

# Delfingen

Industrie

## Des réservoirs de croissance

<b>Accumuler</b>	Potentiel	10%
<b>Objectif de cours</b>		<b>23,30 €</b>
Cours au 18/04/2016 (c)		21,20 €
A lternext Paris		
Reuters / Bloomberg	DELFP.A / DELF.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	7,8%	7,8%	14,6%	13,9%
Perf CAC Small	-3,2%	1,6%	6,5%	3,2%

### Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)		518
Nb de titres (en millions)		2,4
Volume 12 mois (titres)		1586
Extrêmes 12 mois	16,63 €	21,19 €

### Actionnariat

Famille Streit	64%
Flottant	27%
Autocontrôle	5%
BPI France	4%

### Données financières (en M €)

au 31/12	2014	2015	2016e	2017e
CA	156,9	172,2	182,7	193,9
var %	22%	10%	6%	6%
EBE	12,8	17,0	19,0	20,8
%CA	8,2%	9,9%	10,4%	10,7%
ROC	8,7	11,8	12,9	14,2
%CA	5,6%	6,9%	7,1%	7,3%
RN pdg	4,6	6,2	7,0	7,8
%CA	2,9%	3,6%	3,8%	4,0%
Bnpa (€)	1,89	2,52	2,87	3,20
ROCE (%) hors GW	11,7%	12,4%	12,8%	13,1%
ROE (%)	10%	12%	12%	12%
Dettes nette	27,5	34,1	35,2	33,6
Gearing (%)	57%	64%	60%	51%
Dividende par action	0,38	0,53	0,57	0,64
Yield (%)	2%	3%	3%	3%

### Ratios

	2014	2015	2016e	2017e
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	6,0	5,1	4,6	4,1
VE/ROC (x)	9,8	7,3	6,6	6,1
PE (x)	11,2	8,4	7,4	6,6

### Analyste :

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

Delfingen est une valeur de rendement attractive qui distribue 20% de son résultat net chaque année, connaît une croissance régulière de son activité et est gérée en bon père de famille. Compte tenu de poches de croissance encore sous exploitées et de l'effet de levier opérationnel, nous sommes confiants dans la capacité du groupe de poursuivre l'amélioration de sa génération de cash.

Malgré un rerating de la valeur depuis 2012 et une belle performance de début d'année, nous pensons que la valeur présente un profil intéressant.

Avec 6% de croissance annuelle moyenne organique d'ici 2018, sur un marché de la production automobile n'en faisant que 1,7%, Delfingen devrait bénéficier de l'augmentation de ses capacités de production en Asie, de ses acquisitions en Allemagne et de ses investissements dans le domaine des protections textiles et des tubes techniques pour les transferts de fluides.

Positionné historiquement sur le secteur de la protection des câbles de véhicules par tubes plastiques, Delfingen est le leader de ce marché en Amérique du Nord et en Europe, ce qui lui permet de générer des marges intéressantes sur ces zones.

Depuis 2012, les acquisitions du groupe aux Etats-Unis, en Inde, en Chine et en Allemagne ont pour vocation de se renforcer sur le Textile, en Asie et en Allemagne.

Compte tenu de la montée en puissance des nouvelles zones et de l'effet de levier, nous attendons un redressement de la marge opérationnelle courante de près de 1 point entre 2015 et 2018.

En terme de cash, la société devrait améliorer son cash flow opérationnel tout en continuant à avoir recours à ses banques pour couvrir les besoins de capex.

A 6,6x EBIT 2016, Delfingen se paie avec une légère prime par rapport à sa moyenne historique sur 20 ans (6,4x) mais nous estimons qu'elle a encore de l'upside par rapport à la valorisation du secteur automobile (8,7x) et au niveau de valorisation de son titre pré-crise de 2008 (7,8x).

**Notre objectif de cours issu de la moyenne des valorisations par DCF et comparables ressort à 23,30 € et notre opinion est à Accumuler.**



## Sommaire

<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>5</b>
<b>MATRICE SWOT</b>	<b>6</b>
<b>DELFINGEN: LEADER DE LA PROTECTION DES CABLES AUTOMOBILES</b>	<b>8</b>
2015: UN RECENTRAGE VERS LE CORE BUSINESS	9
UN TAUX DE MARGE BRUTE EN CROISSANCE	12
DES CHARGES OPERATIONNELLES QUI DEVRAIENT RESTER CONTENUES	14
UNE CROISSANCE SOUTENUE PAR LES INVESTISSEMENTS	15
UNE GENERATION DE CASH APPELEE A SE RENFORCER	16
<b>UN MARCHE DE L'AUTOMOBILE HETEROCLITE</b>	<b>17</b>
PERSPECTIVES	19
UN PAYSAGE CONCURRENTIEL CONCENTRE	20
<b>PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES</b>	<b>23</b>
UNE CROISSANCE DIVERSIFIEE ATTENDUE	23
LEVIERS SUR LA RENTABILITE	26
GENERATION DE CASH EN HAUSSE	28
<b>VALORISATION</b>	<b>29</b>
VALORISATION PAR LES DCF	30
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	32
CONCLUSION	32
<b>ELEMENTS FINANCIERS</b>	<b>34</b>
COMPTE DE RESULTAT	34
BILAN	35
FLUX DE TRESORERIE	35



## Argumentaire d'investissement

Depuis 2010 Delfingen s'est engagé 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, tubes techniques pour transfert de fluides), à prendre des parts de marché en Asie, zone à forte croissance et en Allemagne.

### **Leader européen et américain sur son segment historique de la protection par tubes**

Sur un marché de la protection des faisceaux électriques embarqués dans les voitures estimé à près de 450 M\$ (400 M€), Delfingen affiche une position de leader en Amérique du Nord et en Europe. La société a installé son positionnement dominant à travers croissance organique et croissance externe (19 acquisitions à date). Avec un chiffre d'affaires de plus de 100 M€ sur son cœur de métier, Delfingen a plus de 25% du marché mondial et est un interlocuteur solide des grands équipementiers et câbliers mondiaux.

### **Une diversification vers des secteurs porteurs**

Delfingen s'inscrit dans la diversification de son portefeuille de produits avec des produits textiles (VPS Textile, ETIS, textiles techniques) et des tubes techniques pour transfert de fluides (9% du CA 2015), principalement pour le secteur automobile. A plus forte valeur ajoutée, ces segments sont plus générateurs de marge et devrait contribuer favorablement à la hausse de la rentabilité du groupe.

### **Une génération de cash en hausse**

Delfingen dispose d'un réservoir de rentabilité avec la montée en puissance des nouveaux produits (à plus forte valeur ajoutée) et l'effet de levier opérationnel attendu en Asie. Compte tenu de la maîtrise attendue du BFR aux alentours de 16,0% du CA, nous estimons que Delfingen devrait générer un cash flow opérationnel de plus de 14,0 M€ par an en moyenne entre 2015 et 2018. La société devrait néanmoins avoir recours à ses banques afin de financer ses capex (besoin de 7,5 M€ estimé d'ici 2018), sans pour autant dégrader son gearing et afficher un ratio DN/EBE <2.

**Malgré le rerating de la valeur, le niveau de valorisation actuel ne reflète pas encore selon nous tout le potentiel de croissance de Delfingen dans un contexte automobile porteur.**

## Matrice SWOT

### Forces

- Leadership en Europe et aux Etats-Unis sur son cœur de métier (gaines 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
- Diversification du risque géographique à travers l'implantation dans 18 pays
- Qualité du management
- Historique d'intégrations réussies
- Un niveau d'investissement maintenu élevé pour préserver ses parts de marché
- Gouvernance et responsabilité social (Fondation Delfingen)
- Portefeuille clients solide (plus grands câbleurs)

### Faiblesses

- 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

### Opportunités

- Dynamisme de la consommation des pays émergents et ASEAN en particulier
- Implantation auprès des constructeurs chinois en Chine
- Complexification des systèmes/réseaux embarqués et augmentation du câblage dans les voitures

### Menaces

- Maturité du secteur automobile en Europe et en Amérique du Nord
- Relative sensibilité à la variation des prix des matières premières
- Concurrence vive et faible part de marché sur le secteur des gaines textiles

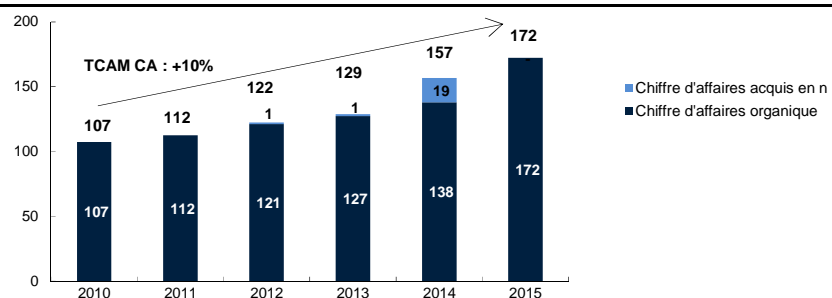


## Delfingen: leader de la protection des câbles automobiles

Créé en 1954, Delfingen est devenu le leader de la protection des faisceaux électriques et de tubes techniques pour transfert de fluides sur véhicules légers. Implanté sur 18 pays avec 22 sites de production, Delfingen met son savoir-faire technologique de **transformation de matière plastique et de textile**, son expertise de supply chain et son implantation internationale au service de ses clients (équipementiers automobiles de rang 1 principalement).

