

| | |
|--------------------------|----------------------|
| Achat | 20,8% |
| Objectif de cours | 20,00 € (vs 17,00 €) |
| Cours au 14/09/2020 | 16,55 € |
| Euronext Growth Paris | |
| Reuters / Bloomberg | DELFP.A / DELFP |

Delfingen

Industrie

| Performances | Ytd | 1m | 3m | 12m |
|----------------|--------|-------|-------|--------|
| Perf. Absolue | -17,7% | 19,9% | 16,1% | -20,4% |
| Perf CAC Small | -11,5% | 2,0% | 8,0% | -5,3% |

| Informations boursières (en M €) | |
|----------------------------------|-----------------|
| Capitalisation (M €) | 40,4 |
| Nb de titres (en millions) | 2,4 |
| Volume 12 mois (titres) | 1442 |
| Extrêmes 12 mois | 11,80 € 22,10 € |

| Actionnariat | |
|----------------|-----|
| Famille Streit | 66% |
| Flottant | 33% |
| Autocontrôle | 2% |

| Données financières (en M €) | | | | |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| au 31/12 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| CA | 230,5 | 215,0 | 320,8 | 346,5 |
| var % | 7,7% | -6,7% | 49,2% | 8,0% |
| EBE | 28,4 | 16,8 | 32,1 | 35,5 |
| % CA | 12,3% | 7,8% | 10,0% | 10,3% |
| ROC | 15,2 | 7,8 | 18,6 | 22,1 |
| % CA | 6,6% | 3,6% | 5,8% | 6,4% |
| RN pdg | 8,5 | 13,2 | 11,0 | 14,0 |
| % CA | 3,7% | 6,1% | 3,4% | 4,0% |
| Bnpa (€) | 3,50 | 5,41 | 4,52 | 5,73 |
| ROCE (%) hors GW | 10,0% | 4,6% | 13,3% | 16,5% |
| ROE (%) | 11% | 15% | 11% | 12% |
| Dettes nettes | 69,5 | 69,1 | 73,4 | 55,7 |
| Gearing (%) | 91% | 77% | 73% | 50% |
| Dividende par action | 0,00 | 0,00 | 0,90 | 1,15 |
| Yield (%) | 0% | 0% | 5% | 7% |

| Ratios | | | | |
|------------|------|-------|-------|-------|
| | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| VE/CA (x) | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,3 |
| VE/EBE (x) | 3,6 | 6,7 | 3,7 | 2,9 |
| VE/ROC (x) | 6,8 | 14,4 | 6,3 | 4,9 |
| PE (x) | 4,7 | 3,1 | 3,7 | 2,9 |

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

Résultats S1+réunion investisseurs / Une feuille de route ambitieuse

Publication des résultats S1 2020

Delfingen publie des résultats S1 2020 légèrement supérieurs à nos attentes mais surtout, des perspectives de croissance plus ambitieuses que prévues. Le CA S1 2020 ressort ainsi à 84 M€ (-26,6% dont +1,3% au T1 et -56,0% au T2 en organique). Le segment automobile ressort en baisse de 28% à tcc à 66,5 M€ sur un marché mondial en recul de 35%. Les marchés de spécialités reculent de 24,7% à tcc à 17,5 M€. Le ROC ressort à 1,4 M€ (vs 7,2 M€ au S1 2019) et le RN à -1,4 M€ (vs 3,7 M€).

Avec l'intégration de Schlemmer en année pleine, le groupe entend afficher un CA 2021 de 320 M€ et une MOC de 5%. Il communique également sur des guidances à horizon 2024 avec un CA attendu à 400 M€ (impliquant un TCAM du CA de 8% entre 2021 et 2024) et une MOC autour de 9% (soit un ROC de 36 M€).

