

Achat (vs Accumuler)	Potentiel 26,5%
Objectif de cours	42,50 € (vs 43,50 €)
Cours au 27/06/2018	33,60 €
Euronext Growth Paris	
Reuters / Bloomberg	DELFP.A / DELFP

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-18,8%	-13,2%	-16,4%	-20,8%
Perf CAC Small	-2,2%	-3,5%	-1,7%	-0,7%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	82,1
Nb de titres (en millions)	2,4
Volume 12 mois (titres)	1342
Extrêmes 12 mois	32,60 € 45,25 €

Actionnariat	
Famille Streit	66%
Flottant	33%
Autocontrôle	2%

Données financières (en M €)					
au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e	
CA	204,0	209,8	222,4	235,7	
var %	16,0%	2,9%	6,0%	6,0%	
EBE	20,9	19,6	22,9	26,1	
% CA	10,2%	9,3%	10,3%	11,1%	
ROC	14,6	13,3	16,1	18,9	
% CA	7,2%	6,4%	7,2%	8,0%	
RN pdg	9,4	7,7	9,5	11,4	
% CA	4,6%	3,7%	4,3%	4,8%	
Bnpa (€)	3,83	3,15	3,88	4,66	
ROCE (%) hors GW	17,6%	10,7%	12,0%	13,1%	
ROE (%)	15%	11%	13%	13%	
Dette nette	51,1	50,7	49,5	46,9	
Gearing (%)	82%	75%	65%	55%	
Dividende par action	0,94	0,63	0,78	0,93	
Yield (%)	3%	2%	2%	3%	

Ratios					
	2017	2018e	2019e	2020e	
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,6	0,5	
VE/EBE (x)	6,8	6,8	5,8	4,9	
VE/ROC (x)	9,1	10,0	8,3	7,0	
PE (x)	8,8	10,7	8,7	7,2	

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

Delfingen

Industrie

Anticipation d'une baisse du ROC au S1 2018

Alerte sur les résultats semestriels 2018

Delfingen anticipe une baisse de sa marge opérationnelle au S1 2018 de l'ordre de 2,5 points, soit une MOC de 4,8% selon nous. Le Groupe explique cette baisse du fait : 1/ de l'impact négatif des variations monétaires, 2/ de la volatilité des matières premières et 3/ d'un surcoût exceptionnel dû à la montée en cadence plus importante que prévue de l'usine au Mexique. Le management précise que ces événements ne sont pas de nature à remettre en cause les objectifs du plan stratégique 2021.

Commentaires

Delfingen anticipe une baisse de sa marge opérationnelle au S1 2018 de 2,5 points du fait :

- D'un impact négatif des variations de change masquant la croissance organique du Groupe (T1 2018 en baisse de -2,7%, +7,5% à tcc),
- De tensions sur les matières premières avec une forte volatilité et un décalage entre l'achat de ces matières et la répercussion des prix auprès des clients,
- D'une montée en cadence de l'usine du Mexique plus importante qu'anticipée et ayant générée des coûts supplémentaires exceptionnels, notamment au niveau logistique. Cet événement est clôturé et le client, satisfait, aurait recommandé au Groupe.

Le management évoque cependant une amélioration du résultat financier et du taux effectif d'impôt permettant d'afficher un RN au S1 en ligne avec celui de 2017. Il précise, de plus, que ces événements ne devraient pas être de nature à remettre en cause de manière significative le plan stratégique 2021.

Suite à cette publication, nous prenons acte de cet événement et abaissons nos prévisions de MOC 2018e à 6,4% contre 7,4% auparavant. Considérant celui-ci comme isolé nous ne modifions pas nos attentes pour la suite.

Recommandation

Suite à cette publication et aux ajustements de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 42,50 € (vs 43,50 €) et notre recommandation passe à l'Achat (vs Accumuler) compte tenu de la baisse récente du cours.

Prochaine publication : CA T2 2018 le 30/07/2018

Compte de résultat (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	204,0	209,8	222,4	235,7
Excédent brut d'exploitation	20,9	19,6	22,9	26,1
Résultat opérationnel courant	14,6	13,3	16,1	18,9
Résultat opérationnel	14,6	13,3	16,1	18,9
Résultat financier	-5,0	-2,3	-2,5	-2,6
Impôts	-0,2	-3,3	-4,1	-4,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	9,4	7,7	9,5	11,4
Bilan (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	85,5	89,8	94,1	98,7
<i>dont goodwill</i>	36,3	36,3	36,3	36,3
BFR	35,7	37,9	40,1	42,5
Disponibilités + VMP	8,5	7,0	4,8	0,2
Capitaux propres	62,5	67,9	75,9	85,4
Emprunts et dettes financières	59,6	57,7	54,3	47,1
Total Bilan	160,5	165,1	171,4	175,7
Tableau de flux (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Marge brute d'autofinancement	14,9	17,7	20,8	24,2
Variation de BFR	6,7	2,1	2,3	2,4
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	8,1	15,6	18,5	21,8
Investissements opérationnels nets	-8,5	-10,5	-11,1	-11,8
Investissements financiers nets	-13,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-21,9	-10,5	-11,1	-11,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,2	-1,9	-3,4	-7,2
Dividendes versés	-1,4	-2,3	-1,5	-1,9
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,3	-6,6	-7,5	-11,7
Variation de l'endettement financier net	-14,0	-1,5	-0,1	-1,7
Ratios (%)	2017	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	16,0%	2,9%	6,0%	6,0%
Marge EBE	10,2%	9,3%	10,3%	11,1%
Marge opérationnelle courante	7,2%	6,4%	7,2%	8,0%
Marge opérationnelle	7,1%	6,4%	7,2%	8,0%
Marge nette	4,6%	3,7%	4,3%	4,8%
Investissements opérationnels nets/CA	-4,2%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	17,5%	18,0%	18,0%	18,0%
ROCE	12,2%	7,5%	8,6%	9,6%
ROCE hors GW	17,6%	10,7%	12,0%	13,1%
ROE	15,0%	11,3%	12,5%	13,3%
Payout	24,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	2,5%	1,9%	2,4%	2,8%
Ratios d'endettement	2017	2018e	2019e	2020e
Gearing (%)	81,7%	74,6%	65,2%	54,9%
Dettes nettes/EBE	2,4	2,6	2,2	1,8
EBE/charges financières	4,2	8,4	9,1	9,9
Valorisation	2017	2018e	2019e	2020e
Nombre d'actions (en millions)	2,4	2,4	2,4	2,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,4	2,4	2,4	2,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	36,9	33,0	33,0	33,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	90,1	80,7	80,7	80,7
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	51,1	50,7	49,5	46,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	141,2	131,3	130,1	127,6
PER	9,6	10,5	8,5	7,1
VE/ EBE	6,8	6,7	5,7	4,9
VE/ROC	9,7	9,9	8,1	6,7
VE/CA	0,7	0,6	0,6	0,5
P/B	1,4	1,2	1,1	0,9
Données par action (€)	2017	2018e	2019e	2020e
Bnpa	3,83	3,15	3,88	4,66
Book value/action	25,6	27,8	31,1	34,9
Dividende /action	0,94	0,63	0,78	0,93

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** : Depuis le 28/06/2018
Accumuler : Du 04/04/2017 au 08/11/2017 et du 04/04/2018 au 27/06/2018
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	Oui	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