Delfingen affiche une forte croissance de son chiffre d'affaires annuel moyen depuis 5 ans (+10%, +7,3% hors acquisitions allemandes) prenant en compte une croissance organique et externe. Historiquement Delfingen a toujours procédé à des acquisitions pour compléter son portefeuille produits et s'implanter sur de nouveaux territoires. Sa dernière acquisition (et sa 19<sup>ème</sup>) a été particulièrement significative en renforçant son offre textile et en lui ouvrant le marché allemand.

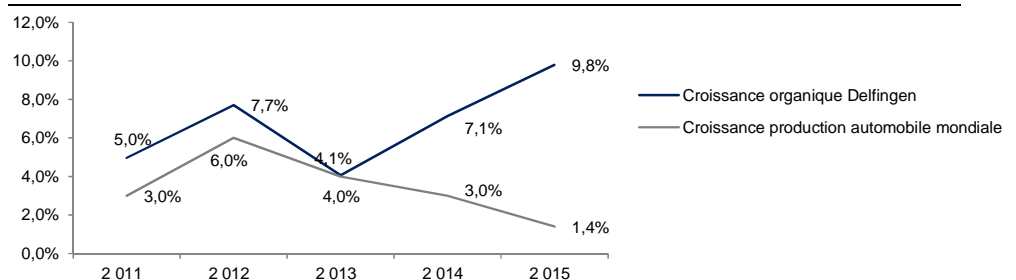
### Evolution du chiffre d'affaires de Delfingen depuis 2010



source : société / Euroland Corporate

En organique, Delfingen réussi à surperformer annuellement le marché de la production automobile mondiale de 2010 à 2015 (+3,6%) et **devrait poursuivre sur cette tendance compte tenu de son expansion attendue en Asie, en Allemagne et de la prise de parts de marché sur le textile et le transfert de fluides.**

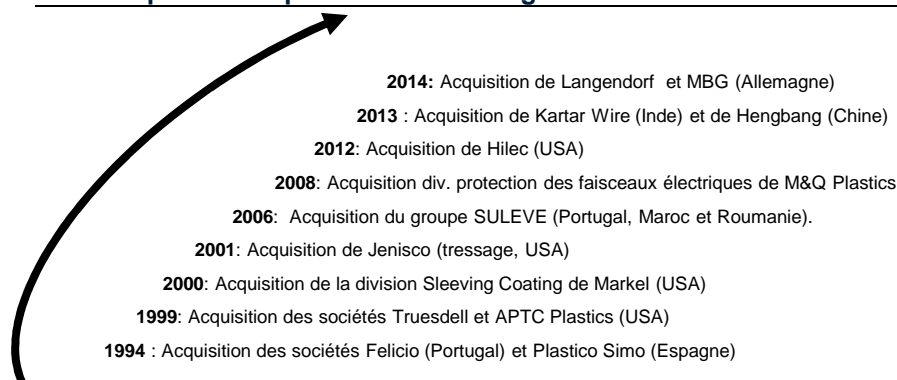
### Evolution du chiffre d'affaires organique de Delfingen vs marché



source : société / Euroland Corporate



## Historique des acquisitions de Delfingen



source : société

Les récentes acquisitions de Delfingen se sont inscrites dans la stratégie du groupe de renforcer ses activités de cœur de métier et ses positions à l'international.

Date acquisition	Société	Pays	Chiffre d'affaires	Activité	Montant acquisition	Financement acquisitions
août-12	Hilec	Etats-Unis	6 M€	ETIS	4,8 M€ +0,3 M€ (earnout)	Endettement
sept-13	Kartar Wire Industries	Inde	3,5 M€	VPS	3,7 M€	Augmentation de capital décembre 2013
déc-13	Tianhai Hengbang	Chine	1,5 M€	VPS	nc	Augmentation de capital décembre 2013
janv-14	Langendorf	Allemagne	19 M€	VPS textiles	3,9 M€	Endettement et augmentation de capital de décembre 2013
janv-14	MBG	Allemagne		Technical Textiles		

## 2015: un recentrage vers le core business

Delfingen adresse ses produits principalement aux équipementiers automobiles de rang 1 avec 85,5% de son chiffre d'affaires 2015 réalisé auprès du secteur automobile.

Historiquement tourné vers la conception, la fabrication et la commercialisation de gaines de **protection des faisceaux électriques en plastique (VPS)\***, la société a progressivement enrichi son offre de produits **textiles (VPS textile, textiles techniques, ETIS)** et de tubes techniques pour **transfert de fluides (FTT)\*\*** ainsi que de services d'**assemblage (MAS)**. Au 31 mars 2015, Delfingen a par ailleurs arrêté son activité de fabrication de tubes pour le bâtiment (HPS) compte tenu des difficultés rencontrées par le secteur.

*\* cf. notre initiation de couverture octobre 2012 (p 12)*

*\*\* cf. notre initiation de couverture octobre 2012 (p 13)*

## Evolution du chiffre d'affaires par activité 2010/15 (M€)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TCAM 2010/15
Vehicule Protection System (VPS)	74	78	86	90	103	120	10%
Fluid Transfer Tubing (FTT)	6	7	7	7	10	15	19%
Modular Assembly System (MAS)	18	19	17	16	13	12	-8%
<b>Automobile</b>	<b>98</b>	<b>103</b>	<b>110</b>	<b>113</b>	<b>125</b>	<b>147</b>	<b>8%</b>
Electrical and Thermal Insulation Sleeving (ETIS)	5	6	8	10	10	11	14%
Hydrocable Pipe System (HPS)	4	4	4	5	5	0	ns
Technical Textiles					13	11	ns
Interior Trim Fastening (ITF)					3	3	ns
<b>Speciality markets</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>31</b>	<b>25</b>	<b>23%</b>
Others					1	0	
<b>Total</b>	<b>107</b>	<b>112</b>	<b>122</b>	<b>128</b>	<b>157</b>	<b>172</b>	<b>10%</b>

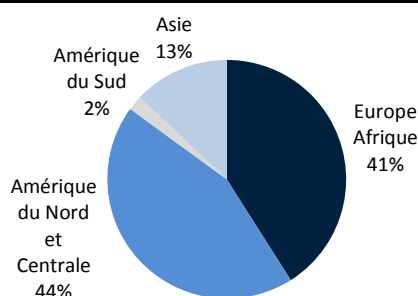
source : société / Euroland Corporate

### La croissance de Delfingen est principalement portée par la croissance des volumes compte tenu de la pression qu'il existe les prix.

Les contrats noués par Delfingen auprès des équipementiers automobiles les engagent sur une plateforme de véhicules ou un modèle de véhicules sur un certain prix et certaines conditions logistiques. Il n'existe pas d'engagement de volume ni de durée. Leurs clients font ensuite des appels de commandes (sans contrat) auquel Delfingen doit répondre. Les prix peuvent éventuellement être revus selon les conditions de marché (notamment le prix des matières premières). Le rapport qui lie Delfingen à ses clients a plus trait à sa part de marché, à la qualité de ses services qu'au contrat lui-même. Avec peu de visibilité, Delfingen pilote son activité avec les estimations du marché de la production automobile mondiale et du niveau de stocks des constructeurs automobile.

A noter que Delfingen réduit sa dépendance client avec ses 5 principaux clients représentant 47% du CA 2015 (vs 54% en 2010), aucun d'entre eux ne représentant plus de 14% du CA 2015 (vs 17 % en 2010).

### Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



source : société / Euroland Corporate

## Une organisation mondiale au plus proche des clients

Historiquement implantée dans les grandes zones de production des câbleurs automobiles, Delfingen a accompagné ses clients au fur et à mesure de leur délocalisation dans des pays à bas coûts. Avec 34 sites (dont 22 usines de fabrication) répartis dans 18 pays, Delfingen optimise ainsi sa réactivité et peut livrer ses clients en juste à temps (le plus souvent en 6h).

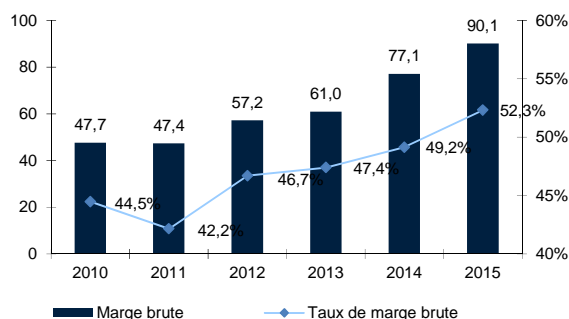
### Implantation des sites de Delfingen dans le monde

