

<b>Achat</b>	Potentiel 17,6%
<b>Objectif de cours</b>	<b>24,00 € (vs 28,90 €)</b>
Cours au 02/08/2019	20,40 €
Euronext Growth Paris	
Reuters / Bloomberg	DELFP.A / DELFP

# Delfingen

Industrie

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	8,8%	4,0%	1,9%	-34,2%
Perf CAC Small	8,1%	-3,4%	-6,7%	-17,1%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	49,9
Nb de titres (en millions)	2,4
Volume 12 mois (titres)	1019
Extrêmes 12 mois	18,65 € 31,90 €

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	20,8	24,4	26,7
%CA	8,4%	9,3%	10,1%	10,3%
ROC	11,6	13,9	17,0	18,7
%CA	5,4%	6,2%	7,0%	7,2%
RN pdg	5,6	7,3	9,3	10,5
%CA	2,6%	3,2%	3,8%	4,0%
Bnpa (€)	2,28	2,98	3,81	4,29
ROCE (%) hors GW	9,2%	10,4%	11,9%	17,8%
ROE (%)	8%	10%	11%	12%
Dettes nette	55,3	54,6	53,5	53,0
Gearing (%)	81%	74%	65%	59%
Dividende par action	0,46	0,60	0,76	0,86
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	5,0	4,2	3,8
VE/ROC (x)	9,1	7,6	6,2	5,6
PE (x)	9,0	6,8	5,3	4,8

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

## Bonne résistance de l'activité au S1 dans un marché compliqué

### Publication du chiffre d'affaires S1 2019

Delfingen publie un chiffre d'affaires S1 2019 en ligne avec nos attentes à 114,5 M€ en croissance de +5,9% en publié (+2,4% en organique et +3,6% d'effet de change). Le segment automobile ressort à 91,6 M€ (+7,1%, +3,8% à tcc) sur un marché mondial en recul de 6,7% et les marchés de spécialités à 22,9 M€ (+1,7%, -3,2 % à tcc). L'offre sur le segment des tubes techniques pour transfert de fluides vient porter la croissance organique du segment automobile.

Dans un marché compliqué, la résistance de l'activité de Delfingen constitue une bonne nouvelle et nous conforte dans notre opinion à l'Achat.

### Commentaires

Le principal driver de croissance sur le semestre reste le segment automobile qui gagne 7,1% à 91,6 M€. Le chiffre d'affaires de l'activité Protection des réseaux embarqués est stable à tcc à -0,2% (+2,8% en publié), l'activité Tubes techniques pour transferts de fluides poursuit sur une bonne dynamique de +15,3% (+21,4% en publié) même si elle ralentit. Pour finir, l'activité Assemblage de pièces mécaniques progresse de 12,9% tcc (+11,8% en publié). Au global, l'impact change joue favorablement à hauteur de 2,8 M€ sur le segment Automobile.

Les ventes des Marchés de spécialités s'affichent à 22,9 M€ en baisse de -3,2% à tcc et bénéficient d'un effet de change de +4,8% conduisant à une hausse de 1,7% du CA en publié. Cette baisse en organique résulte à la fois 1/ d'une baisse des ventes de Drossbach North America de 1,6%, 2/ de la baisse de l'activité Isolation électrique et thermique hors automobile de 6,2% à tcc et 3/ de la baisse de l'activité Textiles techniques hors automobile de 3,0% environ. Au global, l'impact change impacte favorablement le CA de l'ordre de 1,9 M€.

Suite à cette publication nous réitérons nos attentes d'un CA 2019 de 225,6 M€ et d'un ROC 2018 de 13,9 M€.

### Recommandation

**Notre objectif de cours ressort à 24,00 € (vs 28,90 €) compte tenu de l'actualisation de nos modèles de valorisation par les comparables. Notre recommandation reste à Achat.**

Prochaine publication : résultats semestriels 2019, le 06 septembre 2019

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
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
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Actifs non courants	74,8	85,5	90,6	93,7	97,2	100,9
<i>dont goodwill</i>	33,6	36,3	37,5	37,5	37,5	37,5
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
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
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 trésorerie	-1,6	-14,0	-3,9	-0,3	1,4	1,0
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
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%	2,9%	3,8%	4,2%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Gearing (%)	64,3%	81,7%	81,3%	73,6%	65,2%	59,1%
Dettes nettes/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
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</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)	22,3	36,9	33,3	20,9	20,9	20,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	54,5	90,1	81,4	51,1	51,1	51,1
(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	104,2	103,1	102,6
PER	7,9	9,6	14,6	6,8	5,3	4,7
VE/ EBE	4,7	6,8	7,6	5,0	4,2	3,8
VE/ROC	6,5	9,7	11,8	7,5	6,1	5,5
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	0,6
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
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 16/05/2018 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	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**