

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i> 45,7%
<b>Objectif de cours</b>	<b>30,30 € (vs 42,50 €)</b>
Cours au 10/09/2018	20,80 €
Euronext Growth Paris	
Reuters / Bloomberg	DELFP.A / DELFP

# Delfingen

Industrie

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	7,8%	-7,1%	-9,2%	-49,9%
Perf CAC Small	6,7%	-1,1%	-5,6%	-21,3%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	50,8
Nb de titres (en millions)	2,4
Volume 12 mois (titres)	1073
Extrêmes 12 mois	18,65 € 41,50 €

Actionnariat	
Famille Streit	66%
Flottant	33%
Autocontrôle	2%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA	204,0	214,0	225,1	242,6
var %	16,0%	4,9%	5,2%	7,8%
EBE	20,9	17,5	20,8	24,4
%CA	10,2%	8,2%	9,2%	10,0%
ROC	14,6	11,1	13,9	16,9
%CA	7,2%	5,2%	6,2%	7,0%
RN pdg	9,4	5,9	7,8	10,0
%CA	4,6%	2,8%	3,5%	4,1%
Bnpa (€)	3,83	2,42	3,20	4,08
ROCE (%) hors GW	17,6%	9,3%	10,8%	12,2%
ROE (%)	15%	9%	11%	12%
Dettes nette	51,1	55,2	55,3	54,8
Gearing (%)	82%	83%	76%	68%
Dividende par action	0,94	0,48	0,64	0,82
Yield (%)	3%	2%	3%	4%

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

**Analyste :**  
Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

## Un CA 2018 au-dessus des attentes mais alerte sur les résultats annuels

### Publication du CA 2018

Delfingen publie un chiffre d'affaires 2018 un peu au-dessus de nos attentes à 214 M€ (vs 209,8 M€e) faisant ressortir une croissance de 4,9% (+9,6% à tcc). La société a bénéficié d'une accélération de sa croissance à +11,5% avec notamment la montée en cadence de l'usine mexicaine sur le pôle FTT. Le pôle automobile ressort à 170,8 M€ (+6,4%, +11,4% à tcc) venant largement surperformer le marché automobile (-1%). Les marchés de spécialités ressortent eux quasiment stables à 43,3 M€ (-0,3%, 2,9% à tcc). La société indique dans le même temps que la hausse des matières premières a, contrairement à ce que l'on attendait, continué de grever le taux de marge brute. La MOC baisserait ainsi de 2 points sur 2018 à environ 5,2%.

### Commentaires

Au global Delfingen continue de surperformer un marché de l'automobile qui se contracte. Le pôle automobile bénéficie de la bonne dynamique de croissance en Amériques (+17,3% à tcc vs -0,6% sur le marché), soutenue par la forte croissance de son offre textile. L'Europe (+7,4% à tcc) surperforme également le marché (-1,4%). La croissance asiatique (+3,9%) est ralentie par un marché chinois qui est passé dans le rouge (-1%). En termes de mix produit, les tubes techniques pour les transferts de fluides demeurent le principal relais de croissance avec une hausse de +54,4% à tcc, le segment VPS ressort en hausse de 5,3% à tcc et l'Assemblage en hausse de 6,6% à tcc.

La hausse des matières premières mentionnée par le groupe était déjà venue grever le TMB du S1 2018 de 1 pt à 54,1%. La hausse des prix sur les polyamides et les matières techniques ainsi qu'un mix produit défavorable n'ont ainsi pas été compensés par un meilleur effet de base sur l'euro dollar et une hausse des prix de vente au S2. Les négociations sur les prix de vente ayant été plus longues que prévues et les matières premières ayant poursuivi leur ascension jusqu'en novembre 2018.

Compte tenu du manque de visibilité sur le marché automobile, le management reste prudent sur le S1 2019 et se donne un peu de temps avant de confirmer son plan 2021. Si l'activité VPS (60,2% des ventes) pourrait être grevée par un retournement du marché, Delfingen devrait bénéficier de son positionnement sur des nouveaux leviers (FTT, textile).

Compte tenu de la publication, nous ajustons nos attentes avec un ROC 2018 désormais attendu à 11,1 M€ (vs 13,6 M€ précédemment et un RN de 5,9 M€ (vs 7,9 M€ précédemment). Sur 2019, nous maintenons nos attentes de CA à 225nM€ et attendons désormais un ROC de 13,9 M€ (vs 15,8 M€ précédemment).

