depuis 2011, 2/ en valorisant son expertise de supply chain mondial (approvisionnement, livraison en juste-à-temps) et 3/ en intégrant en amont la conception des lignes de production.



Assemblage automatique

## Une croissance forte du portefeuille hors automobile

### L'isolation électrique et thermique bénéficie de l'acquisition d'Hilec

Compte tenu de son savoir-faire technique en protection (enduction, tissage), Delfingen a développé une large gamme de gaines d'isolation pour l'industrie et intervient auprès de tous types d'industries électriques sur le marché nord américain pour proposer des systèmes de protections thermiques et électriques. Delfingen a ainsi développé trois types de solutions principales :

- **Nu-Sleeve** : gaines d'isolation en fibre de verre enduite



- **Nu-Flex** : gaines en fibre de verre tressées ou tricotées non enduites et saturées de résine pour l'isolation haute température



- **Nu-Guard** : gaines monofilaments expansibles et produits auto-refermables pour la protection mécanique.



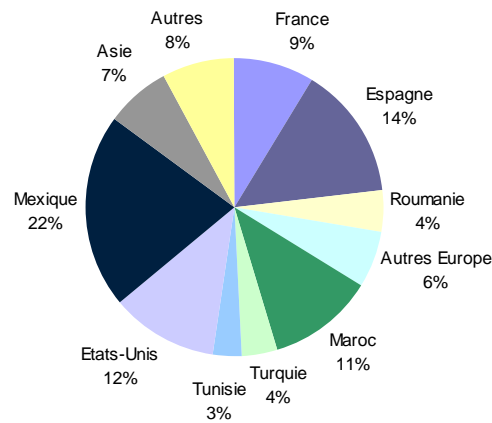
L'acquisition de Hilec en août 2012 permet à Delfingen de devenir le leader sur le marché de la gaine en fibre de verre tressée enduite et d'accélérer son développement de produits hors automobile et dans la protection électrique fortement générateur de marge.

Delfingen intervient également sur les systèmes hydrocâblés en France avec un CA de l'ordre de 3,5 M€/an qui n'est pas un axe stratégique fort mais qui permet au groupe de diversifier ses ressources avec des clients dans la construction. Les systèmes développés par Delfingen sont destinés à la distribution d'eau sanitaire et de chauffage pour la construction.

## Une organisation mondiale au plus proche des clients

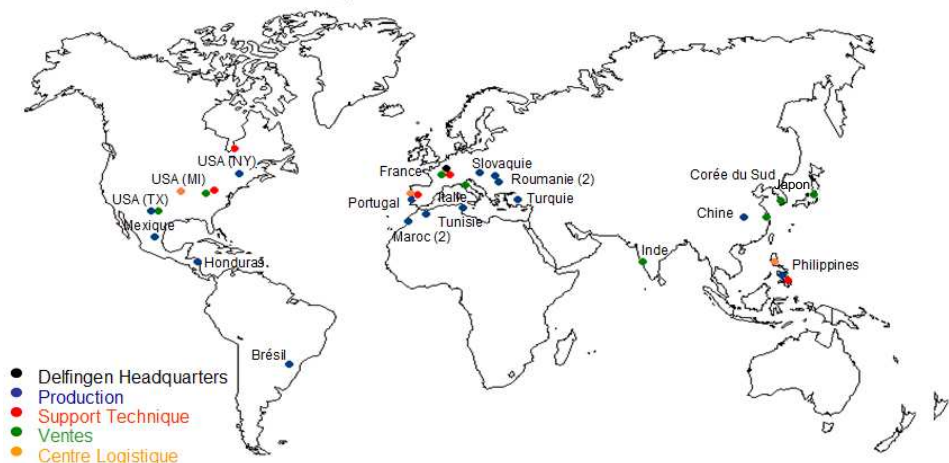
Historiquement implantée dans les grandes zones de production des constructeurs automobiles, Delfingen a accompagné ses clients au fur et à mesure de leur délocalisation dans des pays à bas coûts. Avec ses 24 sites répartis dans 17 pays, les usines de production et d'assemblage de Delfingen se trouvent à proximité de ses clients.

### Répartition du chiffre d'affaires 2011



source: société / Euroland Corporate

### Implantation géographique de Delfingen



source : société / Euroland Corporate

## Une implantation locale qui permet un service de proximité

Afin de répondre aux exigences de ses clients, Delfingen a déployé une démarche qualité sur l'ensemble de ses sites et a reçu les certifications ISO TS 16949 (certification qualité sur le secteur automobile), ISO 14001 (certification qualité environnementale) et ISO 9001 (certification qualité). Delfingen est capable de livrer en juste-à-temps, d'assurer réactivité et souplesse nécessaires à l'industrie automobile. Delfingen s'inscrit dans une démarche « Full Delivery Service » en proposant des services personnalisés et locaux tels que la customisation des produits ou la coupe à la longueur.

## Une dépendance envers le secteur automobile qui tend à se réduire

Les 5 principaux clients de Delfingen représentent 55% du CA 2011 (vs 54% en 2010), aucun d'entre eux ne représente plus de 16% du CA (vs 17 % en 2010). Le lien fort avec le secteur automobile qui a fait la force du groupe va tendre à se réduire compte tenu de la stratégie de diversification dans laquelle s'est engagée le groupe. A l'image de la récente acquisition de Hilec et de l'accélération de la diversification vers l'assemblage hors automobile.

### Répartition du portefeuille clients Delfingen

| Portefeuille clients   | 2 010        | %CA total   | 2 011        | %CA total   |
|------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Yazaki                 | 14,8         | 13,8%       | 17,9         | 15,9%       |
| Delphi                 | 18,1         | 16,9%       | 17,0         | 15,1%       |
| Valeo                  | 10,9         | 10,2%       | 11,6         | 10,3%       |
| <b>CA groupe Total</b> | <b>107,2</b> | <b>100%</b> | <b>112,5</b> | <b>100%</b> |

source: société / Euroland Corporate



## La Recherche et le Développement : clés de succès de Delfingen

Les investissements de Delfingen lui permettent de maintenir un niveau d'innovation constant pour faire face à un contexte concurrentiel intense sur le secteur automobile. Delfingen préserve un niveau d'investissement en recherche et développement de l'ordre de 1,5 M€ sur les trois dernières années et emploie 29 personnes en R&D (vs 33 en 2009) tout en comptant peu de frais de recherche immobilisés (69 k€ en 2011).

Les objectifs assignés à la R&D sont :

- L'optimisation constante du processus de fabrication en termes de délais et de coûts avec une Direction de la performance basée en France et des antennes dans le monde entier, à proximité des clients et des centres d'expertises techniques. A ce jour, Delfingen peut ainsi disposer d'un outil industriel solide et compétitif. Les 5 centres d'expertises techniques (TEC) basés à Anteuil (France), Niagara Falls (USA), Porto (Portugal), Cebu (Philippines) et à Rochester Hills (USA) sont dédiés à l'optimisation des process industriels par pôles (transformation des matières plastiques, tressage & enduction, technologies d'assemblage).
- L'anticipation des besoins des clients autour des produits (réduction du poids, du nombre de composants, amélioration des caractéristiques techniques et environnementales).

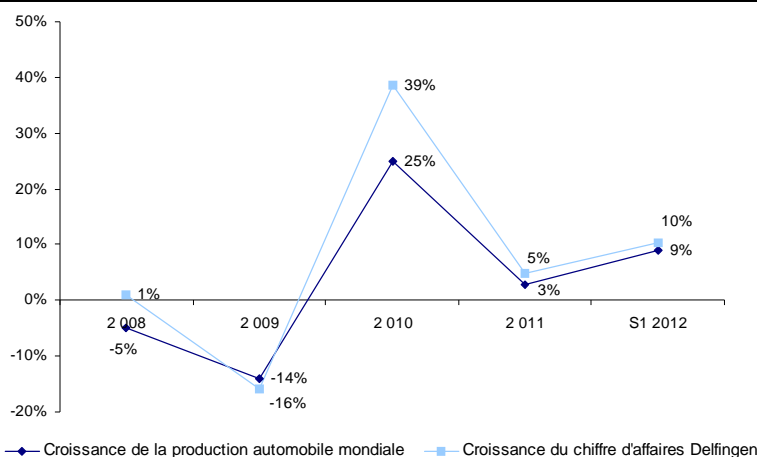
Delfingen assure un travail de recherche de qualité en travaillant en étroite collaboration avec ses clients.