Pays	Site	Date Ouverture	Origine	Nature du site	Activité
Allemagne	Marktrodach	2 014	Acquisition	Usine de fabrication	VPS Textile
Allemagne	Münchenberg	2 014	Acquisition	Usine de fabrication	Textile technique
Brésil	Sorocaba	2 010	Ouverture	Usine de fabrication	VPS
Chine	Wuhan	2 010	Ouverture	Usine de fabrication	VPS
Chine	Hebi	2 013	Acquisition	Usine de fabrication	VPS
Chine	Changchun	2 013	Acquisition	Entrepôt logistique	
Chine	Chongqing	2 013	Acquisition	Entrepôt logistique	
Chine	Shanghai	2 008	Ouverture	Bureau de vente	
Chine	Tianjin	2 015	Ouverture	Usine de fabrication	VPS Textile
Corée	Suwon	nc	Ouverture	Bureau de vente	
France	Anteuil	1 954	Site historique	Usine de fabrication + R&D	VPS + VPS textile + FTT
Honduras	San Pedro Sula	2 004	Ouverture	Usine de de fabrication	VPS
Inde	Pune	2 013	Acquisition	Usine de fabrication	VPS + ITF
Inde	New Dehli	2 015	Ouverture	Bureau de vente	
Japon	Tokyo	2 014	Ouverture	Bureau de vente	
Maroc	Tanger -site 1	2 002	Ouverture	Usine de fabrication	VPS
Maroc	Tanger -site 2	2016 à venir	Ouverture	Usine d'assemblage	
Maroc	Casablanca	1 999	Ouverture	Usine de fabrication	VPS
Mexique	Saltillo	2 006	Ouverture	Usine de fabrication	VPS
Mexique	Celaya	2 014	Ouverture	Usine de fabrication	VPS + FTT
Philippines	Cebu site 1	2 000	Ouverture	Usine de fabrication	VPS + FTT
Philippines	Cebu site 2	2 008	acquisition	Centre de R&D	
Philippines	Manila	2 006	Ouverture	Usine de fabrication	VPS + VPS textile
Portugal	Porto	2 003	Ouverture	Entrepôt logistique	
Portugal	Porto	2 006	Acquisition	Usine assemblage	
Roumanie	Negoiești	2 006	Acquisition	Usine de fabrication	VPS
Roumanie	Arad	2 006	Ouverture	Usine de fabrication	VPS
Slovaquie	Nitra	2 003	Ouverture	Usine de fabrication	VPS + FTT
Thaïlande	Bangkok	2 014	Ouverture	Usine de fabrication	VPS
Tunisie	Tunis	1 999	Ouverture	Usine de fabrication	VPS
USA	Niagara Falls	1998/2000	Acquisition	Usine de fabrication	ETIS + VPS textile
USA	El Paso	1998/2000	Acquisition	Usine de fabrication	VPS
USA	Rochester Hill	1998/2000	Acquisition	Bureau de vente + centre social +R&D	
USA	Roseville	1998/2000	Acquisition	Entrepôt logistique	

## Un taux de marge brute en croissance

A 82,6 M€ (47,9% du CA 2015 (vs 48,7% en 2014)) les achats de matières premières représentent le principal poste de dépense de Delfingen. La marge brute dépend en partie de ces achats et de la capacité du groupe à répercuter les variations du prix des matières sur le prix de vente mais également du mix produits et des gains de productivité usine. Depuis 2010, Delfingen est parvenu à afficher un gain de 7,8 pts de son taux de marge brute.

### Evolution du taux de marge brute

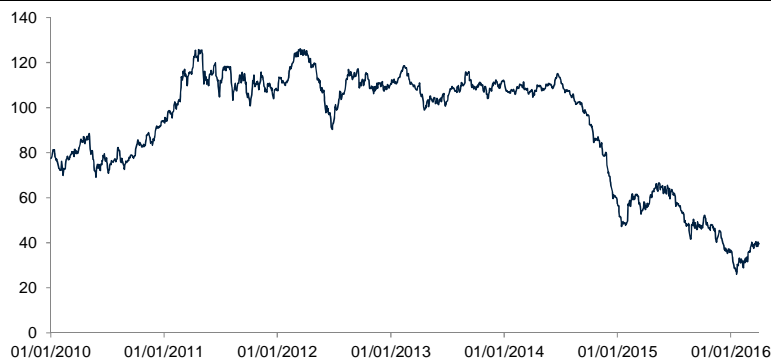


source : société / Euroland Corporate

### Un risque matières premières mieux maîtrisé

Les principales matières utilisées pour lesquelles il existe des risques significatifs d'évolution des cours, avec des impacts potentiels sur la rentabilité du groupe, sont le polypropylène, le polyéthylène, les polyamides et le PVC. 20% des achats de matières premières voient ainsi leur prix directement corrélés à celui du Pétrole. Néanmoins, depuis 2010, Delfingen observe une politique commerciale lui permettant de préserver une partie de ses marges en cas de fluctuation.

### Evolution du prix du baril du Brent entre 2010 et 2015



source : FactSet / Euroland Corporate

La baisse moyenne du prix du baril de Brent en 2015 à 52,9 \$ (-46,9% vs 2014) a bénéficié au taux de marge brute de Delfingen **compte tenu de sa capacité à préserver ses prix de vente (au vu de son positionnement désormais stratégique auprès de ses clients). Nous estimons entre 1 et 2 points le gain de point de marge brute en 2015 lié à la baisse du pétrole.**

Le réseau d'usines de production de Delfingen mis en place à travers le monde lui permet par ailleurs de s'approvisionner localement à des prix variables selon les zones. **Le taux de marge brute n'est ainsi pas impacté par les effets de conversion en euro.**

#### **Un mix produit favorable à la marge**

La montée en puissance du textile (moins consommateur de matière), des transferts de fluides (à plus forte valeur ajoutée, plus forte marge brute), la baisse de l'assemblage (pour lequel Delfingen procédait au négoce de matière) ont contribué à la hausse du taux de marge brute du groupe ces 5 dernières années.

**Nous estimons à 0,6 pt environ le gain de point de marge brute lié au mix produits en 2015.**

#### **Une amélioration continue de la productivité**

Delfingen mesure continuellement l'efficacité de ses sites et procède aux investissements machines et plans de productivité nécessaires (fermeture de lignes non rentables, recours à des matières recyclées, optimisation des achats) pour améliorer la flexibilité et l'efficacité de la production.

**Nous estimons à 0,5 pt le gain de point de marge brute lié à l'amélioration de la productivité en 2015.**

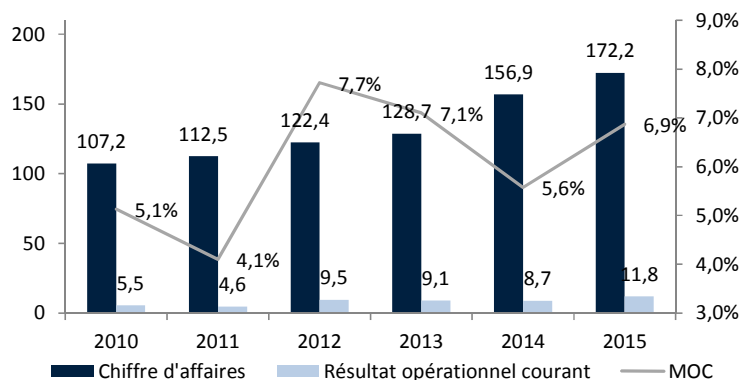
## Des charges opérationnelles qui devraient rester contenues

Malgré l'absorption de 5 acquisitions depuis 2012, Delfingen a réussi à piloter ses charges opérationnelles et afficher une amélioration de sa marge opérationnelle de 1,8 pts entre 2010 et 2015. Face à une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 10%, les charges opérationnelles ont augmenté de 14,6%.

57% des coûts opérationnels sont générés par la masse salariale. 1 875 personnes sont employées en moyenne dans le groupe à fin 2015 et les recrutements devraient se poursuivre dans les unités de production. Delfingen a également des charges liées aux bâtiments importantes (loyers, eau, gaz...) **que nous estimons à environ 10% des charges opérationnelles.**

**A noter que les zones géographiques les plus mûres sont également les plus génératrices de marge et que la montée en puissance de l'Asie, devrait jouer favorablement sur la rentabilité du groupe compte tenu de l'effet de levier opérationnel.**

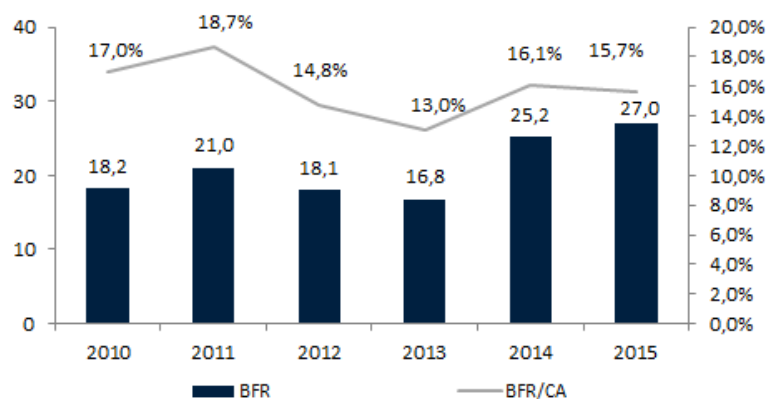
## Evolution du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel 2010-2015



source : société / Euroland Corporate

Compte tenu des outils de recouvrement mis en place et de la gestion des flux en juste à temps, Delfingen affiche un BFR maîtrisé à 16% de son CA en moyenne qui devrait constituer son niveau normatif.

## Evolution du BFR 2010-2015



source : société / Euroland Corporate

**Malgré la maîtrise de son BFR, Delfingen affiche un niveau de marge qui ne lui permet pas encore d'autofinancer ses investissements.**

## Une croissance soutenue par les investissements

Delfingen dépense entre 3% et 5% de son chiffre d'affaires en investissement. Le montant des investissements ressort en hausse, en lien avec l'ouverture de nouveaux sites, l'extension des capacités de production, les investissements de maintien de l'outil industriel et le développement de nouvelles technologies/de nouveaux produits.