### Recommandation

Suite à cette publication, notre objectif de cours ressort à 30,30 € (vs 42,50 €) et notre recommandation est à Achat. A noter que, à court terme, nous voyons peu de levier sur le cours de Delfingen étant donné le newsflow à venir et les perspectives de marchés peu encourageantes. A moyen/long terme, nous estimons que Delfingen est toutefois bien positionnée pour profiter d'un environnement règlementaire et technologique porteur, incitant à la production de véhicules électriques. Notre attention portera alors sur la capacité de la société à maîtriser son BFR et à générer du cash.

Prochaine publication : résultats annuels 29/03/2019

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Chiffre d'affaires	172,2	175,8	204,0	214,0	225,1	242,6
Excédent brut d'exploitation	17,0	19,6	20,9	17,5	20,8	24,4
Résultat opérationnel courant	11,8	14,3	14,6	11,1	13,9	16,9
Résultat opérationnel	11,8	12,5	14,6	11,1	13,9	16,9
Résultat financier	-1,7	-1,7	-5,0	-3,0	-3,2	-3,3
Impôts	-3,9	-4,0	-0,2	-2,2	-2,9	-3,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	6,2	6,9	9,4	5,9	7,8	10,0
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Actifs non courants	67,7	74,8	85,5	89,9	94,2	98,9
<i>dont goodwill</i>	32,2	33,6	36,3	36,3	36,3	36,3
BFR	27,0	30,1	35,7	37,6	40,5	43,5
Disponibilités + VMP	22,2	24,1	8,5	2,5	2,4	2,9
Capitaux propres	53,2	58,9	62,5	66,2	72,8	81,2
Emprunts et dettes financières	56,3	61,9	59,6	57,7	57,7	57,7
Total Bilan	142,1	155,8	160,5	164,4	172,4	183,4
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Marge brute d'autofinancement	13,2	15,0	14,9	15,2	17,4	20,2
Variation de BFR	1,5	1,7	6,7	1,9	2,9	3,0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	11,7	13,4	8,1	13,3	14,4	17,2
Investissements opérationnels nets	-8,9	-10,7	-8,5	-10,7	-11,3	-12,1
Investissements financiers nets	-3,4	-2,1	-13,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-12,3	-12,8	-21,9	-10,7	-11,3	-12,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	15,5	1,2	0,2	-1,9	0,0	0,0
Dividendes versés	-1,0	-1,2	-1,4	-2,3	-1,2	-1,6
Flux nets de trésorerie liés au financement	12,7	-2,2	-0,3	-6,7	-3,8	-4,3
Variation de l'endettement financier net	12,0	-1,6	-14,0	-4,0	-0,7	0,7
<b>Ratios (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Variation chiffre d'affaires	9,8%	2,0%	16,0%	4,9%	5,2%	7,8%
Marge EBE	9,9%	11,1%	10,2%	8,2%	9,2%	10,0%
Marge opérationnelle courante	6,9%	8,1%	7,2%	5,2%	6,2%	7,0%
Marge opérationnelle	6,8%	7,1%	7,1%	5,2%	6,2%	7,0%
Marge nette	3,6%	3,9%	4,6%	2,8%	3,5%	4,1%
Investissements opérationnels nets/CA	-5,2%	-6,1%	-4,2%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	15,7%	17,1%	17,5%	17,6%	18,0%	17,9%
ROCE	8,0%	9,0%	12,2%	6,6%	7,8%	9,0%
ROCE hors GW	12,4%	13,5%	17,6%	9,3%	10,8%	12,2%
ROE	11,6%	11,7%	15,0%	8,9%	10,7%	12,3%
Payout	21,0%	20,0%	24,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	2,8%	2,5%	2,5%	2,3%	3,0%	3,9%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Gearing (%)	64,2%	64,3%	81,7%	83,4%	76,0%	67,5%
Dettes nette/EBE	2,0	1,9	2,4	3,2	2,7	2,2
EBE/charges financières	10,2	11,7	4,2	5,8	6,5	7,3
<b>Valorisation</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</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	2,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	18,7	22,3	36,9	21,0	21,0	21,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	45,8	54,5	90,1	51,3	51,3	51,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	34,1	37,8	51,1	55,2	55,3	54,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	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	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	79,9	92,4	141,2	106,5	106,6	106,1
PER	7,4	7,9	9,6	8,7	6,6	5,1
VE/ EBE	4,7	4,7	6,8	6,1	5,1	4,4
VE/ROC	6,8	6,5	9,7	9,6	7,7	6,3
VE/CA	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,4
P/B	0,9	0,9	1,4	0,8	0,7	0,6
<b>Données par action (€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Bnpa	2,52	2,81	3,83	2,42	3,20	4,08
Book value/action	21,8	24,1	25,6	27,1	29,8	33,2
Dividende /action	0,53	0,56	0,94	0,48	0,64	0,82

**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 10/09/2017 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 :

- 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

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**