

<b>Neutre (vs Achat)</b>	2,7%
<b>Objectif de cours</b>	<b>60,00 € (vs 61,00 €)</b>
Cours au 06/09/2021	58,40 €
Euronext Growth Paris	
Reuters / Bloomberg	DELFP.A / DELFP.FP

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	74,9%	-7,0%	1,4%	318,6%
Perf CAC Small	22,3%	3,6%	2,1%	51,6%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	155,7
Nb de titres (en millions)	2,7
Volume 12 mois (titres)	2 621
Extrêmes 12 mois	11,59 € / 58,40 €

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

Données financières (en M €)				
au 31/12	2020	2021e	2022e	2023e
CA	241,9	360,7	382,3	405,3
var %	5,0%	49,1%	6,0%	6,0%
EBE	37,6	48,8	53,9	59,3
% CA	15,6%	13,5%	14,1%	14,6%
ROC	22,3	29,2	33,1	37,2
% CA	9,2%	8,1%	8,7%	9,2%
RN pdg	45,5	18,4	21,3	23,4
% CA	18,8%	5,1%	5,6%	5,8%
Bnpa (€)	17,08	6,91	7,99	8,77
ROCE (%) hors GW	12,0%	16,9%	19,9%	24,2%
ROE (%)	39%	14%	14%	14%
Dettes nettes	85,8	71,1	46,8	15,3
Gearing (%)	73%	53%	31%	9%
Dividende par action	0,38	1,38	1,60	1,75
Yield (%)	1%	2%	3%	3%

Ratios				
	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA (x)	1,0	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	6,4	4,6	3,8	2,9
VE/ROC (x)	10,8	7,8	6,1	4,6
PE (x)	3,4	8,4	7,3	6,7

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

# Delfingen

Industrie

## Maintien de bonnes perspectives sur le long terme malgré un momentum exigeant

### Publication des résultats S1 2021

Delfingen publie des résultats S1 2021 de bonne facture avec un CA S1 2021 de 193,7 M€ (+130%, +52% en organique) et un ROC de 19,1 M€ (MOC de 9,8% vs 1,7% en 2020 et 6,7% en 2019). Néanmoins la pénurie de semi-conducteurs et la hausse du prix des matières premières viennent entamer un S2 attendu désormais en hausse de 5% environ sur la partie historique. La guidance est ainsi révisée à la baisse avec un CA 2021 de 360 M€ environ (vs 370 M€) et une MOC de 8% (vs entre 8% et 9%).

### Dynamique par activité

Sur l'activité automobile (CA de 97,3 M€, +55% à fin juin à pcc), le segment de protection des réseaux embarqués ressort à +70%, l'activité tubes techniques pour transferts de fluides à +32% et l'assemblage à -55% tcc suite à la cession du site de Tanger en décembre 2020. L'activité industrielle ressort elle en hausse de 40% à tcc à 22,8 M€ et la branche de Schlemmer, intégrée depuis le 1<sup>er</sup> septembre, ressort à 73,6 M€.

### Un coût matière qui impacte la MOC

Selon le management, 2 pts ont été perdus sur la MOC S1 avec l'impact matière. Sur le S2, une baisse de 4 points de marge est à attendre compte tenu de la forte pression sur le prix des matières plastiques. A contrario, le Groupe va bénéficier de l'intégration en année pleine de Schlemmer dont l'impact sur la marge opérationnelle est relative.

### Un bilan solide

Sur le semestre, la dette nette est ressortie à 101,6 M€ extériorisant un gearing de 78%. Les investissements sont ressortis à 6,3 M€ (attendus désormais à 12 M€ vs 18 M€ précédemment sur 2021 compte tenu du ralentissement sur le S2) et le BFR en hausse de 17,5 M€ compte tenu de la hausse des stocks.

### Un S2 attendu inférieur au S1

Dans un marché de l'automobile grevé par les pénuries de semi-conducteurs et un approvisionnement pénalisé par les hausses des matières premières, Delfingen communique sur un CA S2 un peu supérieur à 165 M€.

### Révision de nos attentes

Compte tenu de cette publication, nous ajustons nos attentes avec un CA à 360,7 M€ et un ROC à 29,2 M€ (vs 370,0 M€ et 32,4 M€ respectivement précédemment).

### Recommandation

Suite à note ajustements et au rerating de la valeur, notre objectif de cours passe à 60,00 € (vs 61,00 €) et notre recommandation à Neutre (vs Achat).