## Evolution des investissements depuis 2010 (M€)

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Investissements	3,3	3,3	4,1	5,5	7,6	9,1
en % du CA	3,1%	2,9%	3,3%	4,3%	4,8%	5,3%

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2015e
Dépenses R&D	1,5	1,4	2,3	2,5	3,0	3,4

hors frais brevets et frais immobilisés

source : société / Euroland Corporate

Les investissements en R&D de Delfingen lui permettent de maintenir un niveau d'innovation constant pour faire face à un contexte concurrentiel exigeant sur le secteur automobile. Delfingen préserve un niveau d'investissement en recherche et développement de l'ordre de 3,0 M€ sur les trois dernières années. 42 personnes œuvrent en R&D (vs 30 en 2010) pour :

- L'optimisation constante du processus de fabrication en termes de délais et de coûts avec une Direction de la performance basée en France, des antennes dans le monde entier, à proximité des clients, et des centres d'expertises techniques.
- L'anticipation des besoins des clients autour des produits (réduction du poids, du nombre de composants, amélioration des caractéristiques techniques et environnementales).

**A fin 2015, compte tenu des investissements réalisés, nous estimons que le taux d'utilisation des capacités de production ressort entre 85% et 90%. A capacité égale, sans investissement supplémentaires, Delfingen peut ainsi générer un chiffre d'affaires de 190 M€/ 200 M€ selon nous environ.**

Les efforts d'investissements devraient toutefois se poursuivre sur les zones à forte croissance: l'Asie et l'Allemagne ainsi que sur les sites de transferts de fluides et textiles afin d'atteindre un chiffre d'affaires de plus de 225 M€ en 2020.

### Une génération de cash appelée à se renforcer

En M€	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2015e
Marge Brute d'autofinancement	10,0	7,6	11,1	10,8	12,6	16,9
Variation de BFR	1,3	2,5	-3,8	-1,7	4,2	1,5
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>8,2</b>	<b>4,1</b>	<b>12,2</b>	<b>10,1</b>	<b>5,5</b>	<b>11,7</b>
Acquisition d'immobilisations	3,3	3,3	3,8	5,0	7,6	9,0
Cession d'immobilisations	0,0	0,1	0,4	0,0	0,1	0,1
Variation de périmètre	0,0	0,0	4,8	3,8	4,2	3,4
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,2</b>	<b>-8,4</b>	<b>-9,1</b>	<b>-11,8</b>	<b>-12,3</b>
Augmentation de capital	0,3	0,2	0,0	4,8	0,1	0,0
Emission d'emprunt	10,9	4,6	12,6	14,4	11,9	23,0
Remboursement d'emprunt	16,0	7,7	8,2	9,0	8,0	7,5
Dividendes versés	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1
<b>Flux de trésorerie liés au financement</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>3,0</b>	<b>8,1</b>	<b>1,9</b>	<b>12,7</b>
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>6,9</b>	<b>9,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>12,0</b>

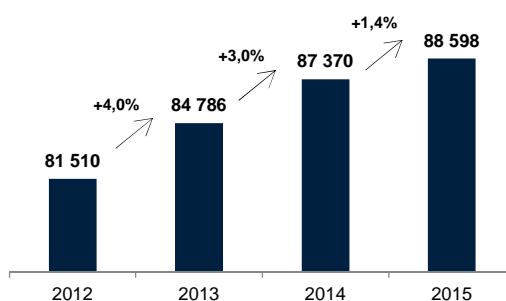
Afin de financer son expansion à l'international et sa R&D, Delfingen devrait à nouveau faire appel à ses banques. Elle dispose d'un droit de tirage de 7,5 M€ sur lequel elle pourrait s'appuyer dès 2016 pour financer son BFR. A fin 2015, sa dette brute s'élève à 56,3 M€ et sa dette nette à 34,1 M€ pour des fonds propres de 53,2 M€.



## Un marché de l'automobile à plusieurs vitesses

Avec un chiffre d'affaires de 172,2 M€ pour 2015 (+13,5% dont +3,1 à pcc) et 85,5% généré par des clients issus du secteur automobile, l'activité de Delfingen est fortement liée à la production automobile mondiale. Sur la période 2012-2015 la production de véhicules légers est passée de 81,5 millions à 88,6 millions (+8,7%) selon IHS Automotive.

### Evolution de la production mondiale (en milliers)



source: IHS Automotive

Après 2013 et 2014 où la production de véhicules légers était en hausse, respectivement de +3,1% et +2,9%, l'année 2015 a connu un ralentissement avec une croissance de +1,5%. L'Asie est passée d'une croissance soutenue de +5,5% en 2013 à +2,0% en 2015 et l'Amérique du Sud a vu sa production chuter lourdement en 2014 et 2015 avec respectivement -15,9% et -20,5%.

Cependant les perspectives de production mondiale restent favorables pour 2015-2020 avec un TCAM de 3,0%. L'Amérique du Sud devrait renouer avec la croissance à partir de 2017 (+1,4%) mais devra attendre 2023 pour retrouver son niveau de production de 2012 (4,2 millions de véhicules).

### Europe et Amérique du Nord en forme

En Europe la production était en légère hausse de +1,1% en 2013 puis en 2014 et 2015 elle a connu un rebond avec respectivement +3,3% et +3,8%, ce qui représente 20,9 millions de véhicules légers produits en 2015 contre 19,3 millions en 2012. Près de 25% des voitures assemblées sont vouées à l'exportation contre seulement 15,4 % en 2007.

Cette hausse de la production s'explique aussi par une augmentation des ventes, le nombre de voitures neuves vendues estimé en 2015 (Europe de l'Ouest) est en hausse de +4,2% à 14,2 millions d'unités vendus.

L'Amérique du Nord a vu croître sa production automobile de +2,7% en 2015, mais elle marque un ralentissement par rapport à 2014 (+5,3%). L'industrie automobile nord américaine est dans un cycle de croissance, les Etats-Unis peuvent compter sur un faible taux de chômage, une dette des ménages faible estimée à 104% du revenu disponible contre 133% en 2007 (juste avant la récession mondiale), ainsi qu'un revenu des ménages qui augmente et un coût des matières énergétiques faible. Les ventes de véhicules neufs augmentent et ont atteint un record aux Etats-Unis l'an dernier avec 17,4 millions de véhicules vendus (+5,8%) et 1,9 millions au Canada (+2,7%).

Depuis 2013, la Chine est devenue le premier producteur mondial en passant de 18,6 millions de véhicules produits à 21,2 millions (+5,5%), dépassant ainsi l'Europe et ses 20,5 millions de véhicules produits. Le nombre de véhicules légers vendu est estimé à 25,2 millions (+ 6,8%) en 2015. En 2015 la production totalise 23,9 millions de véhicules avec une croissance de +2,0%, représentant 27,0% de la production mondiale contre 23,6% pour l'Europe.

### L'Amérique du sud en crise

La production sud américaine s'est écroulée en 2014 avec seulement 3,8 millions de véhicules (-15,9 %) puis 3,0 millions en 2015 (-20,5%), subissant les effets de la crise brésilienne et, à un degré moindre celle de l'Argentine. Le Brésil est rentré en récession en 2015 avec un PIB estimé selon la Banque mondiale à -3,7%. La chute du prix des matières premières, dont elle regorge, a fortement dévalué sa monnaie. Au 01/01/2015 la devise était à 3,22 réal pour un euro et au 01/01/2016 elle était de 4,30 réal, soit une baisse de près 34%.

L'inflation a atteint les 8,9% (vs 6,3% en 2014), les investissements sont en baisse avec la hausse des taux d'intérêt et le chômage à 6,6% en décembre 2015 (vs 4,8% en 2014). La production automobile est impactée négativement par la baisse de la consommation des ménages.

L'Argentine connaît aussi une dévaluation de sa monnaie qui a perdu près de 72,8% de sa valeur en un an, ajouté à cela la baisse des ventes de véhicules neufs de -28,6% et la baisse des exportations de véhicules vers le Brésil de -17,6% en 2014, alors qu'il est son premier partenaire commercial.

## Perspectives

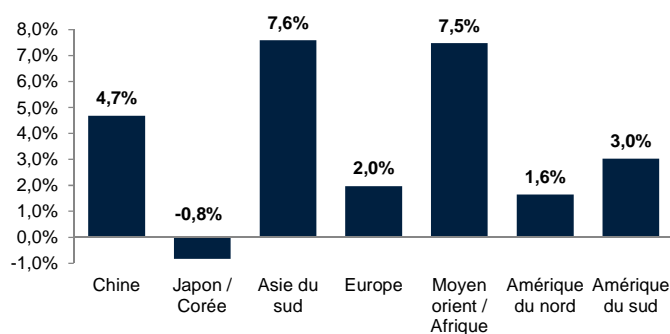
Entre 2015 et 2020 la croissance de la production automobile mondiale devrait être soutenue puisque l'on attend une augmentation moyenne de +3,0% par an. Les pays émergents devraient tirer la croissance de la production automobile avec une hausse de +5,4% par an malgré la forte chute du marché sud américain qui devrait connaître une année 2016 à -8,6% avant de retrouver une faible croissance.

Les marchés matures devraient s'attendre à ce que la production croît lentement (+1,2% en moyenne par an).

A horizon 2020, la production mondiale de véhicules légers devrait être principalement soutenue par les pays émergents, notamment par la Chine et l'Asie du Sud. Leur taux de croissance annuel moyen entre 2015 et 2020 ressortant respectivement à +4,7% et 7,6%. On atteindrait alors plus de 30 millions de véhicules légers produits en Chine et 11,5 millions en Asie du sud.