Des résultats S1 qui restent positifs malgré la baisse de CA

Sur l'activité automobile, le segment de Protection des réseaux embarqués ressort à tcc à -29%, l'activité Tubes techniques pour transferts de fluides à -24% et l'assemblage à -18% tcc. La baisse des volumes de vente est venue peser sur le résultat opérationnel qui ressort à 1,4 M€. Néanmoins le mix produits (+1,8 M€) et la baisse du prix des matières premières (+0,9 M€) sont venus jouer favorablement sur le taux de marge brute qui ressort à 57,5% (vs 55,3% au S1 2019). La marge brute est ainsi ressortie à 48,6 M€ (vs 63,4 M€). Les charges de personnel ont décri de 6,2 M€ compte tenu des dispositifs gouvernementaux utilisés et des efforts sur les salaires. Concernant les autres achats et charges externes, ils sont ressortis en baisse de 3,6 M€ grâce à l'ajustement des charges variables (frais de déplacement, de transport). Sur le semestre, la dette nette est ressortie à 70,1 M€ (vs 73,4 M€ en juin 2019).

Schlemmer : renfort de la topline et synergies

La société est revenue sur l'acquisition de Schlemmer et a disclosed un prix d'acquisition de 18 M€ (+1,4 M€ de coûts de montage et 1,5 M€ de coûts de restructuration) faisant ressortir un multiple de 4,5x le ROC 2021 selon nous. Le financement a été bouclé à hauteur de 18 M€ par le pool bancaire, BPI et Tikehau et la société annonce vouloir procéder à une augmentation de capital.

Dans ce marché compliqué, Delfingen communique sur une décroissance 2020 organique entre -15% et -20% accompagnée d'une marge opérationnelle positive. Il intègre une activité qui rebondit depuis mai et qui devrait approcher l'équilibre en septembre /octobre. Schlemmer contribuera à hauteur de 25 M€ sur 2020 (MOC de 2%e) et 100 M€ sur 2021 (MOC de 4%e). En 2021, malgré une baisse attendue du taux de marge brute (activité injection et négoce de Schlemmer), Delfingen va bénéficier sur sa marge opérationnelle des synergies avec Schlemmer (achats, support..), de l'amélioration sur son périmètre historique et d'un effet taille.

Suite à la publication, nous revoyons les estimations 2022 à la hausse avec un CA de 346,5 M€ (vs 336,8 M€) et une MOC à 6,4% (vs 6,0%)

Recommandation

Suite à la publication et à l'ajustement de nos attentes,, notre OC passe à 20,00 € (vs 17,00 €). Notre recommandation reste à Achat.

