

## Achat

**Objectif de cours** 40,00€ (vs 48,00€)  
Cours au 09/09/2024 27,70 €  
**Potentiel** 44,4%

## Données valeur

DELFP.A / DELF FP  
Euronext Growth  
Capitalisation (M€) 72,4  
Nb de titres (en millions) 2,6  
Volume moyen 12 mois (titres) 1 018,9  
Extrêmes 12 mois 26,1 € 59,0 €

## Performances boursières

**Performances (%)** Ytd 1m 3m 12m  
Perf. Absolue -43,4% 4,9% -30,9% -47,2%  
Perf CAC Small -4,6% 1,8% -14,1% -6,7%

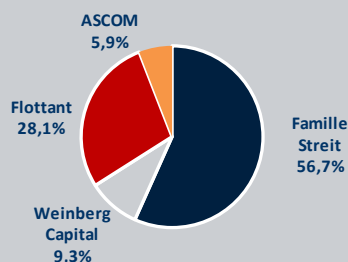
## Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	456,7	434,1	441,9	430,8
var %	9,5%	-4,9%	1,8%	-2,5%
EBE	49,0	45,1	52,7	54,1
% CA	10,7%	10,4%	11,9%	12,5%
ROC	28,1	23,4	30,7	32,5
% CA	6,2%	5,4%	6,9%	7,5%
RN	6,9	-0,7	12,5	13,7
% CA	1,5%	-0,2%	2,8%	3,2%
Bnpa (€)	2,6	-0,3	4,8	5,3
ROCE (%)	9,6%	8,3%	10,9%	12,1%
ROE (%)	4,7%	-0,5%	8,2%	8,3%
Gearing (%) (ex IFRS)	80,6%	82,0%	69,5%	54,2%
Dette nette (ex IFRS)	118,8	117,9	107,4	89,9
Dividende n (€)	1,2	0,8	1,0	1,1
Yield (%)	2,3%	2,7%	3,5%	3,8%

## Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	5,1	4,2	3,4	3,0
VE/ROC (x)	8,9	8,1	5,8	4,9
P/E (x)	19,3	ns	5,8	5,3

## Actionariat



Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



## Nouvelle feuille de route après des résultats semestriels difficiles

## Publication des résultats semestriels 2024

Après avoir publié un chiffre d'affaires semestriel en recul de -3,9% à 224,7 M€ (-5,6% en organique), Delfingen communique des résultats semestriels dans l'ensemble en dessous de nos attentes. Si la marge opérationnelle se maintient à des niveaux corrects (-160 bps à 5,2%), le P&L du groupe est fortement impacté par une provision de 9 M€ liée à la restructuration des activités FTT (RNpg de -5,6 M€ sur le S1). Dans un contexte complexe pour les sociétés cycliques, à l'image des équipementiers, Delfingen annonce le lancement d'une nouvelle feuille de route, Impulse 2026, qui devrait lui permettre d'entrer durablement dans une nouvelle phase de croissance rentable.

## La progression de la marge brute n'a pas compensé le deleverage

Sur le semestre, le groupe a bénéficié d'une solide hausse de son taux de marge brute (50,9% du CA soit +150 bps vs S1 2023) à la faveur d'un impact positif de l'évolution des achats en matières premières. Cet effet n'a pas pour autant compensé 1/ la décroissance du CA ni 2/ la progression ininterrompue des OPEX, notamment de personnel (+170 bps YoY). Le ROC du groupe ressort ainsi à 11,7 M€ sur le semestre, soit un recul de près de -27% par rapport au S1 2023.

## Résultat net en territoire négatif suite à un one-off

Dans le cadre du lancement de son plan Impulse 2026 (voir plus loin), Delfingen a comptabilisé par anticipation une provision de 9 M€ liée à la restructuration des activités FTT (tubes pour les transferts de fluides). Après charge d'intérêt et impôts, le RNpg du groupe s'établit à -5,6 M€, contre 7,0 M€ au S1 2023.