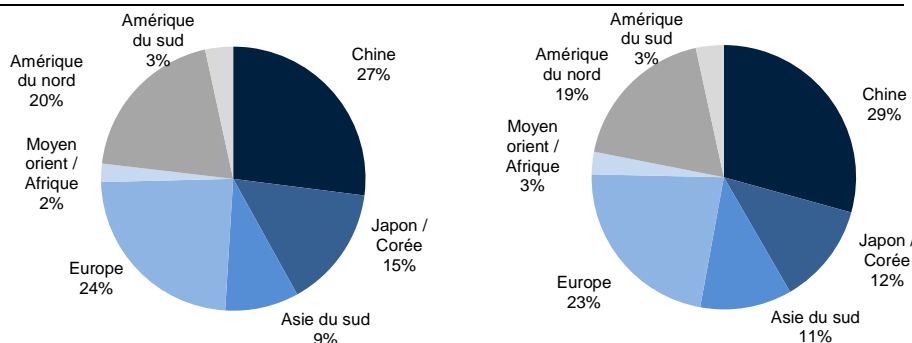
Les pays matures devraient connaître un ralentissement de la croissance de leur production automobile (+1,2% entre 2015 et 2020 vs +2,0% entre 2015 et 2015), notamment en Amérique du Nord qui, après une croissance annuelle de 4,3 % (2012-2015) devrait afficher une hausse de 1,6 % (2015-2020). L'Europe passant de 2,7% à 2,0%. La région Japon/Corée du Sud devrait connaître une baisse de sa production, passant de 13,2 millions de véhicules légers produits en 2015 à 12,7 millions en 2020.

### TCAM de la production automobile 2015-2020



source: IHS Automotive

**Répartition de la production automobile mondiale en 2015 et 2020**



source: IHS Automotive

**Un paysage concurrentiel concentré**

Delfingen devrait ainsi bénéficier d'un marché de l'automobile avec des foyers de croissance dynamiques. Afin de préserver son statut de leader en Amérique du nord et en Europe et prendre des parts de marché dans les émergents, Delfingen doit faire face à des concurrents parfois bien implantés.

**Panorama concurrentiel**

	VPS Tube	VPS Textile	FTT	ETIS	MAS
<b>Zones géographiques</b>	Europe - Afrique: Leader Amérique Nord/Centrale: N°1 Asie: Challenger	Europe - Afrique: Challenger Amérique Nord/Centrale: Challenger Asie: Challenger	Europe - Afrique: Niche Amérique Nord/Centrale: Niche Asie: Niche	Amérique du Nord et Centrale: Niche	Europe - Afrique: Niche
<b>Clients</b>	Delphi / Yazaki / Lear / Sumitomo / Leoni	Delphi / Yazaki / Lear / Sumitomo / Leoni	Inergy / Hutchinson / TI Auto / Cooper / Visteon / Hyndam	Industrie	Equipementiers auto (Valéo, Bosh, Faurecia)
<b>Concurrents</b>	Schlemmer (Allemagne) Frankische (Allemagne)	Federal Mogul (USA) Relats (Espagne)	Atomisé	Atkins & Pearce (USA) Varflex (USA)	Atomisé

En faisant l'hypothèse que le coût de la protection des câbles des véhicules par tube plastique est de 5\$ par véhicule, nous estimons le marché de Delfingen à 443 M\$ en 2015 (400 M€). Compte tenu des éléments dont nous disposons sur le marché de la production automobile mondiale, ce marché devrait croître de 3,0% par an avec de fortes disparités régionales, à l'image de la production automobile mondiale. Il est à noter que cette estimation est une fourchette basse dans la mesure où les mètres de cablage, et donc de tubes et de gaines pour les protéger progresseront avec les exigences de sécurité, de confort, de motorisation électrique/hybride.

### Marché estimé de la protection des câbles par tube plastique dans les véhicules (en M\$)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TCAM 2015 / 2020
Chine	120	126	131	136	144	150	4,7%
Japon / Corée	66	66	66	65	64	64	-0,8%
Asie du sud	40	42	45	49	54	58	7,6%
<b>Asie</b>	<b>226</b>	<b>235</b>	<b>242</b>	<b>250</b>	<b>262</b>	<b>272</b>	<b>3,8%</b>
Europe	105	106	109	112	114	115	2,0%
Moyen orient / Afrique	10	11	12	12	14	14	7,5%
Amérique du nord	87	86	92	93	95	95	1,6%
Amérique du sud	15	14	14	14	16	18	3,0%
<b>Total</b>	<b>443</b>	<b>452</b>	<b>469</b>	<b>482</b>	<b>501</b>	<b>514</b>	<b>3,0%</b>

source: Euroland Corporate

Delfingen affiche près de 25% de parts de marché en Europe et de 70% en Amérique du Nord selon nous. Sur ces marchés matures, Delfingen entend conserver son avance et concentre désormais ses efforts sur la prise de parts de marché en Asie avec l'augmentation de ses capacités de production (en Chine, en Inde, aux Philippines en 2015).

Sur le marché chinois, qui restera le plus grand fabricant en nombre de véhicules ces prochaines années, le principal concurrent est Schlemmer, en JV avec un conglomérat chinois Ningbo mais le marché pourrait chercher à diversifier ses fournisseurs avec une alternative de qualité.

**La taille du marché de la protection des câbles par textile est également estimée à 450 M\$ par le management.**

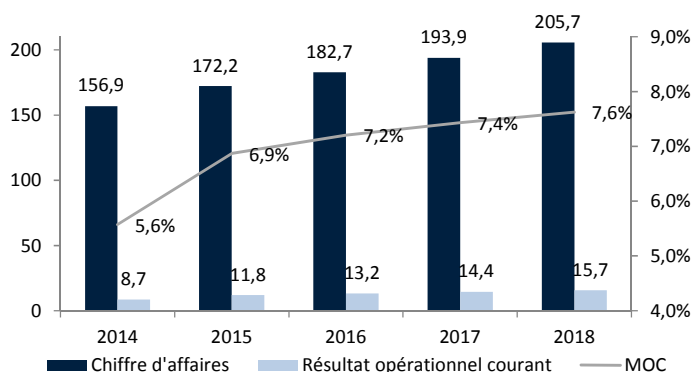
A ce titre, Delfingen aurait, selon nous, plus de 15% de parts de marché en Europe et un potentiel de croissance important. Le principal concurrent, Federal Mogul (qui réalise environ 400 M\$ sur le textile) demeurant le principal obstacle au développement de Delfingen sur ce segment. Néanmoins les clients sont très enclin à diversifier leur panel de fournisseurs.

**Nous ne disposons pas d'indication sur la taille des marchés du transfert de fluides dans les véhicules, des textiles techniques, des ceintures de sécurité et de l'assemblage.** Ils sont vraisemblablement plus importants que le marché VPS mais avec une concurrence éclatée. A ce titre, Delfingen a un potentiel de croissance important sur ces secteurs.

## Perspectives stratégiques et financières

Après une année 2015 marquée par la concentration du groupe sur son cœur de métier (abandon de l'activité HPS), Delfingen va poursuivre sa stratégie de conquête de l'Asie et de l'Allemagne et consolider ses positions sur ses métiers textiles et transferts de fluides. **Nous attendons une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 6,1% entre 2015 et 2018 (à taux de change constant).** Compte tenu de la montée en puissance des volumes avec la signature de nouveaux contrats notamment, nous attendons **une amélioration de la marge opérationnelle courante de 0,7 pt à 7,5% en 2018.**

### Evolution du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel 2014-2018e



source : Euroland Corporate

### Une croissance diversifiée attendue ces prochaines années

Nous attendons une croissance de chiffre d'affaires principalement portée par les volumes. En termes de segment, VPS Tube est attendu en forte croissance, suivi du textile et des transferts de fluides.

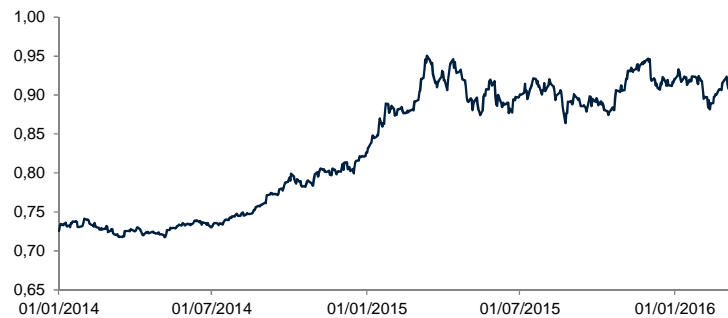
Avec des comptes libellés en euro, des ventes réalisées en dollar (44% du CA 2015) et des charges enregistrées en monnaie locale, la génération de chiffre d'affaires de Delfingen est très sensible à la parité euro/dollar et la rentabilité à la contribution de la zone Amérique du Nord/Centrale (plus rémunératrice).

### Perspective sur la parité Euro Dollar

En 2015, Delfingen a bénéficié de la hausse du dollar (+19% à 0,90 €) sur son chiffre d'affaires. Effectivement à taux de change constant, le CA ressort en hausse de 3,1% contre +13,5% hors activités abandonnées.

Le marché des devises est régi par trois facteurs importants: la situation économique générale (PIB, inflation, chômage...), les taux d'intérêt et les politiques monétaires.

