

Achat	Potentiel	53,0%
Objectif de cours		30,30 €
Cours au 02/04/2019		19,80 €
Euronext Growth Paris		
Reuters / Bloomberg	DELFP.A / DELFP.FP	

Delfingen

Industrie

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	2,6%	-1,0%	1,8%	-51,6%
Perf CAC Small	10,1%	0,4%	10,5%	-18,3%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	48,4
Nb de titres (en millions)	2,4
Volume 12 mois (titres)	1041
Extrêmes 12 mois	18,65 € 40,90 €

Actionnariat	
Famille Streit	66%
Flottant	33%
Autocontrôle	2%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e
CA	214,0	225,1	242,6	260,5
var %	4,9%	5,2%	7,8%	7,3%
EBE	17,9	21,2	24,8	27,1
%CA	8,4%	9,4%	10,2%	10,4%
ROC	11,6	14,3	17,4	19,1
%CA	5,4%	6,3%	7,2%	7,3%
RN pdg	5,6	7,5	9,6	10,7
%CA	2,6%	3,3%	3,9%	4,1%
Bnpa (€)	2,28	3,07	3,92	4,39
ROCE (%) hors GW	9,2%	10,5%	11,8%	17,5%
ROE (%)	8%	10%	12%	12%
Dette nette	55,3	55,6	55,5	56,1
Gearing (%)	81%	75%	67%	62%
Dividende par action	0,46	0,61	0,78	0,88
Yield (%)	1%	3%	4%	4%

Ratios				
	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,6	0,5	0,4	0,4
VE/EBE (x)	7,6	4,9	4,2	3,9
VE/ROC (x)	9,0	7,3	6,0	5,4
PE (x)	8,7	6,4	5,1	4,5

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

Des leviers pour 2019 et une valorisation en berne

Publication des résultats 2018

Delfingen fait suite à la publication de son CA et de son profit warning en février dernier en annonçant un ROC en ligne de 11,4 M€ (vs 11,1 M€e et 14,6 M€ en 2017) et un RN de 5,8 M€ (vs 5,9 M€e et 9,4 M€ en 2017). Le recul des résultats est principalement lié à la hausse des prix des matières premières qui n'ont pas pu être répercutés sur la période.

La société est confiante dans sa capacité à renouer avec des niveaux de taux marge brute normatifs (55%/56%).

Dans un environnement automobile atone au global sur 2019 (+1%), le positionnement de Delfingen sur le câblage automobile (en hausse dans les véhicules) et le niveau de valorisation de la société (PE 2019 de 6,4x vs 10,2x sur 3 ans en moyenne) nous incite à être positif sur le titre même si nous restons attentifs à la capacité du groupe de générer du cash.

Commentaires

Sur l'année, le principal de la baisse de la MOC (-1,8% à 5,3%) s'explique par la hausse du coût matière (+4,4 M€). La contribution en hausse du segment des tubes techniques (+54,5% à 28,8 M€), moins générateur de marge brute est également venu peser sur la baisse de 2 pts du TMB 2018 à 54,0%. La baisse du résultat financier de -5,0 M€ à -3,2 M€ s'explique principalement par la baisse des pertes de change. Les impôts sont ressortis à la hausse après une année 2017 exceptionnelle qui avait bénéficié d'un bonus fiscal de 3 M\$ aux États-Unis liée à la réforme de Trump.

En terme de génération de cash, Delfingen affiche un cash-flow opérationnel de 17,2 M€ (vs 17,9 M€ en 2017). La dette nette ressort à 55,2 M€ (vs 51,0 M€ en 2017) avec une hausse du BFR de 4,2 M€ et une enveloppe de capex de 8,4 M€.

Pour 2019, Delfingen annonce une guidance de surperformance du marché automobile de 5 points. Malgré une activité historique VPS plastique en légère décroissance, le groupe devrait bénéficier de la dynamique sur les transferts de fluides, le textile et de sa présence en Allemagne et en Asie.

Delfingen entend également afficher une hausse de sa MOC avec une hausse de son TMB et des charges maîtrisées. Après des plus hauts atteints sur le Baril du Brent au T3 2018 (> 80\$), la marge brute pourrait être portée par un meilleur contexte et une hausse de la productivité usine (baisse des coûts de 0,9/1,0 M€).

Avec des capex de 10,0 M€ (vs 8,4 M€ en 2018), le free cash-flow (avant intérêts financiers) devrait être positif en 2019 selon la société (vs -1,1 M€ en 2018).

A ce stade, nous ne changeons pas nos estimations et attendons une croissance de CA de 5,2% en 2019 à 225,1 M€ avec une MOC en hausse de 0,9 pt à 6,3%.