## Un business model solide

### Une croissance qui surperforme la production automobile mondiale

Avec 20 millions de véhicules produits en Europe et 13 millions en Amérique du Nord en 2011, Delfingen génère en moyenne 3,50€ par voiture en Europe et 3,50\$ en Amérique du Nord. Le chiffre d'affaires généré par les clients du secteur automobile (92 % du CA 2011) est fortement corrélé à la production mondiale même si **Delfingen surperforme régulièrement le secteur** compte tenu de son positionnement de leader, de ses implantations géographiques et de ses innovations produits.

#### Croissance CA Delfingen et production automobile mondiale (%)



source: IHS / société / Euroland Corporate

### Des gains de parts de marché qui soutiennent la croissance

La hausse des volumes est assurée par le renouvellement des contrats avec ses clients ainsi que par la prospection de nouveaux contrats sur son segment historique et ses nouveaux marchés. Depuis 2010, Delfingen s'engage dans une stratégie offensive de développement de nouveaux projets et de nouvelles technologies (protection textile, systèmes de transfert de fluides) qui lui permet d'initier de nouveaux contrats et de nourrir la croissance organique du groupe.

**Ainsi, la part des nouveaux contrats contribuera, selon nous, à plus de la moitié de la croissance du chiffre d'affaires d'ici 2015.**

Une marge brute soutenue par la marge commerciale et les gains de productivité

**La variation du prix des matières premières impacte directement Delfingen**

Avec une **capacité de transformation de 20 000 tonnes de matières plastiques par an**, Delfingen s'approvisionne principalement auprès de l'industrie pétrochimique. Le PVC, le polyéthylène et le polypropylène sont les principales matières plastiques utilisées pour la fabrication de ses gaines, tubes et pièces. Le réseau d'usines que Delfingen s'est constitué à travers le monde lui permet de s'approvisionner localement à des prix variables selon les zones.

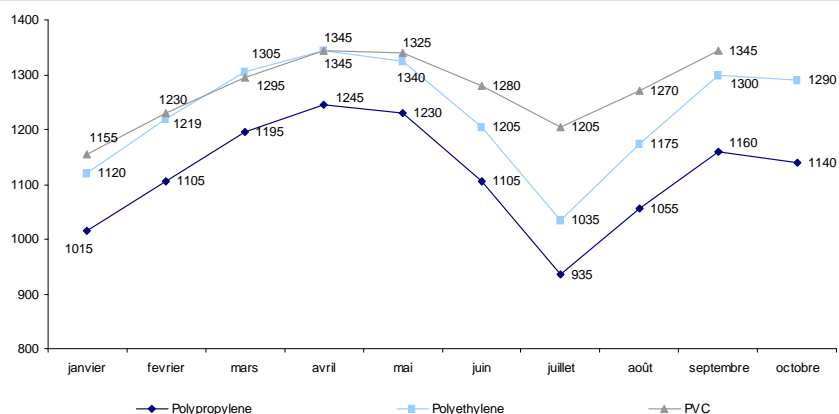
#### Principaux fournisseurs de matières premières de Delfingen

| Zones géographiques | Fournisseurs   |
|---------------------|--|
| Europe / Afrique    |     |
| Asie                |      |
| Amérique du Nord    |    |

source: société / Euroland Corporate

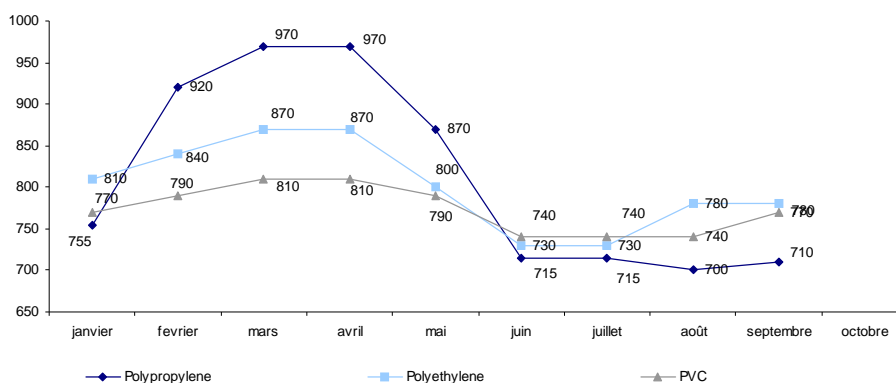
La hausse générale du prix des matières premières en 2011 a été un élément pénalisant pour Delfingen mais l'année 2012 signe un retournement à partir d'avril avec un niveau de l'offre de nouveau supérieur à la demande.

Indice PIE des matières premières Europe (en €/1000 kg)



source: indice PIE 2012

Indice CDI des matières premières Amériques (en \$/1000 lbs)



source: indice CDI 2012

L'inflexion du prix des matières premières, les gains de productivité réalisés sur le S1 2012 (évalués à 2,9 M€) et la préservation des marges commerciales permettent d'envisager un maintien du taux de marge brute de Delfingen sur le S2 2012 et les années à venir à près de 45,0%.

## Un marché de l'automobile à plusieurs vitesses

Avec 92% de son chiffre d'affaires généré par des clients issus du secteur automobile, Delfingen a une activité particulièrement corrélée à la production automobile mondiale.

Après une année 2010 marquée par une reprise de la production automobile mondiale (+25%) faisant suite à deux années noires dans le secteur (-14% en 2009 et -5% en 2008), l'année 2011 confirme la tendance à la hausse avec +2,9% de croissance à 76,6 millions de véhicules (malgré la chute de production en Asie due au séisme au Japon et aux inondations en Thaïlande). Le premier semestre 2012 ressort en hausse de 9% et les perspectives 2012-2015 sont à la hausse sur l'ensemble du globe (taux de croissance annuel moyen de 5,6% attendu entre 2011 et 2015). Cette tendance revêt cependant de fortes disparités selon les zones de production.

### Maturité de l'Occident et explosion des émergents

Le ralentissement des ventes, la saturation de l'offre de voitures en Europe conjugués au contexte économique difficile accélère le processus de redéploiement de l'outil industriel des constructeurs vers les émergents.

Au premier semestre 2012, la production automobile mondiale a augmenté de 9%. L'Europe a continué sa baisse en affichant -7% de sa production en nombre de véhicules sur le semestre (après un S2 2011 à +2% et un S1 2011 à +8%).

L'Amérique du Nord/Centrale poursuit son rebond avec une hausse de 22% sur le semestre. L'Amérique du Sud, dont les niveaux de production demeurent relativement faible (4,3 millions de véhicules produits en 2011), voit son activité chuter de 8%. L'Asie continue à tirer son épingle du jeu avec +15,3% de croissance sur le S1 2012. Les prévisions de IHS Automotive donnent pour le second semestre un recul de 7% en Europe par rapport à la même période de l'année dernière, une croissance de 6% en Amérique du Nord, de 13% en Amérique du Sud et de 6% en Chine.

Entre 2012 et 2015, la croissance de la production automobile mondiale devrait se poursuivre de manière soutenue, puisqu'une augmentation moyenne de +5,8% est attendue. Les pays émergents devraient tirer la croissance de la production automobile avec une hausse de +7,5%/an, alors que, dans les marchés matures, on s'attend à ce que la production progresse légèrement, avec une estimation de +3,6% en moyenne par an sur la période.

A horizon 2015, la croissance de la production mondiale devrait être largement dynamisée par les pays émergents. Plus précisément, c'est en Chine et en Asie du Sud que la production augmentera le plus. Leur taux de croissance moyen sur la période devraient être respectivement de +8,2% et +10,9%. Dès 2013, le nombre de véhicule produit devrait dépasser les 20 millions en Chine et quasiment atteindre les 10 millions en Asie du Sud.

En outre, l'Amérique du Sud devrait connaître une période de production soutenue, à laquelle le Brésil contribuera fortement, puisque la croissance moyenne de l'activité est estimée à +6,8% en atteignant 5,6 millions de véhicules produits en 2015.