## FCF positif et endettement globalement stable

Delfingen a généré 4,5 M€ de FCF sur le semestre (c20% de l'EBITDA), notamment grâce à la baisse du BFR (-1,5 M€), drivée par la réduction des stocks. L'impact cash de la provision est estimé à environ 4,5 M€. L'endettement net du groupe, qui est l'un des points d'attention du dossier, ressort ainsi à 145,8 M€, contre 147,4 M€ au 31/12/2023. En excluant IFRS 16, le gearing de Delfingen s'établit à 84,8% (vs 80,5% à la clôture de 2023) suite à l'impact de la provision sur les capitaux propres, et le leverage à 3,1x.

## Impulse 2026, nouvelle page dans l'histoire du groupe et l'equity story du titre

Dans un contexte peu porteur sous beaucoup d'aspects, Delfingen a dessiné les contours d'une nouvelle feuille de route, baptisée Impulse 2026 et articulée autour des trois axes suivants:

- L'optimisation. Sur son activité de prédilection, les systèmes de protection, le groupe entend affirmer son leadership et renforcer sa proposition de valeur à travers la mise en place d'actions ciblées (concentration des activités européennes en Roumanie, lancement de la branche textile en Chine, travail autour de l'efficacité opérationnelle et de la productivité des CAPEX).

- La rationalisation. Comme indiqué, le groupe va procéder à la restructuration drastique de son activité de transferts de fluides. Cette dernière est un foyer de pertes structurelles pour Delfingen et dilue mécaniquement les marges du groupe. Initiée sur le S2 2024, la restructuration verra notamment 1/ l'arrêt de 25 M€ de contrats en année pleine, contrats dits non contributifs, 2/ une amélioration de 3 M€ de la marge opérationnelle de l'activité en année pleine et 3/ une génération de cash optimisée (baisse du BFR et réduction des CAPEX).



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

- L'accélération. Sur l'industriel, métier identifié comme véritable catalyseur de croissance et de rentabilité, le groupe souhaite aller plus vite encore et capter une part grandissante des marchés affichant de belles promesses (robotique, renouvelables, etc.) à travers la richesse de ses marques, notamment celles acquises ces dernières années.

### De nouveaux objectifs chiffrés

Ce plan à horizon 2026 s'accompagne d'une guidance chiffrée:

- Un CA consolidé d'environ 430 M€ post cut des 25 M€ de contrats déficitaires sur les FTT
- Une marge opérationnelle d'au moins 7,5% (+130 bps vs 2023), portée par 1/ l'extinction du foyer de pertes sur les FTT, 2/ des gains de productivité et d'efficacité et 3/ un plan d'économies d'environ 5M€ sur les fonctions centrales
- Un leverage inférieur à 2,25x suite à l'amélioration de la génération de cash (marge opérationnelle, réduction des CAPEX, optimisation du BFR).

Après un travail de modélisation et d'échange avec la direction de Delfingen, nous estimons que la réalisation du plan est tout à fait crédible et que sa mise en place est nécessaire, dans un contexte qui se durcit grandement et dans une industrie dont la cyclicité est difficilement pilotable.

En matière de top line, nous avons ajusté nos prévisions et attendons désormais un CA 2024e de 434,1 M€ (-4,9%). Nous avons modélisé une petite partie de l'arrêt des contrats non contributifs (environ 5 M€) sur 2025 et le reste en 2026, tout en supposant une croissance organique modérée hors TFF. Nous tablons sur un CA 2025e de 441,9 M€ et de 430,8 M€ en 2026e. Concernant les marges, le potentiel et les éléments d'amélioration sont clairs. Nous nous alignons avec l'attente du management et tablons sur un ROC 2026e de 32,5 M€ (MOC de 7,5%). Sur la génération de FCF, bien que cette dernière ait été relativement erratique au cours des derniers exercices, elle devrait se stabiliser à un taux de conversion de l'EBITDA supérieur à 30%, à la faveur d'une baisse sensible des CAPEX en absolu, ainsi que d'une optimisation du BFR tout au long du plan. Nous calculons un FCF 2025e de 19,4 M, de 22,4 M€ en 2026e et un leverage (inc IFRS 16) d'environ 2,1x en 2026. Le groupe semble par ailleurs en capacité de poursuivre sa politique de distribution de dividendes.

