

Neutre (vs sous-revue)	4,3%
Objectif de cours	14,40 € (vs sous-revue)
Cours au 11/05/2020	13,80 €
Euronext Growth Paris	
Reuters / Bloomberg	DELFP.A / DELFP.FP

Delfingen

Industrie

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-30,6%	2,6%	-29,9%	-32,3%
Perf CAC Small	-22,4%	6,1%	-21,2%	-20,9%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	33,7
Nb de titres (en millions)	2,4
Volume 12 mois (titres)	1 191
Extrêmes 12 mois	12,40 € 22,10 €

Actionnariat	
Famille Streit	66%
Flottant	33%
Autocontrôle	2%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA	230,5	184,0	220,8	231,9
var %	7,7%	-20,1%	20,0%	5,0%
EBE	28,4	14,7	25,3	27,2
% CA	12,3%	8,0%	11,4%	11,7%
ROC	15,2	5,7	14,5	15,8
% CA	6,6%	3,1%	6,6%	6,8%
RN pdg	8,5	2,0	8,5	9,5
% CA	3,7%	1,1%	3,8%	4,1%
Bnpa (€)	3,50	0,83	3,46	3,87
ROCE (%) hors GW	10,0%	4,2%	13,3%	14,2%
ROE (%)	11%	3%	10%	10%
Dette nette	69,5	56,9	55,6	51,0
Gearing (%)	91%	73%	64%	54%
Dividende par action	0,00	0,00	0,69	0,77
Yield (%)	0%	0%	5%	6%

Ratios				
	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	3,6	3,6	3,6	3,6
VE/ROC (x)	6,8	18,0	7,1	6,5
PE (x)	3,9	16,6	4,0	3,6

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

Chiffre d'affaires T1 : ralentissement avant le point bas

Delfingen publie un chiffre d'affaires T1 2020 à 58,9 M€ (+3,0% dont +1,3 % à pcc). Le segment automobile ressort à 48,2 M€ (+5,2%, +3,6% à tcc) sur un marché mondial en recul de -23,0% et les marchés industriels à 10,7 M€ (-6,0%, -8,1% à tcc).

Dans un contexte particulièrement compliqué pour le secteur automobile Delfingen anticipe une baisse significative de son activité en 2020 et entend adapter sa structure de coûts et ses investissements.

Néanmoins son positionnement sur un marché en forte croissance du câblage dans l'automobile (porté par le développement des motorisations hybrides) en fait un acteur intéressant du secteur.

Commentaires

Avant le Covid-19 : la bonne dynamique de fin 2019 s'est prolongée début 2020 et a permis à Delfingen d'afficher une hausse de son CA malgré le début du confinement en France mi-mars. Alors que la production automobile mondiale affiche un net recul de 23,0% en ce début d'année (source IHS 2020), la société a affiché une croissance organique de 3,6% sur son pôle automobile. Les tubes techniques pour transfert de fluides ont affiché 14,5% de croissance à tcc (vs +26% en 2019) quand le segment historique VPS ressortait à 0,0% à tcc (vs 0,0% en 2019 également), largement soutenu par les gammes textiles. L'assemblage résiste particulièrement bien avec une hausse de 14% à tcc.

En terme géographique, l'Amérique affiche la croissance la plus dynamique avec une hausse de +8,7% à tcc sur un marché en recul de 11,2%. Viennent ensuite l'Europe-Afrique avec une croissance des ventes de +1,5% à tcc sur un marché en baisse de 19,1% et l'Asie qui ressort à -8,0% dans un marché en recul de 30%.

Les marchés industriels affichent une baisse de 8,1% en organique emmené par le recul des ventes sur les sangles et ceintures techniques hors automobile de 22,7% dont une partie des ventes devait être rationalisée en 2020 pour rendre le pôle plus rentable.

Sur le T2, Delfingen devrait connaître un point bas de son activité avec une production en avril/mai qui pourrait atteindre une baisse de 70%/80%, à l'image du marché. **Le recours à un PGE de 18,0 M€ va permettre au groupe de franchir cette étape. Dans le même temps Delfingen entend réduire ses coûts variables et ses investissements.**

Suite à cette publication, nous revoyons nos estimations avec un CA 2020 de 185 M€ (-20,1% vs 2019) et un ROC de 5,7 M€ (-62%).

Recommandation

Suite à la publication et à nos ajustements, notre OC ressort à 14,40 € (vs sous-revue) et nos recommandation est à Neutre (vs sous-revue).