## Evolution de la parité €/€ depuis début 2014



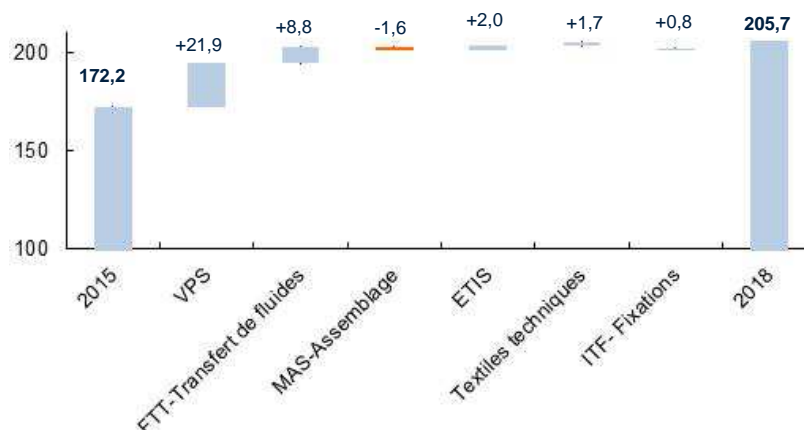
source: Factset/Euroland Corporate

Le dollar a bénéficié :

- de l'afflux de capitaux en euros avec la mise en place du quantitative easing (rachat d'obligations d'Etat par la BCE à hauteur de 1 140 Mds € jusqu'en septembre 2016);
- de perspectives de croissance américaine dynamiques (3,1% prévus par le FMI en 2015, 3,1% en 2016). La révision à la baisse de ces perspectives de façon trimestrielle depuis juillet 2015 (+2,6% en 2015) a participé au rattrapage de l'euro, d'autant que les perspectives ont été maintenues sur la zone (+1,5% en 2015 et +1,6% en 2016).

**Compte tenu de la situation économique européenne avec une reprise naissante et fragile ainsi qu'une résilience aux Etats-Unis liée à sa politique de taux encore accommodante dans un contexte de baisse des investissements (avec la baisse du pétrole), nous tablons dans nos perspectives sur un eurodollar stable à 1,10 de 2016 à 2018.**

## Contribution des segments à la croissance de CA entre 2015 et 2018 (M€)



source : Euroland Corporate



**Le segment VPS (69,7% du CA 2015)** sera, selon nous, le plus contributeur de croissance en valeur. L'activité sera essentiellement portée par la dynamique sur le textile selon nous (renforcement du centre technique d'Anteuil, acquisitions allemandes et ouverture d'une unité de production aux Philippines). Sur l'activité historique des tubes, l'Asie devrait devenir le plus contributeur de croissance, avant l'Europe et l'Amérique du Nord, compte tenu des capacités de production mises en place en Chine et en Inde.

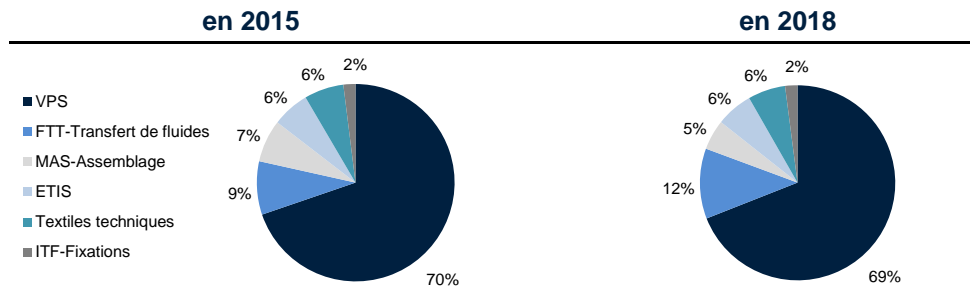
**Les segments ETIS (6,1% du CA 2015) et Textiles techniques (6,4% du CA 2015)** devraient bénéficier de la volonté du groupe de développer la branche textile et des acquisitions allemandes. Nous attendons ainsi un TCAM du CA de 5,4% entre 2015 et 2018.

**Le segment Transferts de fluide (8,8% du CA 2015)** devrait bénéficier de la concentration des efforts commerciaux de Delfingen qui a investi sur le segment pour proposer des tubes techniques thermoplastiques légers et résistants répondant aux exigences environnementales.

**Le segment MAS-Assemblage (6,9% du CA 2015)** devrait poursuivre sa décroissance sur les prochaines années. Néanmoins, après avoir cessé les opérations de négoce, le segment est appelé à être plus générateur de marge.

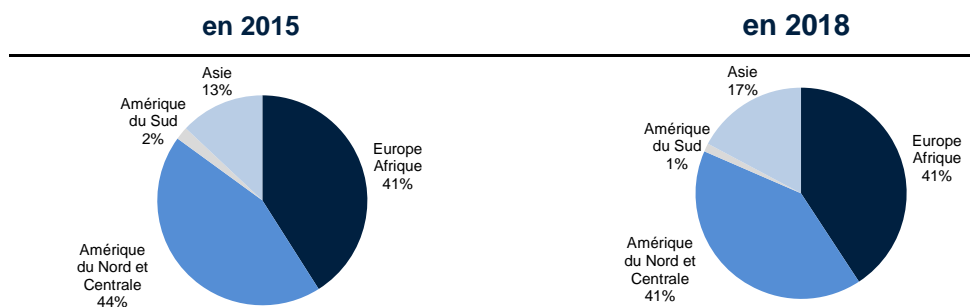
**Le segment ITF-Fixation de garniture de siège (2,0%)** est appelé à se développer et à gagner des parts de marché.

### Répartition du chiffre d'affaires par segment



source : Euroland Corporate

### Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique



source : Euroland Corporate

**En ne réalisant encore que 13% de son chiffre d'affaires en Asie en 2015, alors que la zone représente 51% du marché mondial de la production automobile, le réservoir de croissance nous semble important sur la zone. Nous attendons ainsi un TCAM du CA de 16,4% entre 2015-2018 en Asie. L'Europe devrait également être soutenue par la prise de parts de marché en Allemagne compte tenu des acquisitions et des augmentations des capacités de production.**

### Leviers sur la rentabilité

Compte tenu d'une forte volatilité sur les prix du pétrole et d'une remontée attendue à partir de 2017, nous adoptons une posture prudente sur le taux de marge brute, estimant que les points de marge brute gagnés par les gains de productivité et de mix produit pourraient être compensés par des fluctuations du prix des matières premières.

### Estimations du baril de Brent (\$/b)

	2015	2016	2017	2018
Consensus	54	44	53	65

source : FactSet

Avec 20% du prix d'achat des matières premières directement corrélés au prix du pétrole, Delfingen est sensible à ses variations. A noter toutefois que compte tenu de la taille de Delfingen, la société a la capacité de conserver, selon nous, une grande part de sa marge brute en cas de hausse des matières premières (répercutées pour partie auprès de ses clients) et de bénéficier de la baisse de celles-ci en ne répercutant pas 100% de la baisse sur ses prix de vente.

La croissance de Delfingen sera accompagnée d'une hausse de la rentabilité compte tenu de la montée en puissance des zones où Delfingen a encore peu de poids (Asie notamment). Par ailleurs, le mix produit devrait jouer favorablement sur la marge opérationnelle avec la contribution en hausse du textile et des tubes techniques pour transfert de fluides.

Ainsi, malgré une stabilisation du taux de marge brute à 52,3% attendue à court terme, nous attendons un gain 0,7 pt sur la marge opérationnelle à 7,5%.

#### Compte de résultat synthétique 2015-2018e

	2015	2016	2017	2018
<b>Chiffre d'affaires</b>				
VPS	120,1	127,2	134,5	142,0
FTT-Transfert de fluides	15,1	17,6	20,5	23,9
MAS-Assemblage	12,0	11,4	10,8	10,3
ETIS	10,5	11,1	11,8	12,5
Textiles techniques	11,1	11,6	12,2	12,8
ITF-Fixations	3,5	3,8	4,0	4,2
<b>Total</b>	<b>172,2</b>	<b>182,7</b>	<b>193,9</b>	<b>205,7</b>
<b>Marge brute</b>				
	90,1	95,6	101,4	107,6
<i>Taux de marge brute</i>	52,3%	52,3%	52,3%	52,3%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>				
	17,0	19,0	20,8	22,7
<i>Marge d'EBE</i>	9,9%	10,4%	10,7%	11,1%
<b>Résultat opérationnel courant</b>				
	11,8	12,9	14,2	15,5
<i>Marge d'exploitation courante</i>	6,9%	7,1%	7,3%	7,5%
<b>Résultat net part du groupe</b>				
	6,2	7,0	7,8	8,8
<i>Marge nette part du groupe</i>	3,6%	3,8%	4,0%	4,3%

source: Euroland Corporate

## Génération de cash en hausse

Compte tenu de la hausse des marges et de la maîtrise du BFR, la génération de cash flow opérationnel devrait s'améliorer pour atteindre plus de 14,0 M€ en moyenne entre 2015 et 2018. Nous estimons le niveau de capex à 10,0 M€ et celui de remboursement à 9,0 M€ en moyenne par an sur la période. Ainsi, nous estimons que Delfingen devrait avoir recours à ses banques pour un montant de 7,5 M€ pour financer ses capex d'ici 2018, sans pour autant dégrader ses ratios de gearing et de DN/EBE.