Prochaine publication : CA T3, le 6 novembre 2020

| Compte de résultat (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 204,0 | 214,0 | 230,5 | 215,0 | 320,8 | 346,5 |
| Excédent brut d'exploitation | 20,9 | 17,9 | 28,4 | 16,8 | 32,1 | 35,5 |
| Résultat opérationnel courant | 14,6 | 11,6 | 15,2 | 7,8 | 18,6 | 22,1 |
| Résultat opérationnel | 14,6 | 11,4 | 15,4 | 21,3 | 18,6 | 22,1 |
| Résultat financier | -5,0 | -3,2 | -3,8 | -3,4 | -3,6 | -3,1 |
| Impôts | -0,2 | -2,5 | -3,1 | -4,8 | -4,0 | -5,0 |
| 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 | 13,2 | 11,0 | 14,0 |
| Bilan (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Actifs non courants | 85,5 | 90,6 | 113,8 | 131,8 | 131,2 | 131,6 |
| <i>dont goodwill</i> | <i>36,3</i> | <i>37,5</i> | <i>38,0</i> | <i>38,0</i> | <i>38,0</i> | <i>38,0</i> |
| BFR | 35,7 | 40,3 | 40,4 | 37,2 | 53,2 | 46,9 |
| Disponibilités + VMP | 8,5 | 9,0 | 13,0 | 32,2 | 27,9 | 45,6 |
| Capitaux propres | 62,5 | 68,0 | 76,1 | 89,3 | 100,3 | 112,1 |
| Emprunts et dettes financières | 59,6 | 64,3 | 82,5 | 103,3 | 103,3 | 103,3 |
| Total Bilan | 160,5 | 174,2 | 204,2 | 236,2 | 266,9 | 283,0 |
| Tableau de flux (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Marge brute d'autofinancement | 14,9 | 14,4 | 24,6 | 25,3 | 28,1 | 30,5 |
| Variation de BFR | 6,7 | 4,2 | 0,8 | -3,2 | 15,9 | -6,3 |
| Flux nets de trésorerie généré par l'activité | 8,1 | 10,2 | 23,9 | 28,4 | 12,2 | 36,8 |
| Investissements opérationnels nets | -8,5 | -8,7 | -11,1 | -27,0 | -12,8 | -13,9 |
| 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 | -27,0 | -12,8 | -13,9 |
| Augmentation de capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation emprunts | 0,2 | -0,5 | -4,2 | 20,8 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendes versés | -1,4 | -2,3 | -1,4 | 0,0 | 0,0 | -2,2 |
| Flux nets de trésorerie liés au financement | -0,3 | -5,7 | -8,5 | 17,4 | -3,6 | -5,3 |
| Variation de trésorerie | -14,0 | -3,9 | 5,2 | 18,9 | -4,3 | 17,7 |
| Ratios (%) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Variation chiffre d'affaires | 16,0% | 4,9% | 7,7% | -6,7% | 49,2% | 8,0% |
| Marge EBE | 10,2% | 8,4% | 12,3% | 7,8% | 10,0% | 10,3% |
| Marge opérationnelle courante | 7,2% | 5,4% | 6,6% | 3,6% | 5,8% | 6,4% |
| Marge opérationnelle | 7,1% | 5,3% | 6,7% | 9,9% | 5,8% | 6,4% |
| Marge nette | 4,6% | 2,6% | 3,7% | 6,1% | 3,4% | 4,0% |
| Investissements opérationnels nets/CA | -4,2% | -4,1% | -4,8% | -12,6% | -4,0% | -4,0% |
| BFR/CA | 17,5% | 18,8% | 17,5% | 17,3% | 16,6% | 13,5% |
| ROCE | 12,2% | 6,3% | 7,4% | 3,5% | 10,3% | 12,7% |
| ROCE hors GW | 17,6% | 9,0% | 10,0% | 4,6% | 13,1% | 16,2% |
| ROE | 15,0% | 8,2% | 11,2% | 14,8% | 11,0% | 12,5% |
| Payout | 24,5% | 20,0% | 0,0% | 0,0% | 20,0% | 20,0% |
| Dividend yield | 2,5% | 1,4% | 0,0% | 0,0% | 5,5% | 6,9% |
| Ratios d'endettement | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Gearing (%) | 81,7% | 81,3% | 91,4% | 79,7% | 75,2% | 51,5% |
| Dettes nette/EBE | 2,4 | 3,1 | 2,4 | 4,2 | 2,4 | 1,6 |
| EBE/charges financières | 4,2 | 5,6 | 7,6 | 5,0 | 8,8 | 11,6 |
| Valorisation | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| 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 | 16,6 | 16,6 | 16,6 | 16,6 |
| (1) Capitalisation boursière moyenne | 90,1 | 81,4 | 40,4 | 40,4 | 40,4 | 40,4 |
| (2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-) | 51,1 | 55,3 | 69,5 | 71,1 | 75,4 | 57,7 |
| (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 | 103,3 | 112,9 | 117,2 | 98,5 |
| PER | 9,6 | 14,6 | 4,7 | 3,1 | 3,7 | 2,9 |
| VE/EBE | 6,8 | 7,6 | 3,6 | 6,7 | 3,7 | 2,9 |
| VE/ROC | 9,7 | 11,8 | 6,8 | 14,4 | 6,3 | 4,9 |
| VE/CA | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,3 |
| P/B | 1,4 | 1,2 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| Données par action (€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Brnpa | 3,83 | 2,28 | 3,50 | 5,41 | 4,52 | 5,73 |
| Book value/action | 25,6 | 27,8 | 31,1 | 36,5 | 41,0 | 45,9 |
| Dividende /action | 0,94 | 0,46 | 0,00 | 0,00 | 0,90 | 1,15 |

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 15/09/2019 au 25/03/2020 et depuis le 03/09/2020
 Accumuler: (-)
 Neutre : Du 12/05/2020 au 02/09/2020
 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