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2021e
Chiffre d'affaires	204,0	214,0	230,5	184,0	220,8	231,9
Excédent brut d'exploitation	20,9	17,9	28,4	14,7	25,3	27,2
Résultat opérationnel courant	14,6	11,6	15,2	5,7	14,5	15,8
Résultat opérationnel	14,6	11,4	15,4	5,7	14,5	15,8
Résultat financier	-5,0	-3,2	-3,8	-3,0	-3,0	-3,0
Impôts	-0,2	-2,5	-3,1	-0,7	-3,0	-3,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	9,4	5,6	8,5	2,0	8,5	9,5
Bilan (M€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2021e
Actifs non courants	85,5	90,6	113,8	111,8	112,0	112,3
<i>dont goodwill</i>	36,3	37,5	38,0	38,0	38,0	38,0
BFR	35,7	40,3	40,4	31,8	38,7	41,6
Disponibilités + VMP	8,5	9,0	13,0	28,4	29,5	34,0
Capitaux propres	62,5	68,0	76,1	78,1	86,5	94,3
Emprunts et dettes financières	59,6	64,3	82,5	85,3	85,0	85,0
Total Bilan	160,5	174,2	204,2	202,0	215,7	225,2
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2021e
Marge brute d'autofinancement	14,9	14,4	24,6	13,7	22,2	23,8
Variation de BFR	6,7	4,2	0,8	-8,6	6,9	2,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	8,1	10,2	23,9	22,2	15,3	20,9
Investissements opérationnels nets	-8,5	-8,7	-11,1	-7,0	-11,0	-11,6
Investissements financiers nets	-13,4	0,3	1,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-21,9	-8,4	-10,1	-7,0	-11,0	-11,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,2	-0,5	-4,2	2,8	-0,3	0,0
Dividendes versés	-1,4	-2,3	-1,4	0,0	0,0	-1,7
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,3	-5,7	-8,5	-0,2	-3,2	-4,7
Variation de trésorerie	-14,0	-3,9	5,2	15,1	1,1	4,6
Ratios (%)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2021e
Variation chiffre d'affaires	16,0%	4,9%	7,7%	-20,1%	20,0%	5,0%
Marge EBE	10,2%	8,4%	12,3%	8,0%	11,4%	11,7%
Marge opérationnelle courante	7,2%	5,4%	6,6%	3,1%	6,6%	6,8%
Marge opérationnelle	7,1%	5,3%	6,7%	3,1%	6,6%	6,8%
Marge nette	4,6%	2,6%	3,7%	1,1%	3,8%	4,1%
Investissements opérationnels nets/CA	-4,2%	-4,1%	-4,8%	-3,8%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	17,5%	18,8%	17,5%	17,3%	17,5%	18,0%
ROCE	12,2%	6,3%	7,4%	3,0%	9,9%	10,6%
ROCE hors GW	17,6%	9,0%	10,0%	4,2%	13,3%	14,2%
ROE	15,0%	8,2%	11,2%	2,6%	9,8%	10,0%
Payout	24,5%	20,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	2,5%	1,4%	0,0%	0,0%	5,0%	5,6%
Ratios d'endettement	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2021e
Gearing (%)	81,7%	81,3%	91,4%	72,9%	64,2%	54,0%
Dettes nettes/EBE	2,4	3,1	2,4	3,9	2,2	1,9
EBE/charges financières	4,2	5,6	7,6	5,0	8,5	9,1
Valorisation	2017	2018	2019e	2020e	2021e	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)	36,9	33,3	13,8	13,8	13,8	13,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	90,1	81,4	33,7	33,7	33,7	33,7
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	51,1	55,3	69,5	56,9	55,6	51,0
(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)	141,2	136,6	103,7	91,1	89,8	89,8
PER	9,6	14,6	3,9	16,6	4,0	3,6
VE/ EBE	6,8	7,6	3,6	6,2	3,6	3,6
VE/ROC	9,7	11,8	6,8	15,9	6,2	6,2
VE/CA	0,7	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4
P/B	1,4	1,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Données par action (€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2021e
Bnpa	3,83	2,28	3,50	0,83	3,46	3,87
Book value/action	25,6	27,8	31,1	31,9	35,4	38,6
Dividende /action	0,94	0,46	0,00	0,00	0,69	0,77

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 : Du 12/05/2019 au 25/03/2020
 Accumuler : (-)
 Neutre : Depuis le 12/05/2020
 Alléger : (-)
 Vente : (-)
 Sous revue : Du 26/03/2020 au 11/05/2020

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