

Accumuler (vs Neutre)	9%
Objectif de cours	61,00 € (vs 50,00 €)
Cours au 07/02/2022	56,00 €
Euronext Growth	
Reuters / Bloomberg	DEL.F.PA / DELF.FP

Delfingen

Industrie

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	12,3%	2,3%	5,9%	35,9%
Perf CAC Small	-6,0%	-6,9%	-6,0%	7,5%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	149,3
Nb de titres (en millions)	2,7
Volume 12 mois (titres)	2 136
Extrêmes 12 mois	39,50 € / 64,80 €

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

Données financières (en M €)				
au 31/12	2020	2021e	2022e	2023e
CA	2419	363,0	396,7	433,5
var %	5,0%	50,1%	9,3%	9,3%
EBE	37,6	41,3	49,1	58,1
% CA	1,6%	11,4%	12,4%	13,4%
ROC	22,3	21,7	27,7	34,7
% CA	9,2%	6,0%	7,0%	8,0%
RN pdg	45,5	13,1	17,8	22,1
% CA	1,8%	3,6%	4,5%	5,1%
Bnpa (€)	17,08	4,91	6,66	8,27
ROCE (%) hors GW	12,0%	11,7%	15,3%	19,5%
ROE (%)	39%	10%	12%	13%
Dette nette	85,8	88,4	69,2	48,0
Gearing (%)	73%	68%	48%	29%
Dividende par action	0,38	0,98	1,33	1,65
Yield (%)	1,3%	1,9%	2,4%	3,0%

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

Analyste :
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com

Une année résiliente

Publication du chiffre d'affaires 2021

Delfingen publie un chiffre d'affaires annuel 2021 de 363 M€, faisant ressortir une croissance de +50,1% en publié et de +11,5% en organique. Après un S1 de très bonne facture (+130%, +52% tcc), la société a fait preuve de résilience au second semestre (+7,2% en publié), dans une conjoncture de marché (pénuries, inflation des coûts) complexe. Delfingen surperforme assez largement sa dernière guidance du T3 (CA de 345 M€) et se rapproche de celle donnée à l'occasion des résultats annuels 2020 (370 M€), antérieure à la dégradation des conditions de marché survenue au courant de l'année. La société anticipe une marge opérationnelle de l'ordre de 6% pour l'exercice 2021.

Le pôle Automobile résiste bien

Confronté à un marché automobile pénalisé par les ruptures d'approvisionnement en semi-conducteurs et affichant une modeste croissance de +2,5% (données IHS), la société parvient à dégager une surperformance conséquente sur l'année (+14,7% en organique, soit +12,2 pts), principalement tirée par la forte progression des Systèmes de Protection (148,4 M€, +25,5% tcc et +23,0% publié). Cette surperformance touche l'ensemble des régions : Delfingen disposant de plus de 28 sites de production dans le monde, la société a été capable de produire et de vendre localement, et de s'affranchir d'une partie des problèmes de transport liés aux restrictions sanitaires. L'activité FTT s'en sort moins bien (-8,1% publié, -5,4% tcc), le segment étant très exposé à Jeep, dont les volumes de production se sont écroulés sur l'année (-30%). L'activité Services logistiques et assemblage finit également dans le rouge (3,2 M€, -64,8%) suite à l'arrêt de l'activité sur le site de Tanger fin 2020.

Le pôle Industriel et Schlemmer supérieur aux attentes

Le CA 2021 du pôle Industriel ressort à 40,8 M€ (+29,6% pcc, +14,0% publié) et confirme la bonne dynamique commerciale observée tout au long de l'année, malgré un effet de change défavorable (-1,2 M€). Quant à Schlemmer, malgré une baisse organique du CA (131,6 M€, -19,8% pcc), le niveau d'activité est supérieur à celui escompté par le management au moment de l'acquisition, qui tablait sur 120 M€. Positionné entre autres sur les véhicules lourds, cette acquisition devrait, à terme, permettre à Delfingen 1/ de contrebalancer l'effet très cycle du marché de l'automobile léger et 2/ de renforcer significativement le pricing power de la société vis-à-vis des gros équipementiers.

Perspectives

Même si la conjoncture ne devrait se normaliser qu'au S2 2022, des données de marché un peu plus positives que précédemment (l'IHS, que Delfingen surperforme chaque année, prévoit une croissance de 9% du marché de l'auto en 2022), combinées à la bonne exécution de Delfingen et à une meilleure absorption des coûts matières, nous poussent à revoir nos estimations à la hausse (CA 2022e à 396,7 M€ vs 372,6 M€, MOP 7,0% vs 6,7%). La société devrait renouer avec 8,0% de marge opérationnelle fin 2023.