### Variation de la trésorerie de 2015 à 2018e

Tableau de flux (M€)	2015e	2016e	2017e	2018e
Marge brute d'autofinancement	13,2	15,2	16,6	19,0
Variation de BFR	1,5	1,6	1,7	1,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	11,7	13,5	14,8	17,1
Investissements opérationnels nets	-8,9	-11,2	-9,7	-10,3
Investissements financiers nets	-3,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-12,3	-11,2	-9,7	-10,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	15,5	-8,2	-9,7	-1,5
Dividendes versés	-1,0	-1,3	-1,4	-1,6
Flux nets de trésorerie liés au financement	12,7	-11,6	-13,2	-5,0
Variation de l'endettement financier net	12,0	-9,3	-8,1	1,9

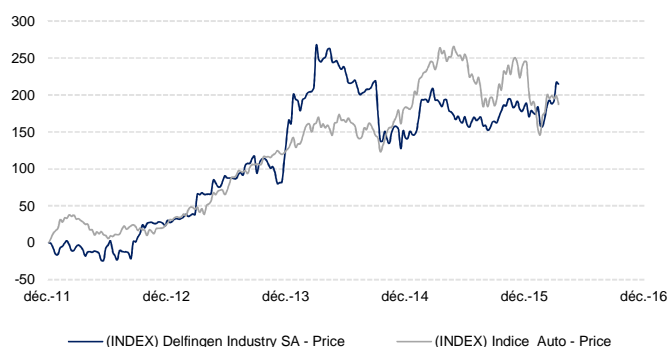
source: Euroland Corporate

## Valorisation

A l'image de sa corrélation avec la production automobile, le cours de Delfingen est corrélé à celui de notre échantillon d'équipementiers automobile\*. Delfingen s'est engagé dans un mouvement de rerating à partir de 2012 en lien avec sa croissance et la hausse de sa rentabilité. Suite à l'augmentation de capital de fin 2013, Delfingen a réalisé des acquisitions structurantes en Allemagne qui lui ont permises de surperformer le secteur. Le ralentissement de la croissance organique au S1 2014 (lié à sa surexposition à l'Europe hors Allemagne) et la baisse de la rentabilité sur la période a freiné l'ascension du titre.

**Depuis le début de l'année 2016, Delfingen tend à nouveau vers ses plus hauts historiques compte tenu de la bonne intégration des acquisitions, de sa croissance et de la génération de cash.**

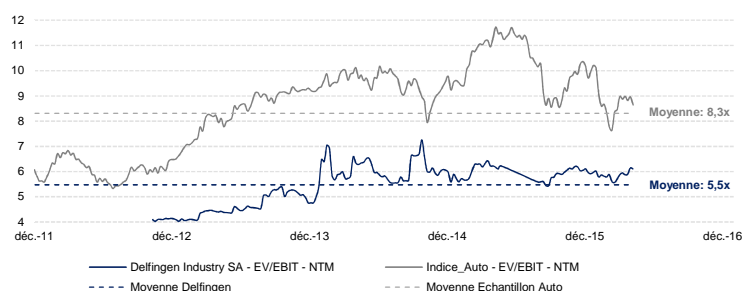
### Cours de Delfingen vs échantillon (base 0 le 01/01/2012)



source: FactSet / Euroland Corporate

A 6,6x l'EBIT 2016, le titre se paie un peu au-dessus de sa moyenne historique sur 20 ans (6,4x). Selon nous il a encore un potentiel d'amélioration compte tenu: **1/ des réservoirs de croissance et d'amélioration de génération de cash, 2/ d'un secteur des équipementiers automobiles se payant en moyenne 8,7x sur 20 ans, 3/ d'un niveau de valorisation de Delfingen pré-crise de 2008 de 7,8x EBIT.**

### Evolution EV/EBIT depuis 5 ans



source: FactSet / Euroland Corporate

\* Valeo, MGI Coutier, Faurecia, Plastic Omnium, Leoni, Federal-Mogul, Delphi Automotive, Cooper-Standard, Visteon.

## Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Croissance du chiffre d'affaires : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 6,1% de 2015 à 2018 compte tenu de la croissance des revenus liés à la montée en puissance du textile, des tubes pour transfert de fluides, de l'Asie et de l'Allemagne. De 2018 à 2025, nous retenons un TCAM du CA de 3,7% puis un taux à l'infini conservateur de 2,0 %.
- Résultat d'exploitation : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2018 en raison de l'effet de levier opérationnel sur les zones en croissance. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 7,5% en 2018. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge à 7,0% en 2025.
- Investissements : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 5% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2024 pour financer l'innovation produits.
- BFR : nous retenons un niveau de BFR de près de 16,0% du chiffre d'affaires hors taxe.
- Dette financière nette : prise en compte de celle du 31/12/2015 (34,1 M€)
- Synthèse des hypothèses de calcul du cmpr

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,5%
Prime de risque	5,5%
Bêta sans dette	1,5
Bêta endetté	2,1
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>12,1%</b>
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>4,5%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capita</b>	<b>9,1%</b>
Taux de croissance à l'infini	2,0%

## Tableau des flux prévisionnels

En M€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>CA</b>	<b>182,7</b>	<b>193,9</b>	<b>205,7</b>	<b>216,0</b>	<b>226,8</b>	<b>235,8</b>	<b>242,9</b>	<b>250,2</b>	<b>257,7</b>	<b>265,4</b>
Var CA	6,1%	6,1%	6,1%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>12,9</b>	<b>14,2</b>	<b>15,5</b>	<b>16,4</b>	<b>15,8</b>	<b>16,5</b>	<b>17,0</b>	<b>17,5</b>	<b>18,0</b>	<b>18,5</b>
Marge opérationnelle courante	7,1%	7,3%	7,5%	7,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Taux d'impôt	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%
- Impôts sur les sociétés corrigé	4,5	5,0	5,4	5,8	5,6	5,8	6,0	6,2	6,3	6,5
+ Dotation aux amortissements et provisions	6,0	6,6	7,3	8,0	8,8	9,3	9,8	10,3	10,8	11,3
<b>Cash flow</b>	<b>14,4</b>	<b>15,8</b>	<b>17,3</b>	<b>18,6</b>	<b>19,1</b>	<b>20,0</b>	<b>20,8</b>	<b>21,6</b>	<b>22,5</b>	<b>23,3</b>
- Variation de BFR	1,6	1,7	1,9	1,6	1,7	1,4	1,1	1,1	1,2	1,2
- Investissements	11,2	9,7	10,3	10,8	11,3	11,8	12,1	12,5	12,9	13,3
Capex en % du CA	6,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Free cash flow</b>	<b>1,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>
<b>Free cash flow actualisé</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>
Somme FCF actualisés 2016-2025	37									
+ Valeur terminale	53									
- Minoritaires	0,0									
- Dette nette 2015	34,1									
+ Actifs financiers	0,0									
Valeur des fonds propres Delfingen	55									
Nombre d'actions	2,444									
<b>Objectif de cours (€)/action</b>	<b>22,7</b>									

## Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	8,1%	25,4	27,3	29,4	32,0	35,1
	8,6%	21,4	22,9	24,6	26,6	29,0
	9,1%	19,9	21,2	<b>22,7</b>	24,4	26,4
	9,6%	17,6	18,7	20,0	21,4	23,1
	10,1%	15,6	16,6	17,6	18,9	20,2
		Taux de marge d'exploitation				
		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
C M P C	8,1%	22,3	25,9	29,4	33,0	36,6
	8,6%	19,4	22,6	25,8	29,0	32,2
	9,1%	16,9	19,8	<b>22,7</b>	25,6	28,5
	9,6%	14,7	17,3	20,0	22,7	25,3
	10,1%	12,8	15,2	17,6	20,1	22,5

La valorisation de Delfingen par DCF ressort à 22,70 € par action avec un wacc de 9,1% et une croissance à l'infini de 2,0%

## Valorisation par comparables

Compte tenu de la diversité de l'offre de Delfingen, la société n'a pas de comparables stricto sensu. En Europe, nous avons choisi un échantillon large d'équipementier automobiles et aux Etats-Unis, des acteurs dont l'activité est tout ou partie directement en lien avec les segments d'activités de Delfingen.