En revanche, la région Afrique/Moyen Orient ne devrait pas connaître une hausse aussi soutenue qu'en Asie, en dépit d'une forte progression en 2012 de +14%. La croissance moyenne de la zone ne représenterait « que » +4,3%, alors qu'en volume sur la période, le nombre de véhicule produits demeurera stable.

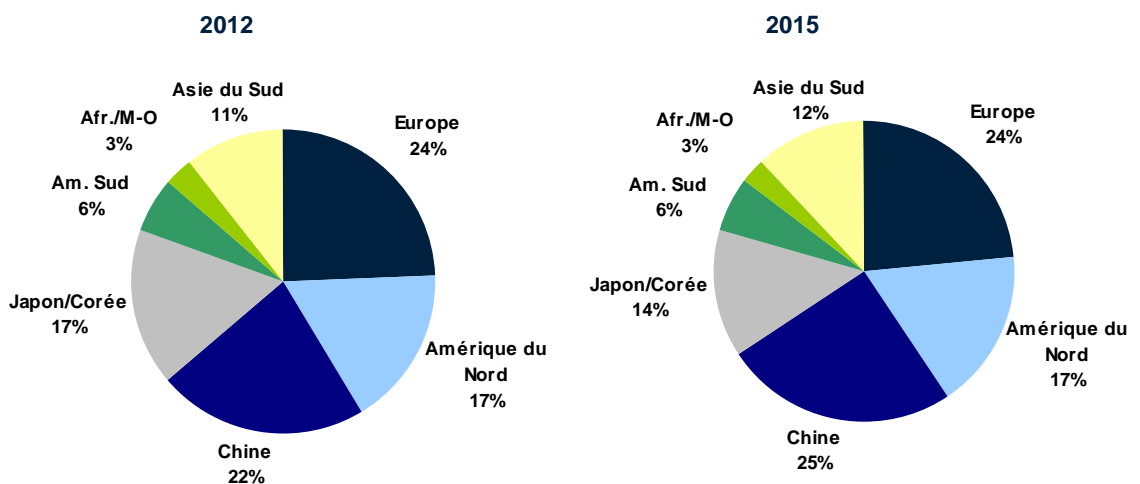
Sur les marchés matures, les prévisions sont plus mitigées. On s'attend en effet à un ralentissement progressif de la croissance, bien que l'on estime un niveau de production soutenu en Amérique du Nord, avec une progression de +5,7% en moyenne sur la période. Le ralentissement de la production devrait se faire ressentir en Europe, avec une croissance moyenne de +3,2%/an. Les ménages, principaux clients des constructeurs automobiles repoussent leurs achats en véhicules neufs en raison des pressions sur le pouvoir d'achat ainsi que de l'augmentation du chômage. Les entreprises, deuxième débouché des constructeurs, donnent la priorité à la gestion de leur trésorerie. Ce contexte économique risque de peser fortement sur les carnets de commandes. La production d'équipements automobiles devrait baisser de -5% en 2012 pour retomber en-deçà du niveau de 2010.

De plus, l'évolution de la production sur les marchés matures devrait pâtir de la situation sur le marché japonais. Malgré une forte reprise de l'activité en 2012 après le séisme intervenu en 2011, les estimations de l'IHS prévoient un recul de la production en 2013 et en 2014 à -4,2% et -3,6% respectivement. Ce qui conduit à une production moyenne de +2,0% sur la période 2012-2015.

Grâce à la forte dynamique de production insufflée par la Chine et l'Asie du Sud, leur poids dans la production mondiale ne cesse de prendre de l'importance. En 2012, la Chine représente 22% de la production mondiale, juste derrière l'Europe, dont le poids représente plus de 24%. Progressivement, la tendance devrait s'inverser et dès 2014, la Chine devenir la zone de production la plus importante.

L'Amérique du Nord devrait se stabiliser sur la période 2012-2015 avec un poids moyen de 17% de la production mondiale, faisant d'elle la troisième zone de production au monde derrière la Chine puis l'Europe.

#### Répartition de la production automobile mondiale 2012 / 2015



source: IHS Automotive / Euroland Corporate

Delfingen peut s'appuyer sur des potentiels de croissances locales fortes. Ajouté à la complexification des systèmes électroniques embarqués et à l'augmentation du câblage dans les véhicules, le chiffre d'affaires par véhicule devrait ressortir en hausse. La demande accrue pour les véhicules hybrides et électriques constitue également une opportunité de développement pour Delfingen, notamment dans les pays les plus matures.

## Un paysage concurrentiel concentré

Présentant des avantages concurrentiels différenciant liés à son expertise technique, ses investissements continus en recherche et développement, son implantation mondiale et ses relations historiques avec les plus grands câbleurs et constructeurs automobiles, Delfingen a réussi à se positionner comme leader sur ses segments historiques.

Le paysage concurrentiel est concentré sur la plupart des marchés de la société. Sur les nouveaux marchés investis, Delfingen est amené à développer ses parts de marchés face à une concurrence bien implantée.

### **Les principaux concurrents de Delfingen sont :**

- Schlemmer, Frankische, Federal Mogul et Relats dans la protection des faisceaux des véhicules
- Inergy, Hutchinson, Cooper, Visteon, Hyndam sur les systèmes de transfert de fluides
- Atkins & Pears, Varflex et Technoflex sur l'isolation thermique et électrique

**Dans ce paysage concurrentiel, Delfingen met en œuvre, selon nous, les moyens nécessaires pour améliorer ses prises de parts de marché sur ses zones les moins investies (Asie pour la protection des véhicules) et ses nouveaux marchés (systèmes de transfert des fluides et assemblage).**



## Perspectives de développements stratégique et financier

Delfingen est positionnée sur un marché de l'automobile à croissance contrastée, où la concurrence pèse sur les marges et les investissements sont lourds mais un marché qui reste néanmoins un des plus importants secteur d'activité et qui a des perspectives de croissance forte compte tenu de la capacité des pays émergents à générer de la richesse, à accéder à la propriété d'une voiture et des pays matures à renouveler leur parc automobile avec des voitures embarquant des systèmes de plus en plus complexes.

**Dans ce contexte, les leviers de croissance et de génération de cash pour Delfingen résident dans sa capacité à s'implanter dans les zones de consommation à forte croissance, à se diversifier sur des marchés plus fortement margés (isolation thermique et électrique, transfert des fluides) et moins demandeurs de capitaux (assemblage), à ouvrir ses propositions à un portefeuille clients plus large tout en poursuivant sa politique de pilotage de la marge et du BFR et à poursuivre sa politique de croissance externe pour accélérer ses prises de parts de marché.**

### Analyse des résultats semestriels 2012

Les bons résultats semestriels 2012 de Delfingen affichent une croissance soutenue (+10% à 64,4 M€), un niveau de marge opérationnelle en forte hausse (+8,8% vs +4,2% au S1 2011) et une baisse de son endettement net de 3,4 M€ à 18,9 M€. Le groupe a bénéficié de son positionnement porteur vers une diversification clients et produits ainsi que de son pilotage du bilan et de ses marges.

### Une croissance soutenue, même si contrastée

Delfingen a affiché une croissance de 10,2% de son CA S1 2012 à 64,4 M€, (+6,1% hors effet change) principalement soutenue par le segment historique de la protection en Amérique du Nord et Centrale (+20% à 23 M€ à taux de change constant) et en Asie (+47% à 5,3 M€ à tcc). L'Europe/Afrique affiche elle un recul de 7% à 28,8 M€. Le chiffre d'affaires Protection ressort ainsi en hausse de 14% à 50,5 M€.

L'évolution du **chiffre d'affaires Protection** est fortement corrélée à celle de la production automobile mondiale qui ressort à +9% sur le S1 2012 avec de fortes disparités selon les zones géographiques (+22,1% en Amérique du Nord et centrale, +15,3% en Asie et -4,6% en Europe).

La surperformance de Delfingen dans la zone Asie s'explique essentiellement par sa taille encore modeste et la prise de parts de marché rapide liée à son positionnement stratégique et la qualité de ses produits et services.

