

<b>Accumuler (vs Neutre)</b>	<i>Potentiel</i>	9,0%
<b>Objectif de cours</b>		<b>43,50 € (vs 42,40 €)</b>
Cours au 03/04/2018		39,90 €
Euronext Growth Paris		
Reuters / Bloomberg	DELF.PA / DELF.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-1,1%	2,8%	-0,7%	27,8%
Perf CAC Small	-1,4%	0,3%	-1,9%	11,6%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	97,5
Nb de titres (en millions)	2,4
Volume 12 mois (titres)	1547
Extrêmes 12 mois	30,10 € 45,25 €

Actionnariat	
Famille Streit	66%
Flottant	33%
Autocontrôle	2%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2016	2017	2018e	2019e
CA	175,8	204,0	219,1	232,3
var %	2,0%	16,0%	7,4%	6,0%
EBE	19,6	20,9	23,0	24,7
%CA	11,1%	10,2%	10,5%	10,6%
ROC	14,3	14,6	16,5	17,6
%CA	8,1%	7,2%	7,5%	7,6%
RN pdg	6,9	9,4	9,9	10,6
%CA	3,9%	4,6%	4,5%	4,6%
Bnpa (€)	2,81	3,83	4,05	4,33
ROCE (%) hors GW	13,5%	17,6%	13,2%	13,1%
ROE (%)	12%	15%	14%	13%
Dette nette	37,8	51,1	50,6	48,8
Gearing (%)	64%	82%	72%	62%
Dividende par action	0,56	0,94	0,81	0,87
Yield (%)	3%	3%	2%	2%

Ratios				
	2016	2017	2018e	2019e
VE/CA (x)	0,5	0,7	0,7	0,6
VE/EBE (x)	4,7	6,8	6,4	5,9
VE/ROC (x)	10,4	10,1	9,0	8,4
PE (x)	14,2	10,4	9,8	9,2

**Analyste :**  
Louis-Marie de Sade pour Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
lmdesade@elcorp.com // caboulian@elcorp.com

# Delfingen

Industrie

## Des résultats en hausse, cap sur 2018

### Publication des résultats annuels 2017

Après la publication de son chiffre d'affaires 2017 en février dernier à 204,0 M€ (+16,0%, +5,5% à pcc), Delfingen publie des résultats annuels conformes à nos attentes. L'EBE s'établit à 20,9 M€ (21,9 M€ estimé, +4,8% vs 2016) et le ROC à 14,6 M€ (15,3 M€ estimé, +2,4%). Profitant d'un impact positif de la réforme fiscale américaine, le RN s'affiche en hausse de 36% à 9,4 M€ (4,6% du CA 2017). Le Groupe confirme son plan stratégique à 5 ans tant en termes de croissance que de résultat opérationnel. A noter qu'un dividende de 0,94 € / action sera proposé au titre de l'exercice.

### Commentaires

La croissance de Delfingen est principalement portée par 1/ la bonne dynamique du segment tubes techniques à transfert de fluides (+15,7% à pcc), 2/ la croissance des ventes en Amériques (+7,7% sur un marché en baisse de -4,0% selon IHS) ainsi qu'en Asie (+4,7%, +2,6% selon IHS) et 3/ du changement de périmètre suite à l'acquisition de Drossbach.

Le Groupe affiche un taux de marge brute en hausse de +1,5 pts à 55,9% notamment grâce à un meilleur mix produits et à un contrôle de coûts. La baisse de la MOC à 7,2% du CA 2017 contre 8,1% un an auparavant s'explique notamment par les efforts importants effectués pour soutenir la croissance, se traduisant par une hausse des charges de personnel de +26,8% à 57,1 M€. Dans le même temps le ROC s'affiche en légère hausse de +2,4% à 14,6 M€. Un effet défavorable des devises de 2,5 M€ fait ressortir un résultat financier négatif de 5,0 M€ mais l'impact positif de la réforme fiscale américaine de 2,0 M€ permet au RN d'atteindre 9,4 M€ soit 4,6% du CA.

Suite à l'acquisition de Drossbach, l'endettement financier net ressort en hausse à 51,0 M€ contre 37,2 M€ fin 2016. Logiquement, le gearing s'établit en hausse à 81,7% (vs 64,2%). Les investissements de l'année écoulée, d'un montant de 9,3 M€ (4,6% du CA 2017, vs 11,7 M€), se sont concentrés sur le renouvellement des équipements en France et le démarrage de nouveaux projets sur le transfert de fluides au Mexique.