Recommandation

Après mise à jour du modèle, notre objectif de cours ressort à 61,00 € (vs 50,00 €) et notre recommandation passe à Accumuler (vs Neutre).

Prochaine publication : Résultats annuels 2021, le 1^{er} Avril 2022

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	214,0	230,5	241,9	363,0	396,7	433,5
Excédent brut d'exploitation	17,9	28,4	37,6	41,3	49,1	58,1
Résultat opérationnel courant	11,6	15,2	22,3	21,7	27,7	34,7
Résultat opérationnel	11,4	15,4	53,8	21,7	27,7	34,7
Résultat financier	-3,2	-3,8	-4,3	-4,0	-4,0	-4,0
Impôts	-2,5	-3,1	-4,0	-4,6	-5,9	-7,7
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	13,1	17,8	22,1
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Actifs non courants	90,6	113,8	165,7	162,1	160,5	158,8
<i>dont goodwill</i>	37,5	38,0	56,9	56,9	56,9	56,9
BFR	40,3	40,4	65,5	83,6	81,2	80,2
Disponibilités + VMP	9,0	13,0	25,4	22,8	32,0	43,2
Capitaux propres	68,0	76,1	117,7	129,7	144,9	163,4
Emprunts et dettes financières	64,3	64,6	111,2	111,2	101,2	91,2
Total Bilan	174,2	204,2	329,8	358,3	370,9	387,1
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge brute d'autofinancement	14,4	24,6	32,9	37,1	43,2	50,5
Variation de BFR	4,2	0,8	-16,0	18,1	-2,4	-1,0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	10,2	23,9	48,9	19,0	45,6	51,5
Investissements opérationnels nets	-8,7	-11,1	-10,8	-16,0	-19,8	-21,7
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	-16,0	-19,8	-21,7
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	-10,0	-10,0
Dividendes versés	-2,3	-1,4	0,0	-1,0	-2,6	-4,6
Flux nets de trésorerie liés au financement	-5,7	-8,5	27,8	-5,0	-16,6	-19,6
Variation de trésorerie	-3,9	5,2	42,5	-2,0	9,1	10,2
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Variation chiffre d'affaires	4,9%	7,7%	5,0%	50,1%	9,3%	9,3%
Marge EBE	8,4%	12,3%	15,6%	11,4%	12,4%	13,4%
Marge opérationnelle courante	5,4%	6,6%	9,2%	6,0%	7,0%	8,0%
Marge opérationnelle	5,3%	6,7%	22,3%	6,0%	7,0%	8,0%
Marge nette	2,6%	3,7%	18,8%	3,6%	4,5%	5,1%
Investissements opérationnels nets/CA	-4,1%	-4,8%	-4,4%	-4,4%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	18,8%	17,5%	27,1%	23,0%	20,5%	18,5%
ROCE	6,3%	7,4%	9,0%	9,0%	11,6%	14,8%
ROCE hors GW	9,0%	10,0%	12,0%	11,7%	15,3%	19,5%
ROE	8,2%	11,2%	38,7%	10,1%	12,3%	13,5%
Payout	20,0%	0,0%	2,2%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	1,3%	0,0%	1,3%	1,9%	2,4%	3,0%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Gearing (%)	81,3%	67,9%	72,9%	68,1%	47,8%	29,4%
Dettes nettes/EBE	3,1	1,8	2,3	2,1	1,4	0,8
EBE/charges financières	5,6	7,6	8,8	10,3	12,3	14,5
Valorisation	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
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	19,8	30,0	50,9	56,0	56,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	88,8	52,8	80,0	135,8	149,3	149,3
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	55,3	51,6	85,8	88,4	69,2	48,0
(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)	144,0	104,4	165,8	224,2	218,5	197,3
PER	16,0	6,2	1,8	10,4	8,4	6,8
VE/EBE	8,0	3,7	4,4	5,4	4,5	3,4
VE/ROC	12,5	6,9	7,4	10,3	7,9	5,7
VE/CA	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5
P/B	1,3	0,7	0,7	1,0	1,0	0,9
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Bnpa	2,09	3,21	17,08	4,91	6,66	8,27
Book value/action	25,5	28,5	44,1	48,7	54,3	61,3
Dividende /action	0,42	0,00	0,38	0,98	1,33	1,65

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