**Le chiffres d'affaires Transfert des fluides** ressort en hausse de 41% à 3,8 M€ et le **chiffre d'affaires Assemblage** ressort en baisse de 11% à 9,9 M€ compte tenu de la réduction de l'activité de négoce (achat/vente de composants pour ses clients) et d'une exposition importante au marché européen.

### Une rentabilité en forte hausse

Avec une marge brute de 29 M€ sur le S1 2012, Delfingen affiche un taux de marge brute de 45,1%, en hausse de 3,8 points vs S1 2011. La forte croissance de la marge brute est essentiellement liée à des gains de productivité (pour 2,9 M€) avec la modernisation du parc machines, la fermeture de lignes de production non rentables. La marge brute du S1 2012 a également bénéficié des efforts réalisés en 2011 sur la R&D visant à optimiser l'utilisation des matières premières et réduire le coût de fabrication des pièces. Dans le même temps, Delfingen réussit à préserver sa marge commerciale compte tenu de sa place de leader. L'évolution du mix produit joue également en faveur de l'augmentation de la marge brute du groupe avec une part croissance du Transfert des fluides, plus fortement margé compte tenu de la complexité des produits, de leur personnalisation et de la valeur ajoutée apportée.

Delfingen affiche une très forte croissance de son résultat opérationnel au S1 2012 à 5,7 M€ (vs 2,5 M€ au S1 2011), soutenu par la hausse de la marge brute mais également par la maîtrise de ses charges de personnel (+5,5% à 11,6 M€) et de ses frais généraux (+6,3% à 5,1 M€).

Avec un taux d'imposition de 40% sur le S1, le RN part du groupe ressort à 2,9 M€ (soit 4,5 % du CA S1 2012 vs 0,8 % au S1 2011).

### Une génération de cash qui soutient le désendettement

Delfingen s'est concentrée sur l'optimisation de son BFR et notamment la gestion de ses stocks. Avec la mise en place d'un système d'information optimisé, le niveau de stocks est passé de 40j de CA HT au S1 2011 à 25 jours de CA HT au S1 2012.

En parallèle, Delfingen a optimisé la gestion de son poste clients (de 76,5 jours CA HT à 70,7 jours CA HT).

Concernant les dépenses d'investissements, après une période de réduction pour faire face au ralentissement de la croissance et à la pression sur les marges en 2009, Delfingen s'est de nouveau engagée dans un plan d'investissement offensif.

D'abord en 2010 avec l'ouverture de son site de production chinois (à Wuhan) et en 2011 en investissant dans l'agrandissement de son site au Portugal et dans le développement de nouveaux produits. Le S1 2012 s'inscrit dans cette dynamique avec 1,5 M€ d'investissements. Nous attendons environ 4,8 M€ sur l'année afin de financer le renouvellement des machines et le développement en France (achat de machines, salle grise pour les systèmes de transfert des fluides...)

A la fin du S1 2012, Delfingen affiche ainsi une baisse de son endettement net de 3,4 M€ à 18,9 M€. La société, qui avait rompu un de ses covenants au 31/12/2011 et avait vu le reclassement d'une partie de sa dette en dette à court terme (pour 11,8 M€) a obtenu un waiver de la part de ses banques et le reclassement en dette à long terme de 12,4 M€ au S1 2012.

Avec un gearing de 55% (vs 73% au 31/12/2011), la société affiche un bilan solide pour financer sa croissance organique et sa croissance externe.

## Perspectives stratégiques

Compte tenu de la transformation entreprise par le groupe et du potentiel de croissance dont Delfingen bénéficie à court terme et moyen terme, nous estimons que la société devrait générer un chiffre d'affaires de 154 M€ d'ici 2014. L'activité sera soutenue par l'intensification de la présence du groupe en Asie, la diversification des produits vers des segments à plus forte valeur ajoutée, le maintien des efforts d'investissements en recherche & développement et le développement du portefeuille clients hors automobile.

## Implantation dans les zones à forte croissance

Les enjeux de production automobile mondiale se sont déplacés vers l'Asie, et plus particulièrement vers l'ASEAN qui devrait afficher des taux de croissance du PIB de l'ordre de 5%/an d'ici 2016 (OCDE). L'Asie est encore peu représentée dans le chiffre d'affaires du groupe (7% du CA 2011) mais, compte tenu de la stratégie de développement sur cette zone, nous estimons que sa part dans le chiffre d'affaires pourrait doubler d'ici 2 ans.

## Diversification de l'offre de produits et de services

Leader sur le marché de la protection des faisceaux électriques des véhicules, Delfingen connaît une croissance organique peu évolutive sur ce segment et se positionne stratégiquement sur de nouveaux marchés où il existe un potentiel de croissance fort. Depuis 2011, Delfingen investit en R&D, forces commerciales, installations techniques mais aussi par croissance externe dans les technologies de protection textile, de transfert de fluides, d'isolement électrique et thermique. Delfingen s'inscrit dans une recherche de taille critique à travers ses investissements tout en continuant à aller chercher de la croissance sur ses segments historiques à l'international.

En s'inscrivant dans la diversification de son portefeuille produits, Delfingen se donne les moyens d'étoffer son portefeuille clients hors automobile et de vendre ses produits et services à l'ensemble des équipementiers électriques et des industriels.

## Maintien de l'effort de redressement des marges et de maîtrise du BFR

L'année 2011 a marqué l'optimisation des process de gestion de BFR. Ces efforts ont permis de faire baisser le niveau de stocks de 40 jours à 25 jours de CA HT. La société a, selon nous, atteint un niveau normatif qu'elle est capable de soutenir sur le moyen/long terme. Dans le même temps, la société a procédé à des gains de productivité importants dans ses usines (optimisation des rebuts, modernisation du parc machines) lui permettant de bénéficier de points de marge brute supplémentaires. Ajouté à cela, la préservation de la marge commerciale compte tenu du statut de leader de Delfingen, et les ambitions de marge opérationnelles de 6% nous semble pouvoir être dépassées à court terme.

## Accélération par des prises de participation et acquisitions stratégiques

Delfingen a bâti sa croissance autour d'une croissance organique soutenue par une implantation géographique efficace, une innovation constante et une politique de croissance externe offensive pour saisir des opportunités de diversification produits et géographiques. Delfingen a ainsi procédé à quinze acquisitions stratégiques lui permettant d'être aujourd'hui présent de façon efficace dans 17 pays. Tout en préservant l'équilibre de son bilan, Delfingen a transformé ses acquisitions en intégrations réussies qui lui ont permis de relayer sa croissance. Nous pensons que Delfingen devrait poursuivre sa stratégie de croissance externe afin de bénéficier de savoir-faire et de relais commerciaux sur des activités dans lesquelles Delfingen est peu présent (systèmes de transfert de fluides, assemblage, isolation thermique hors automobile...).

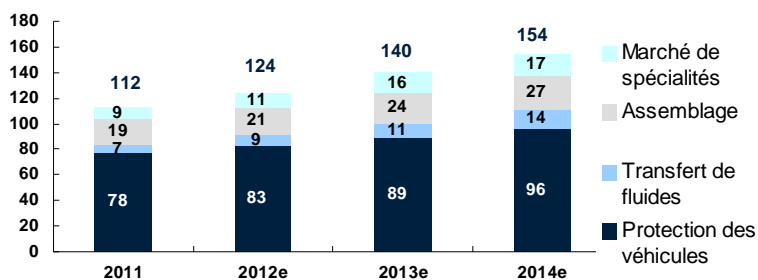
## Perspectives financières

Un niveau de croissance organique qui va demeurer soutenu

**Compte tenu de la capacité de Delfingen de délivrer de la croissance organique et externe sur un marché automobile aux évolutions contrastées et de son aptitude à se diversifier sur des marchés porteurs et générateurs de marges, nous sommes confiants dans la capacité du groupe à poursuivre sa croissance et à soutenir ses marges.**

Ainsi, nous attendons une croissance élevée à court et moyen terme avec un CA 2012 de 124 M€ (au dessus de la guidance de 122 M€ annoncée en septembre 2012), en croissance de 10,6% (dont 9,5% en organique, hors acquisition de Hilec consolidé à partir de septembre 2012), un CA 2013 de 140 M€ (+12,5%) et un CA 2014 de 154 M€ (+10,1%).