Le management se dit confiant dans son plan stratégique et confirme le potentiel de croissance du Groupe ainsi que son objectif de résultat opérationnel. Pour l'année 2018 la production automobile mondiale est attendue en hausse de +2% selon IHS.

Compte tenu de la publication, nous ajustons à la marge nos attentes de ROC 2018 à 16,5 M€ (vs 17,3 M€ précédemment).

### Recommandation

**Suite à cette publication et aux ajustements de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 43,50 € (vs 42,40 €) et notre recommandation passe à Accumuler (vs Neutre).**

Prochaine publication : CA T1 2018 le 07/05/2018

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Chiffre d'affaires	175,8	204,0	219,1	232,3	246,2
Excédent brut d'exploitation	19,6	20,9	23,0	24,7	28,1
Résultat opérationnel courant	14,3	14,6	16,5	17,6	20,4
Résultat opérationnel	12,5	14,6	16,5	17,6	20,4
Résultat financier	-1,7	-5,0	-2,3	-2,5	-2,6
Impôts	-4,0	-0,2	-4,2	-4,5	-5,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	6,9	9,4	9,9	10,6	12,4
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Actifs non courants	74,8	85,5	90,0	94,5	99,1
<i>dont goodwill</i>	33,6	36,3	36,3	36,3	36,3
BFR	30,1	35,7	37,9	40,1	42,5
Disponibilités + VMP	24,1	8,5	7,1	5,5	1,5
Capitaux propres	58,9	62,5	70,1	78,7	89,0
Emprunts et dettes financières	61,9	59,6	57,7	54,3	47,1
Total Bilan	155,8	160,5	168,5	175,6	180,8
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Marge brute d'autofinancement	15,0	14,9	20,2	22,2	25,8
Variation de BFR	1,7	6,7	2,1	2,3	2,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	13,4	8,1	18,1	19,9	23,4
Investissements opérationnels nets	-10,7	-8,5	-11,0	-11,6	-12,3
Investissements financiers nets	-2,1	-13,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-12,8	-21,9	-11,0	-11,6	-12,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,2	0,2	-1,9	-3,4	-7,2
Dividendes versés	-1,2	-1,4	-2,3	-2,0	-2,1
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,2	-0,3	-6,6	-7,9	-11,9
Variation de l'endettement financier net	-1,6	-14,0	0,5	0,4	-0,9
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Variation chiffre d'affaires	2,0%	16,0%	7,4%	6,0%	6,0%
Marge EBE	11,1%	10,2%	10,5%	10,6%	11,4%
Marge opérationnelle courante	8,1%	7,2%	7,5%	7,6%	8,3%
Marge opérationnelle	7,1%	7,1%	7,5%	7,6%	8,3%
Marge nette	3,9%	4,6%	4,5%	4,6%	5,0%
Investissements opérationnels nets/CA	-6,1%	-4,2%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	17,1%	17,5%	17,3%	17,3%	17,3%
ROCE	9,0%	12,2%	9,3%	9,4%	10,4%
ROCE hors GW	13,5%	17,6%	13,2%	13,1%	14,1%
ROE	11,7%	15,0%	14,1%	13,4%	13,9%
Payout	20,0%	24,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	2,5%	2,5%	2,0%	2,2%	2,5%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Gearing (%)	64,3%	81,7%	72,1%	62,0%	51,2%
Dettes nettes/EBE	1,9	2,4	2,2	2,0	1,6
EBE/charges financières	11,7	4,2	9,9	9,8	10,6
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Nombre d'actions (en millions)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	22,3	36,9	39,9	39,9	39,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	54,5	90,1	97,5	97,5	97,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	37,8	51,1	50,6	48,8	45,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	92,4	141,2	148,1	146,3	143,1
PER	7,9	9,6	9,8	9,2	7,9
VE/ EBE	4,7	6,8	6,4	5,9	5,1
VE/ROC	6,5	9,7	9,0	8,3	7,0
VE/CA	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6
P/B	0,9	1,4	1,4	1,2	1,1
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Bnpa	2,81	3,83	4,05	4,33	5,08
Book value/action	24,1	25,6	28,7	32,2	36,4
Dividende /action	0,56	0,94	0,81	0,87	1,02

**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 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.  
**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% 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 sur les 12 derniers mois**

- Achat** : (-)  
**Accumuler** : Du 04/04/2017 au 08/11/2017 et depuis le 04/04/2018  
**Neutre** : Du 09/11/2017 au 03/04/2018  
**Alléger** : (-)  
**Vente** : (-)  
**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

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

- 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...).
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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).
- 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