

Achat (vs sous-revue)		32,3%
Objectif de cours	41,00 € (vs sous-revue)	
Cours au 24/12/2020		31,00 €
Euronext Growth Paris		
Reuters / Bloomberg		
		DELFP.A / DELF.FP

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	57,0%	42,2%	64,3%	54,7%
Perf CAC Small	5,9%	7,3%	27,2%	7,3%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	82,6
Nb de titres (en millions)	2,7
Volume 12 mois (titres)	1794
Extrêmes 12 mois	11,50 € / 31,20 €

Actionnariat	
Famille Streit	56%
Flottant	39%
ASCOM Participation	5%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA	230,5	245,0	360,0	381,6
var %	7,7%	6,3%	46,9%	6,0%
EBE	28,4	32,5	48,3	52,1
% CA	12,3%	13,3%	13,4%	13,7%
ROC	15,2	18,7	28,0	30,7
% CA	6,6%	7,6%	7,8%	8,0%
RN pdg	8,5	9,8	17,9	20,3
% CA	3,7%	4,0%	5,0%	5,3%
Bnpa (€)	3,21	3,67	6,72	7,61
ROCE (%) hors GW	10,0%	9,2%	17,7%	19,0%
ROE (%)	11%	11%	18%	17%
Dette nette	51,6	78,5	71,7	58,6
Gearing (%)	68%	91%	70%	49%
Dividende par action	0,00	0,73	1,34	1,52
Yield (%)	0%	2%	4%	5%

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)	9,7	8,4	4,6	4,1

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

Delfingen

Industrie

Finalisation de la montée au capital de Schlemmer / Net relèvement des guidances 2020

Finalisation de l'acquisition des parts dans les JV de Schlemmer récemment acquises

Delfingen annonce avoir procédé à l'acquisition de 51% de l'ancienne filiale de Schlemmer en Italie, 38% au Maroc et 50% en Tunisie auprès d'Intercable. Sans indication sur le prix, la société précise que l'acquisition s'est faite sur ses fonds propres. Cela lui permet de détenir désormais 100% de ces entités. En septembre 2020, Delfingen avait effectivement acquis non seulement les actifs allemands de Schlemmer, 100% de ses filiales roumaine et russe mais aussi 49% de ses filiales italienne, 62% marocaine et 50% tunisienne.

Un périmètre de 25 M€ à 20% de marge d'EBE

Delfingen va ainsi optimiser l'intégration des filiales dans le groupe et s'adjoindre un chiffre d'affaires supplémentaire de 15 M€ au 100 M€ précédemment annoncés sur Schlemmer. A noter que le périmètre global italien, marocain et tunisien représente 25 M€ de chiffre d'affaires en année pleine avec une marge particulièrement élevée de 20% d'EBITDA compte tenu de coûts de production et de logistique moins élevés (à l'instar de Delfingen sur ces régions).

Cette montée au capital se fait dans un contexte de très forte croissance

Delfingen communique sur une activité particulièrement dynamique en cette fin d'année sur chaque zone et sur chaque activité. Le marché rattrape le retard pris au T2 et Delfingen bénéficie 1/ d'une place de leader renforcée en Europe/Afrique, avec l'acquisition de Schlemmer, 2/ d'une accélération de la transition vers les véhicules électriques et hybrides. A ce titre, le groupe attend désormais un CA en baisse de 13% sur son périmètre historique (vs -15%/-20% précédemment annoncé) accompagné d'une MOC de 7,5%/8% (vs positive). La contribution de Schlemmer est, elle aussi, bien supérieure aux attentes du groupe avec une MOC qui devrait avoisiner les 10% (vs 2% estimée).

Des estimations rehaussées de façon drastique

Les annonces particulièrement positives de Delfingen nous incitent à ajuster fortement à la hausse nos attentes avec un CA 2020 de 245 M€ (vs 215 M€ initialement) et un ROC de 18,7 M€, soit une MOC de 7,6% (vs 3,6% précédemment). Pour l'exercice 2021, compte tenu de la traction, nous attendons désormais un CA de 360 M€ (vs 320,8 M€) et un ROC de 28,0 M€ (vs 18,6 M€ précédemment).

Fin novembre, la société a par ailleurs réalisé une augmentation de capital avec maintien du DPS de 3,3 M€ à 15,0 €, notamment pour faire entrer le top management au capital. L'impact dilutif sur les bpa 2020 et 2021 est de 8,4%.