### Croissance du chiffre d'affaires 2011-2014 (M€)



source: Euroland Corporate

**Sur le cœur de l'activité de Delfingen, Protection des véhicules,** nous attendons une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires 2011-14 de 7,5%, toutes zones géographiques confondues. La croissance du segment devrait être soutenue par la consommation dans les pays émergents et les efforts d'investissements soutenus de Delfingen pour continuer à proposer des produits adaptés aux nouvelles exigences du secteur automobile (complexification des systèmes embarqués, optimisation de l'espace, montée en puissance des voitures électriques...).

Dans le même temps, nous estimons que l'activité Transfert de fluides devrait afficher les taux de croissance de chiffre d'affaires les plus élevés, hors croissance externe, avec un taux de croissance annuel moyen de chiffre d'affaires 2011-2014 de 28,0%. Ce pôle présentant l'intérêt stratégique d'afficher des marges élevées compte tenu de l'effort de personnalisation réalisé sur les produits.

Concernant le dernier pôle d'activité automobile, l'Assemblage, nous estimons, hors croissance externe, que le pôle devrait connaître une croissance de chiffre d'affaires de l'ordre de 12,0% par an entre 2011 et 2014. Le développement de ce pôle d'activité permettant à Delfingen de générer des prestations de services mieux margées que la production de pièces standards et moins consommatrices de cash (avec l'arrêt de l'activité d'achat/revente en 2011).

La croissance du marché hors secteur automobile est appelé à connaître une forte croissance compte tenu des investissements réalisés par le groupe (acquisition de Hilec) et ceux à venir. Nous estimons ainsi la croissance annuelle moyenne du CA 2011-2014 à 16% sur le segment « marché de spécialité ».

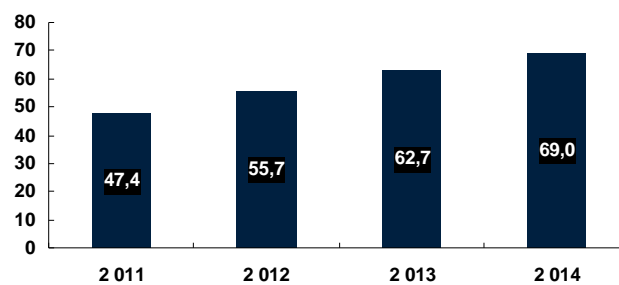
### Une hausse de la rentabilité qui va se poursuivre

Delfingen devrait poursuivre l'amélioration de sa rentabilité affichée au S1 2012 compte tenu:

- **de la sécurisation de la marge brute** à travers de la préservation de la marge commerciale, des gains de productivité qui font l'objet d'une attention continue de la part du groupe et d'un mix produit favorisant les activités à plus forte valeur ajoutée (transfert de fluides, textile, assemblage).

Cette optimisation des coûts et cet équilibre dans les négociations va permettre au groupe, selon nous, de soutenir la marge brute à un niveau normatif de 44%/45%.

### Marge brute 2011-2014 (M€)



source: Euroland Corporate

#### • du contrôle des charges externes

Depuis 2011, Delfingen s'est engagée dans un programme de maîtrise des coûts permettant l'optimisation de la marge opérationnelle. Nous estimons que Delfingen devrait poursuivre la maîtrise de ses charges externes (attendue en dessous de 14% du chiffre d'affaires 2014)

#### • de la maîtrise de la masse salariale

Dans un contexte de croissance de son activité, Delfingen devrait poursuivre ses efforts d'optimisation de la masse salariale en donnant plus de subsidiarité aux filiales et en augmentant la part de la production dans les pays à faible coût de main d'œuvre. Dans le même temps Delfingen entend continuer à renforcer et à déployer au niveau mondial ses équipes R&D et ventes. Concernant les effectifs France, dont la rémunération représente encore aujourd'hui plus de 40% de la masse salariale du groupe, le nombre devrait rester stable.

Nous attendons ainsi un EBE de 10,8 M€ en 2012, 12,9 M€ en 2013 et 14,7 M€ en 2014, soit des marges respectives de 8,7%, 9,2% et 9,5%.

Compte tenu du caractère concurrentiel du secteur automobile, du développement continu de produits, de la sortie de nouvelles réglementations et de la forte intensité capitalistique du groupe, Delfingen est amenée à préserver un niveau d'investissement relativement élevé (que nous estimons à 4% du chiffre d'affaires).

Ainsi, nous attendons une hausse du résultat d'exploitation à 7,7 M€ en 2012, 9,4 M€ en 2013 et 10,8 M€ en 2014, soit des marges respectivement de 6,2 %, 6,7 % et 7,0%.

Compte tenu du niveau de son endettement net (18,9 M€ à fin juin 2012), Delfingen est amené à verser des charges financières que nous estimons en baisse compte tenu de son désendettement progressif (de 1,5 M€ en 2012 à 1,2 M€ en 2014). Avec la prise en compte d'un impôt normatif de 35%, nous attendons un résultat net pg de 3,7 M€ en 2012, 5,1 M€ en 2013 et de 6,0 M€ en 2014.

#### Compte de résultat prévisionnel 2011-2014

|                                     | 2011       | 2012e       | 2013e       | 2014e       |
|-------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>           | 112,5      | 124,4       | 139,9       | 154,0       |
| <b>Marge brute</b>                  | 47,4       | 55,7        | 62,7        | 69,0        |
| <i>Taux Marge Brute</i>             | 42,2%      | 44,8%       | 44,8%       | 44,8%       |
| <b>Excédent Brut d'Exploitation</b> | <b>7,9</b> | <b>10,8</b> | <b>12,9</b> | <b>14,7</b> |
| <i>Marge EBE</i>                    | 7,1%       | 8,7%        | 9,2%        | 9,5%        |
| <b>Résultat opérationnel</b>        | <b>4,6</b> | <b>7,7</b>  | <b>9,4</b>  | <b>10,8</b> |
| <i>Marge opérationnelle</i>         | 4,0%       | 6,2%        | 6,7%        | 7,0%        |
| <b>Résultat net part du groupe</b>  | <b>0,8</b> | <b>3,7</b>  | <b>5,1</b>  | <b>6,0</b>  |

source : Euroland Corporate



### Un bilan qui va demeurer solide

Au S1 2012, Delfingen a baissé son niveau d'endettement net de 3,4 M€ et présente un gearing de 55% (vs 73% au S1 2011). Compte tenu des perspectives de croissance du groupe, nous estimons que Delfingen devrait générer un cash flow opérationnel moyen de 7,7 M€/an dans les trois années à venir, ce qui lui permettrait de financer ses investissements et de faire face à ses obligations financières. Nous tablons sur une baisse continue du gearing en fin d'année à périmètre comparable (57% en décembre 2014).

## Valorisation

Pour valoriser la société Delfingen, nous avons retenu deux méthodes : 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ la méthode des comparables boursiers.

### Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : Nous avons retenu un taux de croissance annuel moyen de 10,9 % sur les 5 prochaines années. De 2015 à 2021, nous retenons une croissance de 10% à 3% puis un taux de croissance à l'infini conservateur de 2,0 %.
- **Résultat opérationnel** : La marge opérationnelle devrait s'améliorer sensiblement d'ici 2015 notamment en raison de l'effet de levier sur les charges fixes et du mix produit. La MOP est ainsi attendue à 7,7 % en 2015 (vs 4,1% en 2011). Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'un taux de marge évoluant de 7,7% à 6,0% en 2021 compte tenu de l'intensification de la concurrence sur les segments investis par Delfingen.
- **Investissements** : Delfingen présentant une intensité capitalistique élevée, nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 4% du chiffre d'affaires/an jusqu'en 2021.
- **BFR** : Après un premier semestre 2012 marqué par une amélioration du BFR (maîtrise de la gestion des stocks, mise en place d'outils pour le suivi des facturations), nous retenons un niveau de BFR qui nous semble optimisé à un peu plus de 16% du chiffre d'affaires hors taxe.
- **Dette financière nette** : la dette financière nette est celle au 31/12/2011 (22,3 M€)