### Principaux agrégats de l'échantillon choisis

Sociétés	Pays	Capitalisation	Dette nette	VE	CA 2016	CA 2017	CA 2018	ROC 2016	ROC 2017	ROC 2018	RN 2016	RN 2017	RN 2018
Valeo SA	FRANCE	10 207	-6	10 201	15 862	17 002	18 113	1 216	1 329	1 437	841	929	1 012
MGI Coutier SA	FRANCE	509	57	566	949	1 002	1 028	88	92	93	57	60	62
Faurecia SA	FRANCE	4 610	953	5 562	19 452	20 100	20 735	925	952	995	442	493	535
Plastic Omnium SA	FRANCE	4 506	379	4 886	5 368	7 861	7 861	490	597	655	320	390	435
LEONI AG	GERMANY	967	447	1 413	4 414	4 578	4 756	111	167	207	60	102	131
Federal-Mogul Holdings Corp	UNITED STATES	1 383	2 640	4 023	6 754	6 986	7 214	334	361		149	170	
Delphi Automotive PLC	UNITED STATES	18 632	3 196	21 828	14 916	16 148	17 378	2 008	2 236	2 428	1 488	1 672	1 792
Cooper-Standard Holdings Inc.	UNITED STATES	1 171	368	1 539	3 006	3 111		228	243		132	146	
Visteon Corporation	UNITED STATES	2 711	-2 208	502	2 875	3 019	3 198	209	236	277	115	134	166

### Multiples de valorisation de l'échantillon

Sociétés	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/CA 18	VE/EBE 16	VE/EBE 17	VE/EBE 18	VE/ROC 16	VE/ROC 17	VE/ROC 18	PER 16	PER 17	PER 18
Valeo SA	0,7	0,6	0,6	0,6	5,1	4,7	4,3	8,4	7,7	7,1	12,1	11,0	10,1
MGI Coutier SA	0,7	0,6	nc	nc	5,0	4,6	nc	6,5	6,1	nc	9,0	8,5	nc
Faurecia SA	0,3	0,3	0,3	0,3	3,6	3,5	3,4	6,0	5,8	5,6	ns	9,4	8,6
Plastic Omnium SA	1,0	0,9	0,6	0,6	6,9	5,5	5,1	10,0	8,2	7,5	ns	11,6	10,4
LEONI AG	0,3	0,3	0,3	0,3	5,5	4,4	3,9	12,7	8,4	6,8	ns	9,5	7,4
Federal-Mogul Holdings Corp	0,6	0,6	0,6	0,6	6,6	6,2	5,7	12,0	11,2	nc	9,3	8,1	nc
Delphi Automotive PLC	1,6	1,5	1,4	1,3	8,6	7,8	7,2	10,9	9,8	9,0	12,5	11,1	10,4
Cooper-Standard Holdings Inc.	0,5	0,5	nc	nc	4,4	4,2	nc	6,8	6,3	nc	8,8	8,0	nc
Visteon Corporation	0,2	0,2	0,2	0,2	1,8	1,6	1,4	2,4	2,1	1,8	ns	20,3	16,4
<b>Moyenne</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>8,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,8</b>	<b>10,5</b>
<b>Médiane</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>8,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,0</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	<b>10,2</b>
<b>Delfingen</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>7,4</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>

Nous avons appliqué les ratios VE/CA, VE/EBE, VE/ROC et de PE 2016-2018 aux agrégats de Delfingen et y avons appliqué une décote de taille de 20%. La valorisation induite par la moyenne des comparables ressort à 23,80 €/action.

### Conclusion

Pour conclure, notre objectif de cours ressortant de la moyenne des méthodes par DCF (22,70 €) et par comparables (23,80 €) ressort à 23,30€ par action.





## Éléments financiers

### Compte de résultat

En M€	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>122,4</b>	<b>128,7</b>	<b>156,9</b>	<b>172,2</b>	<b>182,7</b>	<b>193,9</b>	<b>205,7</b>
<i>Croissance</i>	8,9%	5,1%	21,9%	9,8%	6,1%	6,1%	6,1%
Autres produits	1,6	2,7	4,5	6,0	6,3	6,7	7,1
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>124,1</b>	<b>131,4</b>	<b>161,4</b>	<b>178,3</b>	<b>189,1</b>	<b>200,6</b>	<b>212,8</b>
Achats consommés	66,9	70,4	84,3	88,1	93,5	99,2	105,3
<b>Marge brute</b>	<b>57,2</b>	<b>61,0</b>	<b>77,1</b>	<b>90,1</b>	<b>95,6</b>	<b>101,4</b>	<b>107,6</b>
<i>Taux de marge brute</i>	46,7%	47,4%	49,2%	52,3%	52,3%	52,3%	52,3%
Autres achats et charges externes	18,3	20,3	26,3	29,6	31,6	33,6	35,6
Impôts et taxes	1,1	1,0	1,2	1,5	1,5	1,6	1,7
Charges de personnel	24,5	27,0	36,8	41,8	42,8	45,4	47,8
DAP nettes	2,1	3,6	4,1	5,3	6,0	6,6	7,3
Autres charges	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,6	0,0	-0,3
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>13,3</b>	<b>12,5</b>	<b>12,8</b>	<b>17,0</b>	<b>19,0</b>	<b>20,8</b>	<b>22,7</b>
<i>Marge d'EBE (EBE/CA)</i>	10,8%	9,7%	8,2%	9,9%	10,4%	10,7%	11,1%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>11,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,7</b>	<b>11,7</b>	<b>12,9</b>	<b>14,2</b>	<b>15,5</b>
<i>Marge opérationnelle courante (ROC/CA)</i>	9,1%	6,9%	5,5%	6,8%	7,1%	7,3%	7,5%
Autres produits (+) / Autres charges (-) non courantes	-0,4	-1,5	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>9,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>11,8</b>	<b>12,9</b>	<b>14,2</b>	<b>15,5</b>
<i>Marge opérationnelle (ROP/CA)</i>	7,4%	5,9%	5,2%	6,8%	7,1%	7,3%	7,5%
<b>Résultat financier</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,9</b>
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,8</b>	<b>12,1</b>	<b>13,6</b>
Impôts sur les sociétés	3,5	2,8	2,2	3,9	3,8	4,3	4,8
<i>Taux d'IS apparent</i>	47,1%	45,3%	31,8%	38,9%	35,2%	35,2%	35,2%
<b>Résultat net des entreprises intégrées</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,8</b>
<i>Marge nette</i>	3,2%	2,6%	3,0%	3,6%	3,8%	4,0%	4,3%
Quote part dans les résultats des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,8</b>
Intérêts minoritaires	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net Part du Groupe publié</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,8</b>

## Bilan

En M€	2 012	2 013	2 014	2 015	2016e	2017e	2018e
Immobilisations incorporelles	1,1	1,0	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Immobilisations corporelles	16,0	17,4	24,1	30,0	35,1	38,2	41,2
Immobilisations financières	0,6	1,0	1,4	2,3	2,3	2,3	2,3
Ecart d'acquisition	22,0	23,9	29,2	32,2	32,2	32,2	32,2
Autres actifs non courants	1,5	1,5	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Actifs non courants	41,2	44,8	58,0	67,7	72,9	76,0	79,0
Stocks et en-cours	11,0	12,1	17,9	18,8	19,9	21,1	22,4
Clients et comptes rattachés	19,7	21,7	25,0	27,8	29,4	31,2	33,1
Autres actifs courants	4,8	4,4	6,1	5,7	6,0	6,4	6,8
VMP et trésorerie	8,9	14,4	13,6	22,2	12,9	4,8	5,7
<b>Total Actif</b>	<b>85,6</b>	<b>97,5</b>	<b>120,7</b>	<b>142,1</b>	<b>141,2</b>	<b>139,5</b>	<b>147,0</b>
Capitaux propres part du groupe	32,6	37,9	46,8	52,8	58,5	64,9	72,1
Intérêts minoritaires	1,3	1,8	1,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Passifs non courants hors dettes financières	5,7	5,6	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Emprunts et dettes financières	28,6	30,7	41,2	56,3	48,1	38,4	36,9
Dont part à moins d'un an	12,4	8,4	11,8	12,6	9,7	9,0	3,9
Dettes fournisseurs	10,4	13,9	15,0	15,9	16,9	17,9	19,0
Autres passifs courants	7,0	7,6	8,8	9,3	9,8	10,4	11,1
<b>Total Passif</b>	<b>85,6</b>	<b>97,5</b>	<b>120,7</b>	<b>142,1</b>	<b>141,2</b>	<b>139,5</b>	<b>147,0</b>

## Tableau de flux de trésorerie

En M€	2 012	2 013	2 014	2 015	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	11,1	10,8	12,6	16,9	19,0	20,8	23,7
Variation de BFR	-3,8	-1,7	4,2	1,5	1,6	1,7	1,9
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>12,2</b>	<b>10,1</b>	<b>5,5</b>	<b>11,7</b>	<b>13,5</b>	<b>14,8</b>	<b>17,1</b>
Acquisition d'immobilisations	3,8	5,0	7,6	9,0	11,2	9,7	10,3
Cession d'immobilisations	0,4	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation de périmètre	4,8	3,8	4,2	3,4	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers nets	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-8,4</b>	<b>-9,1</b>	<b>-11,8</b>	<b>-12,3</b>	<b>-11,2</b>	<b>-9,7</b>	<b>-10,3</b>
Augmentation de capital	0,0	4,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Emission d'emprunt	12,6	14,4	11,9	23,0	0,0	0,0	7,5
Remboursement d'emprunt	8,2	9,0	8,0	7,5	8,2	9,7	9,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flux de trésorerie liés au financement</b>	<b>3,0</b>	<b>8,1</b>	<b>1,9</b>	<b>12,7</b>	<b>-11,6</b>	<b>-13,2</b>	<b>-5,0</b>
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>6,9</b>	<b>9,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>12,0</b>	<b>-9,3</b>	<b>-8,1</b>	<b>1,9</b>
<b>Trésorerie réelle d'ouverture</b>	<b>-1,2</b>	<b>5,5</b>	<b>14,3</b>	<b>10,6</b>	<b>22,6</b>	<b>13,4</b>	<b>5,3</b>
<b>Trésorerie réelle de clôture</b>	<b>5,5</b>	<b>14,3</b>	<b>10,6</b>	<b>22,6</b>	<b>13,4</b>	<b>5,3</b>	<b>7,2</b>

**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**

**Achat** : Du 31/07/2015 au 18/04/2016

**Accumuler** : Depuis le 19/04/2016

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : Du 19/04/2015 au 30/07/2015

**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