Recommandation

Suite à cette publication, notre objectif de cours ressort inchangé à 30,30 € avec une recommandation à l'Achat. Malgré un environnement automobile devant faire face à de multiples défis (réglementaire, environnementaux, sociaux), Delfingen est bien positionné sur la chaîne de valeur pour bénéficier de la densification du câblage dans les véhicules.

Prochaine publication : chiffre d'affaires T1 2019, le 10 mai 2019

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	175,8	204,0	214,0	225,1	242,6	260,5
Excédent brut d'exploitation	19,6	20,9	17,9	20,8	24,4	26,7
Résultat opérationnel courant	14,3	14,6	11,6	13,9	17,0	18,7
Résultat opérationnel	12,5	14,6	11,4	13,9	17,0	18,7
Résultat financier	-1,7	-5,0	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6
Impôts	-4,0	-0,2	-2,5	-3,2	-4,1	-4,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	6,9	9,4	5,6	7,3	9,3	10,5
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	74,8	85,5	90,6	93,7	97,2	100,9
<i>dont goodwill</i>	<i>33,6</i>	<i>36,3</i>	<i>37,5</i>	<i>37,5</i>	<i>37,5</i>	<i>37,5</i>
BFR	30,1	35,7	37,6	40,5	43,5	46,1
Disponibilités + VMP	24,1	8,5	9,0	9,7	10,8	11,1
Capitaux propres	58,9	62,5	68,0	74,2	82,0	89,6
Emprunts et dettes financières	61,9	59,6	64,3	64,3	64,3	64,0
Total Bilan	155,8	160,5	174,2	181,8	192,5	202,6
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Marge brute d'autofinancement	15,0	14,9	14,4	16,8	20,0	21,7
Variation de BFR	1,7	6,7	4,2	2,9	3,0	2,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	13,4	8,1	10,2	13,9	17,0	19,1
Investissements opérationnels nets	-10,7	-8,5	-8,7	-10,0	-10,9	-11,7
Investissements financiers nets	-2,1	-13,4	0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-12,8	-21,9	-8,4	-10,0	-10,9	-11,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,2	0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,3
Dividendes versés	-1,2	-1,4	-2,3	-1,1	-1,5	-2,9
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,2	-0,3	-5,7	-4,2	-4,6	-6,4
Variation de l'endettement financier net	-1,6	-14,0	-3,9	-0,3	1,4	1,0
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	2,0%	16,0%	4,9%	5,2%	7,8%	7,3%
Marge EBE	11,1%	10,2%	8,4%	9,3%	10,1%	10,3%
Marge opérationnelle courante	8,1%	7,2%	5,4%	6,2%	7,0%	7,2%
Marge opérationnelle	7,1%	7,1%	5,3%	6,2%	7,0%	7,2%
Marge nette	3,9%	4,6%	2,6%	3,2%	3,8%	4,0%
Investissements opérationnels nets/CA	-6,1%	-4,2%	-4,1%	-4,4%	-4,5%	-4,5%
BFR/CA	17,1%	17,5%	17,6%	18,0%	17,9%	17,7%
ROCE	9,0%	12,2%	6,4%	7,4%	8,6%	13,1%
ROCE hors GW	13,5%	17,6%	9,2%	10,4%	11,9%	17,8%
ROE	11,7%	15,0%	8,2%	9,8%	11,4%	11,7%
Payout	20,0%	24,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	2,5%	2,5%	1,4%	3,0%	3,9%	4,3%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	64,3%	81,7%	81,3%	73,6%	65,2%	59,1%
Dettes nette/EBE	1,9	2,4	3,1	2,6	2,2	2,0
EBE/charges financières	11,7	4,2	5,6	6,1	6,9	7,4
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
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)	22,3	36,9	33,3	19,8	19,8	19,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	54,5	90,1	81,4	48,4	48,4	48,4
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	37,8	51,1	55,3	54,6	53,5	53,0
(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)	92,4	141,2	136,6	102,9	101,9	101,4
PER	7,9	9,6	14,6	6,6	5,2	4,6
VE/ EBE	4,7	6,8	7,6	4,9	4,2	3,8
VE/ROC	6,5	9,7	11,8	7,4	6,0	5,4
VE/CA	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
P/B	0,9	1,4	1,2	0,7	0,6	0,5
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bnpa	2,81	3,83	2,28	2,98	3,81	4,29
Book value/action	24,1	25,6	27,8	30,3	33,6	36,7
Dividende /action	0,56	0,94	0,46	0,60	0,76	0,86

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 04/04/2018 au 27/06/2018
 Neutre :
 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 Etats-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