### Synthèse des hypothèses de calcul du wacc

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| Taux sans risque (OAT 10 ans)        | 2,3%         |
| Prime de risque                      | 6,4%         |
| Bêta sans dette                      | 1,4          |
| Bêta endetté                         | 3,1          |
| <b>Coût des capitaux propres</b>     | <b>22,1%</b> |
| <b>Coût de la dette après impôt</b>  | <b>4,0%</b>  |
| <b>Coût moyen pondéré du capital</b> | <b>10,3%</b> |

source : Euroland Corporate

## Tableau des flux prévisionnels 2012-2021

| En M€                                       | 2012e        | 2013e        | 2014e        | 2015e        | 2016e        | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CA</b>                                   | <b>124,4</b> | <b>139,9</b> | <b>154,0</b> | <b>170,1</b> | <b>182,0</b> | <b>194,8</b> | <b>206,4</b> | <b>216,8</b> | <b>225,4</b> | <b>232,2</b> |
| Var CA                                      | 10,6%        | 12,5%        | 10,1%        | 10,4%        | 7,0%         | 7,0%         | 6,0%         | 5,0%         | 4,0%         | 3,0%         |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>        | <b>7,7</b>   | <b>9,4</b>   | <b>10,8</b>  | <b>13,1</b>  | <b>14,0</b>  | <b>14,9</b>  | <b>15,9</b>  | <b>15,2</b>  | <b>14,7</b>  | <b>13,9</b>  |
| Marge opérationnelle courante               | 6,2%         | 6,7%         | 7,0%         | 7,7%         | 7,7%         | 7,7%         | 7,7%         | 7,0%         | 6,5%         | 6,0%         |
| Taux d'impôt                                | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        |
| - Impôts sur les sociétés corrigé           | 2,7          | 3,3          | 3,8          | 4,6          | 4,9          | 5,2          | 5,6          | 5,3          | 5,1          | 4,9          |
| + Dotation aux amortissements et provisions | 2,8          | 3,5          | 3,9          | 4,4          | 4,8          | 5,1          | 5,4          | 5,7          | 5,9          | 6,1          |
| <b>Cash flow</b>                            | <b>7,8</b>   | <b>9,6</b>   | <b>10,9</b>  | <b>12,9</b>  | <b>13,8</b>  | <b>14,8</b>  | <b>15,7</b>  | <b>15,5</b>  | <b>15,4</b>  | <b>15,1</b>  |
| - Variation de BFR                          | -1,0         | 2,6          | 2,3          | 2,7          | 1,9          | 2,1          | 1,9          | 1,7          | 1,4          | 1,1          |
| - Investissements                           | 4,8          | 5,6          | 6,2          | 6,8          | 7,3          | 7,8          | 8,3          | 8,7          | 9,0          | 9,3          |
| Capex en % du CA                            | 3,9%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         |
| <b>Free cash flow</b>                       | <b>4,0</b>   | <b>1,4</b>   | <b>2,5</b>   | <b>3,5</b>   | <b>4,6</b>   | <b>5,0</b>   | <b>5,6</b>   | <b>5,2</b>   | <b>5,0</b>   | <b>4,7</b>   |
| <b>Free cash flow actualisé</b>             | <b>3,8</b>   | <b>1,2</b>   | <b>1,9</b>   | <b>2,4</b>   | <b>3,0</b>   | <b>2,9</b>   | <b>3,0</b>   | <b>2,5</b>   | <b>2,2</b>   | <b>1,9</b>   |
| Somme FCF actualisés 2012-2021              | 25           |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| + Valeur terminale                          | 23           |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| - Minoritaires                              | 0,8          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| - Dette nette fin 2011                      | 22,3         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| + Actifs financiers                         | 0,0          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Valeur des fonds propres Delfingen          | 25           |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Nombre d'actions                            | 2,037        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Objectif de cours (€)/action</b>         | <b>12,10</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |

source : Euroland Corporate

## Matrice de sensibilité de valorisation

|                  |       | Taux de croissance à l'infini |      |      |      |      |
|------------------|-------|-------------------------------|------|------|------|------|
|                  |       | 1,0%                          | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% |
| C<br>M<br>P<br>C | 9,3%  | 13,6                          | 14,4 | 15,4 | 16,5 | 17,7 |
|                  | 9,8%  | 12,1                          | 12,8 | 13,6 | 14,6 | 15,6 |
|                  | 10,3% | 10,8                          | 11,4 | 12,1 | 12,9 | 13,8 |
|                  | 10,8% | 9,6                           | 10,2 | 10,8 | 11,4 | 12,2 |
|                  | 11,3% | 8,6                           | 9,0  | 9,5  | 10,1 | 10,8 |

|                  |       | Taux de marge d'exploitation |      |      |      |      |
|------------------|-------|------------------------------|------|------|------|------|
|                  |       | 5,0%                         | 5,5% | 6,0% | 6,5% | 7,0% |
| C<br>M<br>P<br>C | 9,3%  | 10,6                         | 13,0 | 15,4 | 17,7 | 20,1 |
|                  | 9,8%  | 9,3                          | 11,5 | 13,6 | 15,8 | 17,9 |
|                  | 10,3% | 8,2                          | 10,2 | 12,1 | 14,0 | 16,0 |
|                  | 10,8% | 7,2                          | 9,0  | 10,8 | 12,5 | 14,3 |
|                  | 11,3% | 6,3                          | 7,9  | 9,5  | 11,1 | 12,8 |

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Delfingen par DCF ressort à 12,10 € / action avec un wacc à 10,3% et une croissance à l'infini de 2,0%.

## Valorisation par comparables

Delfingen opère sur les métiers de la protection des câbles et faisceaux électriques, de l'assemblage et du transfert des fluides. Compte tenu de la diversité de son offre, Delfingen n'a pas de comparables côtés stricto-sensu sur l'ensemble de ses activités. Ainsi, nous avons choisi un panel de sociétés dont tout ou partie de l'activité est directement en lien avec les pôles d'activités de Delfingen. Concernant les équipementiers automobiles, nous avons choisi Valeo, MGI Coutier et Delphi Automotive, pour le pôle protection des faisceaux: Federal Mogul et pour le pôle transfert des fluides: Visteon et Cooper.

**Cooper Standard** : Cooper Standard est un équipementier automobile spécialisé dans les solutions pour l'étanchéité, le transfert des fluides, segment avec lequel il génère 32% de son chiffre d'affaires. A ce titre, c'est un concurrent direct de Delfingen sur ce segment. Le groupe emploie 21 500 personnes dans 19 pays.

**Delphi**: Delphi est un équipementier automobile spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de solutions et pièces de première monte et d'après-vente. Le groupe est employé 28 000 personnes dans le monde.

**Federal Mogul** : Fondé en 1899, Federal Mogul est un équipementier automobile qui fournit aussi bien les constructeurs automobiles que le marché des pièces de rechange. La société génère 15% de son chiffre d'affaires sur le segment de la protection des véhicules sur lequel il est directement en concurrence avec Delfingen. Sur ce segment, Federal Mogul génère une marge brute de 22,5%.

**Visteon** : Créée en 1999, Visteon est un équipementier automobile qui génère 49% de son chiffre d'affaires sur son segment « Climate », incluant le transfert de fluides et est à ce titre, directement concurrent de Delfingen. Le groupe emploie environ 22 000 salariés dans 28 pays.

**MGI Coutier** : Créée en 1972, MGI Coutier est un équipementier automobile et poids lourds qui opère dans le transfert des fluides et les mécanismes. La société conçoit, fabrique et vend des composants, sous-ensembles ou solutions complètes sur les 5 continents. Le groupe emploie 8 000 salariés.

**Valeo** : Créée en 1924, le groupe est un équipementier automobile qui réalise 50% de son chiffre d'affaires en Asie/Moyen Orient. Le groupe est spécialisé dans la conception, la fabrication et la vente de composants et de systèmes intégrés pour l'industrie automobile. Valeo opère sur 28 pays avec 68 000 employés.

