

<b>Accumuler</b>	Potentiel	3%
<b>Objectif de cours</b>	<b>21,70€</b> (vs 22,50€)	
Cours au 23/09/2014 (c)		21,00 €
NYSE Euronext Alternext		
Reuters / Bloomberg	DEL.F.PA / DEL.F.PP	

# Delfingen

Industrie

## Des coûts fixes qui ont pesé sur la rentabilité au S1 2014

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	23,9%	2,4%	-9,0%	59,7%
Perf CAC Small	10,1%	-0,3%	-5,9%	20,8%

### Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)		51,3
Nb de titres (en millions)		2,4
Volume 12 mois (titres)		1 568
Extrêmes 12 mois	11,89 €	26,00 €

### Actionnariat

Famille Streit	64%
Flottant	36%

### Données financières (en M€)

	au 31/12	2012	2013	2014e	2015e
CA		122,4	128,7	157,0	176,7
var %		9%	5%	22%	13%
EBE		13,3	12,5	12,5	16,9
% CA		10,8%	9,7%	7,9%	9,6%
ROC		9,5	9,1	8,5	12,3
% CA		7,7%	7,1%	5,4%	7,0%
RN pdg		3,7	3,1	4,5	6,9
% CA		3,0%	2,4%	2,9%	3,9%
Bnpa (€)		1,50	1,27	1,86	2,84
Gearing (%)		58%	41%	51%	35%
ROCE (%)		18%	17%	12%	18%
ROE (%)		8%	11%	14%	0%
Dette nette 2013		16,3			
Dividende n		0,25			
Yield (%)		1%			

### Ratios

	2012	2013	2014e	2015e
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,5	0,5
VE/EBE (x)	6,0	6,4	6,4	4,7
VE/ROC (x)	8,4	8,7	9,4	6,5
PE (x)	14,0	16,6	11,3	7,4

### Analyste :

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
[caboulian@elcorp.com](mailto:caboulian@elcorp.com)

### Publication résultats S1 2014

Après la publication de son CA S1 de 79,9 M€ (+20,9%, +3,2% à pcc), Delfingen publie des résultats en dessous de nos attentes compte tenu du poids des acquisitions réalisées depuis septembre 2014 et de la hausse des charges à périmètre comparable. Le ROC ressort à 4,5 M€ (vs 5,3 M€ au S1 2013) et le RN à 2,4 M€ (vs 2,3 M€). La société confirme ses anticipations de CA 2014 de l'ordre de 155 M€ et attend un redressement de sa MOC dès le S2 2014 avec la mise en place d'un plan de réduction des coûts (-1,0 M€ en année pleine).

### Commentaires

Delfingen affiche une marge brute de 38,7 M€ en forte hausse (+25,1% ; TMB de 48,4% ; +1,5 pts vs S1 2013) compte tenu d'un mix produit favorable (hausse des ventes de gaines textiles, des tubes techniques plus fortement margés et baisse des prestations d'assemblage à faible valeur ajoutée) et de gains de productivité en usine. La société devrait conserver un taux de marge brute élevé au S2 2014.

La hausse du taux de marge brute n'a pas permis de compenser les hausses de charges externes (+ 37,0% à 13,5 M€) et de charges de personnel (+35,2% à 18,1 M€) qui ont pesé sur le ROC qui est ressorti à 4,5 M€ (MOC de 5,7% ; -2,4 pts vs S1 2013).

Delfingen a augmenté ses charges à périmètre constant avec l'ouverture de deux sites de production (Thaïlande, Mexique) et le renforcement de ses équipes en Asie (Thaïlande, Chine et Japon). A périmètre constant, la MOC serait ainsi ressortie à 6,1% (vs 8,1% au S1 2013). Dans le même temps, la rentabilité des acquisitions est ressortie plus basse qu'attendue (MOC des acquisitions de 3,5%) compte tenu principalement de l'entité chinoise déficitaire.

Delfingen affiche un cash flow opérationnel de -1,0 M€ (vs 3,6 M€ au S1 2014) compte tenu d'une variation ponctuellement défavorable du BFR (-5,9 M€) liée principalement à la hausse de ses stocks (constitution de stocks pour les ouvertures en Thaïlande et au Mexique). Avec les décaissements liés aux acquisitions (4,7 M€), Delfingen affiche une dette nette de 28,4 M€ fin S1 2014 (vs 16,3 M€ fin 2013). Avec un gearing de 68,1%, et un ratio DN/EBE de 2,4, Delfingen reste ouvert à des opportunités de croissance externe, notamment en Asie.

Sur l'exercice 2014, la société annonce un CA d'environ 155 M€, des gains de productivité et la rationalisation des services supports (gain de 1 M€ en année pleine). Compte tenu de la publication, nous attendons un CA inchangé de 157 M€, un ROC de 8,5 M€ (vs 11,0 M€ précédemment attendu), soit une MOC de 5,4 % (vs 7,1% en 2013). Le groupe confirme sa guidance de MOC à 7,0%/7,5% à court terme compte tenu des mesures prises et d'un mix produit qui devrait rester favorable (notamment avec l'accélération de la baisse du CA généré par l'assemblage au Portugal qui représente environ 10 M€ de CA en 2013, très faiblement margés).

### Recommandation

**L'actualisation de nos modèles par comparables et DCF fait ressortir une valorisation de 21,70€ par action (vs 22,50€). Nous maintenons notre recommandation à Accumuler.**

Prochaine publication : chiffre d'affaires T3 2014, le 12 novembre 2014

**Système de recommandations :**

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

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations depuis 12 mois**

**Achat** : (-)

**Accumuler** : Depuis le 24/09/2013

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**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	Non	Non	Oui

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

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