Recommandation

Suite à l'intégration à 100% des nouvelles filiales acquises génératrices de marge et à l'accélération de l'activité, notre OC passe à 41,00 € et notre recommandation passe à Achat (vs sous-revue).

Prochaine publication : CA T4, le 5 février 2021

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	204,0	214,0	230,5	245,0	360,0	381,6
Excédent brut d'exploitation	20,9	17,9	28,4	32,5	48,3	52,1
Résultat opérationnel courant	14,6	11,6	15,2	18,7	28,0	30,7
Résultat opérationnel	14,6	11,4	15,4	16,7	28,0	30,7
Résultat financier	-5,0	-3,2	-3,8	-3,4	-3,6	-3,1
Impôts	-0,2	-2,5	-3,1	-3,5	-6,4	-7,3
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	9,8	17,9	20,3
Bilan (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Actifs non courants	85,5	90,6	113,8	141,5	139,2	136,8
<i>dont goodwill</i>	36,3	37,5	38,0	38,0	38,0	38,0
BFR	35,7	40,3	40,4	49,4	60,7	66,8
Disponibilités + VMP	8,5	9,0	13,0	6,9	13,8	26,8
Capitaux propres	62,5	68,0	76,1	85,8	101,8	118,5
Emprunts et dettes financières	59,6	64,3	64,6	85,4	85,4	85,4
Total Bilan	160,5	174,2	204,2	236,6	273,8	294,1
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Marge brute d'autofinancement	14,9	14,4	24,6	26,6	41,8	44,9
Variation de BFR	6,7	4,2	0,8	9,0	11,4	6,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	8,1	10,2	23,9	17,7	30,5	38,8
Investissements opérationnels nets	-8,5	-8,7	-11,1	-41,5	-18,0	-19,1
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	-41,5	-18,0	-19,1
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	-2,0	-3,6
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,3	-5,7	-8,5	17,4	-5,6	-6,7
Variation de trésorerie	-14,0	-3,9	5,2	-6,4	6,9	13,0
Ratios (%)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	16,0%	4,9%	7,7%	6,3%	46,9%	6,0%
Marge EBE	10,2%	8,4%	12,3%	13,3%	13,4%	13,7%
Marge opérationnelle courante	7,2%	5,4%	6,6%	7,6%	7,8%	8,0%
Marge opérationnelle	7,1%	5,3%	6,7%	6,8%	7,8%	8,0%
Marge nette	4,6%	2,6%	3,7%	4,0%	5,0%	5,3%
Investissements opérationnels nets/CA	-4,2%	-4,1%	-4,8%	-16,9%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	17,5%	18,8%	17,5%	20,2%	16,9%	17,5%
ROCE	12,2%	6,3%	7,4%	7,4%	14,3%	15,4%
ROCE hors GW	17,6%	9,0%	10,0%	9,2%	17,7%	19,0%
ROE	15,0%	8,2%	11,2%	11,4%	17,6%	17,1%
Payout	26,8%	20,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	2,5%	1,3%	0,0%	2,4%	4,3%	4,9%
Ratios d'endettement	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	81,7%	81,3%	67,9%	91,5%	70,4%	49,5%
Dettes nettes/EBE	2,4	3,1	1,8	2,4	1,5	1,1
EBE/charges financières	4,2	5,6	7,6	9,6	13,3	17,0
Valorisation	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Nombre d'actions (en millions)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	36,9	33,3	31,0	31,0	31,0	31,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	98,3	88,8	82,6	82,6	82,6	82,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	51,1	55,3	51,6	78,5	71,7	58,6
(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	10,5	16,0	9,7	8,4	4,6	4,1
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	1,6	1,3	1,1	1,0	0,8	0,7
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bnpa	3,51	2,09	3,21	3,67	6,72	7,61
Book value/action	23,5	25,5	28,5	32,2	38,2	44,4
Dividende /action	0,94	0,42	0,00	0,73	1,34	1,52

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 27/12/2019 au 25/03/2020, du 03/09/2020 au 05/11/2020 et depuis le 28/12/2020
 Accumuler: (-)
 Neutre : Du 12/05/2020 au 02/09/2020
 Alléger : (-)
 Vente : (-)
 Sous revue : Du 26/03/2020 au 11/05/2020 et de 6/11/2020 au 27/12/2020

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

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