## Comparatif croissance et marge échantillon

|  | Croissance CA |            |            | Croissance EBIT |            |            | Marge EBIT |           |           |
|--|---------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
|  | 2012          | 2013       | 2014       | 2012            | 2013       | 2014       | 2012       | 2013      | 2014      |
| Valeo S.A.                             | 7%            | 5%         | 7%         | 0%              | 9%         | 10%        | 6%         | 6%        | 6%        |
| MGI Coutier S.A.                       | 25%           | 2%         | 2%         | 23%             | 1%         | -2%        | 6%         | 6%        | 6%        |
| Federal-Mogul Corp.                    | -1%           | 6%         | 8%         | -15%            | 19%        | 6%         | 5%         | 5%        | 5%        |
| Delphi Automotive PLC                  | -2%           | 7%         | 8%         | 5%              | 11%        | 9%         | 11%        | 11%       | 11%       |
| Cooper-Standard Holdings Inc.          | nc            | nc         | nc         | nc              | nc         | nc         | nc         | nc        | nc        |
| Visteon Corp.                          | 8%            | -18%       | 6%         | -20%            | 26%        | 1%         | 3%         | 4%        | 4%        |
| <b>Moyenne de l'échantillon retenu</b> | <b>3%</b>     | <b>2%</b>  | <b>8%</b>  | <b>-1%</b>      | <b>12%</b> | <b>8%</b>  | <b>7%</b>  | <b>8%</b> | <b>8%</b> |
| <b>Delfingen</b>                       | <b>11%</b>    | <b>12%</b> | <b>10%</b> | <b>66%</b>      | <b>23%</b> | <b>15%</b> | <b>6%</b>  | <b>7%</b> | <b>7%</b> |

source : JCF FactSet 03/10/2012 / Euroland Corporate

## Ratios de valorisation des comparables

|                               | VE/CA      | VE/CA      | VE/CA      | VE/EBE     | VE/EBE     | VE/EBE     | VE/ROC     | VE/ROC     | VE/ROC     |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                               | 12         | 13         | 14         | 12         | 13         | 14         | 12         | 13         | 14         |
| Valeo S.A.                    | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 2,7        | 2,5        | 2,3        | 4,8        | 4,4        | 4,0        |
| MGI Coutier S.A.              | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 2,4        | 2,4        | 2,4        | 4,1        | 4,1        | 4,2        |
| Federal-Mogul Corp.           | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 4,4        | 4,3        | 3,8        | 8,9        | 7,5        | 7,1        |
| Delphi Automotive PLC         | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 5,0        | 4,6        | 4,2        | 6,3        | 5,7        | 5,2        |
| Cooper-Standard Holdings Inc. | nc         | nc         | nc         | 2,9        | 2,8        | nc         | nc         | nc         | nc         |
| Visteon Corp.                 | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 3,9        | 3,6        | 3,6        | 10,8       | 8,6        | 8,5        |
| <b>Moyenne</b>                | <b>0,4</b> | <b>0,4</b> | <b>0,4</b> | <b>3,5</b> | <b>3,3</b> | <b>3,3</b> | <b>7,0</b> | <b>6,0</b> | <b>5,8</b> |
| <b>Médiane</b>                | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>3,4</b> | <b>3,2</b> | <b>3,6</b> | <b>6,3</b> | <b>5,7</b> | <b>5,2</b> |

source : JCF FactSet 03/10/2012 / Euroland Corporate

Nous avons appliqué les ratios de VE/CA, VE/EBE, VE/ROC 2012, 2013 et 2014 de l'échantillon aux agrégats financiers de Delfingen pour valoriser la société avec une décote de taille de 20%. **La valorisation de l'action induite par la médiane des comparables ressort à 9,60 €/ action.**

## Conclusion

**Pour conclure, nous initions la couverture de Delfingen avec une opinion Achat et un objectif de cours de 10,90€, issu de la moyenne des valorisations par DCF (12,10 €) et par comparables (9,60 €).**

## Éléments financiers

### Compte de résultat

| En M€  | 2007        | 2008        | 2009        | 2010         | 2011         | 2012e        | 2013e        | 2014e        | 2015e        |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                              | <b>91,2</b> | <b>92,0</b> | <b>77,3</b> | <b>107,2</b> | <b>112,5</b> | <b>124,4</b> | <b>139,9</b> | <b>154,0</b> | <b>170,1</b> |
| <i>Croissance</i>                                      | 23,7%       | 0,9%        | -15,9%      | 38,6%        | 5,0%         | 10,6%        | 12,5%        | 10,1%        | 10,4%        |
| Autres produits  | 2,4         | 2,6         | 0,7         | 2,6          | 3,4          | 0,5          | 0,6          | 0,7          | 0,7          |
| <b>Produits d'exploitation</b>                         | <b>93,6</b> | <b>94,6</b> | <b>78,0</b> | <b>109,8</b> | <b>115,9</b> | <b>124,9</b> | <b>140,5</b> | <b>154,7</b> | <b>170,8</b> |
| Achats consommés                                       | 44,3        | 48,7        | 39,9        | 62,1         | 68,5         | 69,2         | 77,8         | 85,7         | 94,6         |
| Autres achats et charges externes                      | 17,3        | 18,4        | 13,9        | 15,6         | 16,6         | 18,1         | 19,9         | 21,7         | 23,3         |
| Impôts et taxes  | 0,9         | 1,1         | 0,8         | 0,8          | 0,8          | 1,0          | 1,1          | 1,2          | 1,3          |
| Charges de personnel                                   | 21,2        | 22,1        | 16,6        | 20,3         | 22,0         | 26,0         | 28,8         | 31,4         | 34,1         |
| DAP nettes   | 3,0         | 4,4         | 3,4         | 2,3          | 2,8          | 3,1          | 3,5          | 3,9          | 4,4          |
| Autres charges   | 0,8         | 0,1         | 0,0         | 0,2          | 0,1          | -0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Marge brute</b>                                     | <b>49,3</b> | <b>45,9</b> | <b>38,1</b> | <b>47,7</b>  | <b>47,4</b>  | <b>55,7</b>  | <b>62,7</b>  | <b>69,0</b>  | <b>76,2</b>  |
| <i>Taux de marge brute</i>                             | 54,1%       | 49,8%       | 49,3%       | 44,5%        | 42,2%        | 44,8%        | 44,8%        | 44,8%        | 44,8%        |
| <b>Excédent Brut d'Exploitation</b>                    | <b>9,2</b>  | <b>4,1</b>  | <b>6,8</b>  | <b>10,7</b>  | <b>7,9</b>   | <b>10,8</b>  | <b>12,9</b>  | <b>14,7</b>  | <b>17,5</b>  |
| <i>Marge d'EBE (EBE/CA)</i>                            | 10,1%       | 4,4%        | 8,8%        | 10,0%        | 7,1%         | 8,7%         | 9,2%         | 9,5%         | 10,3%        |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>                   | <b>6,2</b>  | <b>-0,3</b> | <b>3,5</b>  | <b>8,5</b>   | <b>5,1</b>   | <b>7,7</b>   | <b>9,4</b>   | <b>10,8</b>  | <b>13,1</b>  |
| <i>Marge opérationnelle courante (ROC/CA)</i>          | 6,8%        | ns          | 4,5%        | 7,9%         | 4,5%         | 6,2%         | 6,7%         | 7,0%         | 7,7%         |
| Autres produits (+) / Autres charges (-) non courantes | 0,1         | 1,2         | 0,0         | 0,1          | -0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Résultat opérationnel</b>                           | <b>6,1</b>  | <b>-1,2</b> | <b>3,5</b>  | <b>5,6</b>   | <b>4,6</b>   | <b>7,7</b>   | <b>9,4</b>   | <b>10,8</b>  | <b>13,1</b>  |
| <i>Marge opérationnelle (ROP/CA)</i>                   | 6,7%        | ns          | 4,6%        | 5,2%         | 4,0%         | 6,2%         | 6,7%         | 7,0%         | 7,7%         |
| <b>Résultat financier</b>                              | <b>-1,4</b> | <b>-2,4</b> | <b>-1,8</b> | <b>-1,3</b>  | <b>-1,4</b>  | <b>-1,8</b>  | <b>-1,4</b>  | <b>-1,4</b>  | <b>-1,2</b>  |
| <b>Résultat avant impôt</b>                            | <b>4,7</b>  | <b>-3,6</b> | <b>1,7</b>  | <b>4,3</b>   | <b>3,2</b>   | <b>5,9</b>   | <b>8,0</b>   | <b>9,4</b>   | <b>11,9</b>  |
| Impôts sur les sociétés                                | 1,4         | 0,4         | 0,6         | 2,4          | 2,3          | 2,1          | 2,8          | 3,3          | 4,2          |
| <i>Taux d'IS apparent</i>                              | 28,9%       | -11,9%      | 32,4%       | 54,8%        | 72,5%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        | 35,0%        |
| <b>Résultat net des entreprises intégrées</b>          | <b>3,3</b>  | <b>-4,0</b> | <b>1,2</b>  | <b>2,0</b>   | <b>0,9</b>   | <b>3,8</b>   | <b>5,2</b>   | <b>6,1</b>   | <b>7,7</b>   |
| <i>Marge nette</i>                                     | 3,7%        | ns          | 1,5%        | 1,8%         | 0,8%         | 3,1%         | 3,7%         | 4,0%         | 4,5%         |
| Quote part dans les résultats des SME                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>            | <b>3,3</b>  | <b>-4,0</b> | <b>1,2</b>  | <b>2,0</b>   | <b>0,9</b>   | <b>3,8</b>   | <b>5,2</b>   | <b>6,1</b>   | <b>7,7</b>   |
| Intérêts minoritaires                                  | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| <b>Résultat net Part du Groupe publié</b>              | <b>3,2</b>  | <b>-4,2</b> | <b>1,1</b>  | <b>1,8</b>   | <b>0,8</b>   | <b>3,7</b>   | <b>5,1</b>   | <b>6,0</b>   | <b>7,6</b>   |