Prochaine publication : chiffre d'affaires T3 2021, le 5 novembre 2021

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Chiffre d'affaires	214,0	230,5	241,9	360,7	382,3	405,3
Excédent brut d'exploitation	17,9	28,4	37,6	48,8	53,9	59,3
Résultat opérationnel courant	11,6	15,2	22,3	29,2	33,1	37,2
Résultat opérationnel	11,4	15,4	53,8	29,2	33,1	37,2
Résultat financier	-3,2	-3,8	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3
Impôts	-2,5	-3,1	-4,0	-6,5	-7,5	-8,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Résultat net part du groupe	5,6	8,5	45,5	18,4	21,3	23,4
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Actifs non courants	90,6	113,8	165,7	158,1	156,4	154,7
<i>dont goodwill</i>	<i>37,5</i>	<i>38,0</i>	<i>56,9</i>	<i>56,9</i>	<i>56,9</i>	<i>56,9</i>
BFR	40,3	40,4	65,5	75,7	70,6	60,1
Disponibilités + VMP	9,0	13,0	25,4	40,1	64,5	95,9
Capitaux propres	68,0	76,1	117,7	135,1	152,7	171,8
Emprunts et dettes financières	64,3	64,6	111,2	111,2	111,2	111,2
Total Bilan	174,2	204,2	329,8	361,4	384,2	408,8
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Marge brute d'autofinancement	14,4	24,6	32,9	42,8	46,4	50,7
Variation de BFR	4,2	0,8	-16,0	10,2	-5,1	-10,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	10,2	23,9	48,9	32,6	51,4	61,3
Investissements opérationnels nets	-8,7	-11,1	-10,8	-12,0	-19,1	-20,3
Investissements financiers nets	0,3	1,0	-23,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-8,4	-10,1	-34,2	-12,0	-19,1	-20,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,5	-4,2	27,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-2,3	-1,4	0,0	-1,0	-3,7	-5,3
Flux nets de trésorerie liés au financement	-5,7	-8,5	27,8	-5,3	-8,0	-10,6
Variation de trésorerie	-3,9	5,2	42,5	15,3	24,3	30,4
<b>Ratios (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Variation chiffre d'affaires	4,9%	7,7%	5,0%	49,1%	6,0%	6,0%
Marge EBE	8,4%	12,3%	15,6%	13,5%	14,1%	14,6%
Marge opérationnelle courante	5,4%	6,6%	9,2%	8,1%	8,7%	9,2%
Marge opérationnelle	5,3%	6,7%	22,3%	8,1%	8,7%	9,2%
Marge nette	2,6%	3,7%	18,8%	5,1%	5,6%	5,8%
Investissements opérationnels nets/CA	-4,1%	-4,8%	-4,4%	-3,3%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	18,8%	17,5%	27,1%	21,0%	18,5%	14,8%
ROCE	6,3%	7,4%	9,0%	12,7%	14,8%	17,6%
ROCE hors GW	9,0%	10,0%	12,0%	16,9%	19,9%	24,2%
ROE	8,2%	11,2%	38,7%	13,6%	14,0%	13,6%
Payout	20,0%	0,0%	2,2%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	1,3%	0,0%	0,6%	2,4%	2,7%	3,0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Gearing (%)	81,3%	67,9%	72,9%	52,6%	30,6%	8,9%
Dettes nettes/EBE	3,1	1,8	2,3	1,5	0,9	0,3
EBE/charges financières	5,6	7,6	8,8	11,4	12,5	13,8
<b>Valorisation</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
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)	33,3	58,4	58,4	58,4	58,4	58,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	88,8	155,7	155,7	155,7	155,7	155,7
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	55,3	51,6	85,8	71,1	46,8	15,3
(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)	144,0	207,3	241,5	226,8	202,5	171,0
PER	16,0	18,2	3,4	8,4	7,3	6,7
VE/ EBE	8,0	7,3	6,4	4,6	3,8	2,9
VE/ROC	12,5	13,7	10,8	7,8	6,1	4,6
VE/CA	0,7	0,9	1,0	0,6	0,5	0,4
P/B	1,3	2,0	1,3	1,2	1,0	0,9
<b>Données par action (€)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Bnpa	2,09	3,21	17,08	6,91	7,99	8,77
Book value/action	25,5	28,5	44,1	50,7	57,3	64,4
Dividende /action	0,42	0,00	0,38	1,38	1,60	1,75

**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 07/09/2020 au 05/11/2020 et du 28/12/2020 au 06/09/21  
 Accumuler: (-)  
 Neutre : Depuis le 07/9/2021  
 Alléger : (-)  
 Vente : (-)  
 Sous revue : Du 30/03/2020 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

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**