## Bilan

| En M€  | 2 007       | 2 008       | 2 009       | 2 010       | 2 011       | 2012e       | 2013e       | 2014e        | 2015e        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Immobilisations incorporelles                | 0,2         | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 0,7          | 0,7          |
| Immobilisations corporelles                  | 14,7        | 19,1        | 15,8        | 15,4        | 15,7        | 19,0        | 21,2        | 23,4         | 25,7         |
| Immobilisations financières                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,1          | 0,1          |
| Ecart d'acquisition                          | 16,1        | 17,8        | 17,3        | 18,4        | 18,9        | 22,9        | 22,9        | 22,9         | 22,9         |
| Autres actifs non courants                   | 2,0         | 3,1         | 3,2         | 3,0         | 2,2         | 2,2         | 2,2         | 2,2          | 2,2          |
| Actifs non courants                          | 33,0        | 40,6        | 37,0        | 37,5        | 37,5        | 45,0        | 47,1        | 49,4         | 51,7         |
| Stocks et en-cours                           | 8,5         | 10,1        | 8,5         | 10,4        | 12,3        | 8,7         | 9,8         | 10,8         | 11,9         |
| Clients et comptes rattachés                 | 17,6        | 14,6        | 19,7        | 20,4        | 22,8        | 23,9        | 26,9        | 29,7         | 32,8         |
| Autres actifs courants                       | 2,7         | 3,0         | 2,5         | 3,5         | 3,6         | 3,9         | 4,4         | 4,9          | 5,4          |
| VMP et trésorerie                            | 5,9         | 3,9         | 7,4         | 5,8         | 4,9         | 9,2         | 6,6         | 6,1          | 3,6          |
| <b>Total Actif</b>                           | <b>67,7</b> | <b>72,2</b> | <b>75,0</b> | <b>77,5</b> | <b>81,0</b> | <b>90,8</b> | <b>94,9</b> | <b>100,8</b> | <b>105,3</b> |
| Capitaux propres part du groupe              | 27,8        | 22,7        | 21,6        | 28,7        | 29,7        | 33,2        | 37,6        | 42,7         | 49,1         |
| Intérêts minoritaires                        | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1          | 0,1          |
| Passifs non courants hors dettes financières | 0,6         | 2,0         | 2,7         | 4,4         | 5,5         | 5,5         | 5,5         | 5,5          | 5,5          |
| Emprunts et dettes financières               | 19,9        | 34,2        | 35,6        | 27,3        | 27,2        | 34,4        | 32,1        | 31,1         | 27,1         |
| Dont part à moins d'un an                    | 13,3        | 23,7        | 16,3        | 10,1        | 25,4        | 1,8         | 1,8         | 1,8          | 1,8          |
| Dettes fournisseurs                          | 11,9        | 7,1         | 9,8         | 10,8        | 13,0        | 11,5        | 12,9        | 14,1         | 15,5         |
| Autres passifs courants                      | 6,2         | 5,2         | 4,4         | 5,3         | 4,6         | 5,1         | 5,7         | 6,3          | 7,0          |
| <b>Total Passif</b>                          | <b>67,7</b> | <b>72,2</b> | <b>75,1</b> | <b>77,5</b> | <b>81,0</b> | <b>90,8</b> | <b>94,9</b> | <b>100,8</b> | <b>105,3</b> |

## Tableau de flux de trésorerie

| En M€  | 2 007       | 2 008       | 2 009       | 2 010       | 2 011       | 2012e       | 2013e       | 2014e       | 2015e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Marge Brute d'autofinancement</b>             | <b>8,5</b>  | <b>3,2</b>  | <b>5,6</b>  | <b>10,0</b> | <b>7,6</b>  | <b>6,6</b>  | <b>8,7</b>  | <b>10,1</b> | <b>12,2</b> |
| Variation de BFR                                 | -0,3        | 1,6         | 1,3         | 1,3         | 2,5         | -1,0        | 2,6         | 2,3         | 2,7         |
| Flux net de trésorerie généré par l'activité     | 8,3         | 1,2         | 4,0         | 8,2         | 4,1         | 7,7         | 6,1         | 7,7         | 9,5         |
| <b>Acquisition d'immobilisations</b>             | <b>5,7</b>  | <b>6,1</b>  | <b>0,9</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,3</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,8</b>  |
| Cession d'immobilisations                        | 1,9         | 0,1         | 0,4         | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Variation de périmètre                           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 5,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Investissements financiers nets                  | 1,7         | 7,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissements | -5,5        | -13,4       | -0,5        | -3,3        | -3,2        | -10,3       | -5,6        | -6,2        | -6,8        |
| Augmentation de capital                          | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,3         | 0,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Emission d'emprunt                               | 6,7         | 19,2        | 8,9         | 10,9        | 4,6         | 14,5        | 5,0         | 5,0         | 0,0         |
| Remboursement d'emprunt                          | 10,2        | 6,5         | 4,6         | 16,0        | 7,7         | 7,3         | 7,3         | 6,0         | 4,0         |
| Dividendes versés                                | 0,0         | 0,6         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| <b>financement</b>                               | <b>-4,3</b> | <b>9,3</b>  | <b>5,8</b>  | <b>-6,2</b> | <b>-4,4</b> | <b>7,1</b>  | <b>-2,4</b> | <b>-1,1</b> | <b>-4,1</b> |
| <b>Variation de trésorerie</b>                   | <b>-1,7</b> | <b>-2,8</b> | <b>9,3</b>  | <b>-1,3</b> | <b>-3,6</b> | <b>4,5</b>  | <b>-1,9</b> | <b>0,5</b>  | <b>-1,4</b> |
| <b>Trésorerie réelle d'ouverture</b>             | <b>-0,8</b> | <b>-2,5</b> | <b>-5,7</b> | <b>3,6</b>  | <b>2,5</b>  | <b>-1,2</b> | <b>3,3</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,9</b>  |
| <b>Trésorerie réelle de clôture</b>              | <b>-2,5</b> | <b>-5,7</b> | <b>3,6</b>  | <b>2,5</b>  | <b>-1,2</b> | <b>3,3</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,9</b>  | <b>0,4</b>  |

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les six prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

Vendre : Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement

d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique des recommandations sur les 12 prochains mois :**

Achat : Depuis le 10/10/2012

Neutre (-)

Vendre : (-).

Sous revue : (-).

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

| Corporate Finance | Intérêt personnel de l'analyste | Détention d'actifs de l'émetteur | Communication préalable à l'émetteur | Contrat de liquidité | Contrat Eurovalue* |
|-------------------|---------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|----------------------|--------------------|
| Non               | Non                             | Non                              | Oui                                  | Non                  | Oui                |

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité



## **Disclaimer**

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**  
**17 avenue George V**  
**75008 Paris**  
**01 44 70 20 80**