Nous résumons l'évolution de nos estimations dans le tableau ci-dessous. En moyenne, nos BPA sont revus à la hausse de près de +30% sur les exercices 2025 et 2026. Nous avons modélisé, par prudence, des one-offs additionnels de l'ordre de 3,0M€/an étant donné la taille de la restructuration attendue.

### Estimations Euroland, 2024e-2026e

M€	2024e			2025e			2026e		
	Avant	Après	Var (%)	Avant	Après	Var (%)	Avant	Après	Var (%)
CA	456,7	434,1	-4,9%	485,5	441,9	-9,0%	509,8	430,8	-15,5%
Croissance (%)	9,5%	795,1%		6,3%	1,8%		5,0%	-2,5%	
EBITDA	41,0	45,1	10,0%	47,4	52,7	11,2%	49,9	54,1	8,4%
Marge (%)	9,0%	10,4%		9,8%	11,9%		9,8%	12,6%	
ROC	20,2	23,4	15,8%	24,9	30,7	23,3%	26,3	32,5	23,6%
Marge (%)	4,4%	5,4%		5,1%	6,9%		5,2%	7,5%	
RNpg	6,8	-0,7	-110,3%	9,8	12,5	27,6%	10,7	13,7	28,0%
Marge (%)	1,5%	-0,2%		2,0%	2,8%		2,1%	3,2%	
BPA	2,60	-0,30	ns	3,80	4,80	26,3%	4,10	5,30	29,3%
Croissance (%)	0,0%	ns		46,2%	ns		7,9%	10,4%	
FCF	10,2	6,3	-38,2%	6,7	19,4	189,6%	6,9	22,4	224,6%

### Recommandation

Suite à cette publication, nous confirmons notre recommandation à Achat. Nous pensons que le plan arrive à point nommé et devrait redonner un nouvel élan à l'equity story du groupe. Nous ajustons dans un premier temps notre OC à 40€ (vs 48€) après actualisation à la baisse des comparables. La valorisation du titre à notre target est de 8,0x EV/EBIT 2025e – elle implique un re-rating par rapport aux niveaux actuels, mais un simple retour à la moyenne 5 ans alors que les fondamentaux de rentabilité et de cash du groupe devraient potentiellement s'améliorer.



Pierre LAURENT  
Analyste  
01 44 70 20 78  
plaurant@elcorp.com



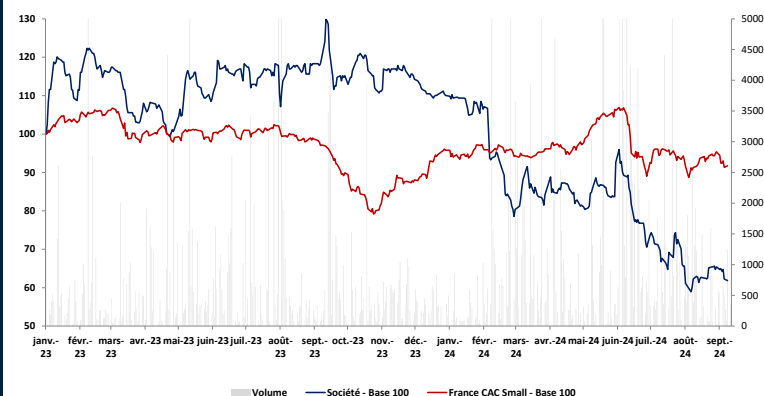
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

Créé en 1954, Delfingen est un équipementier automobile mondial, devenu leader dans les solutions de protection des réseaux électriques et fluides embarqués. Le groupe s'adresse à deux principaux marchés : le marché automobile et au marché industriel.

Sur le marché automobile, Delfingen propose des systèmes de protection des faisceaux électriques, des tubes et durites. Sur le marché industriel, Delfingen propose aussi des systèmes de protection. En 2020, Delfingen a acquis les activités de Schlemmer, un de ses principaux concurrents, sur le territoire Europe/Afrique afin de renforcer ses parts de marché en Europe et sa proximité avec les constructeurs allemands (notamment pour véhicules lourds), mais aussi de mutualiser les efforts de R&D dans les motorisations hybrides/électriques. En 2023, le groupe a réalisé 457 M€ de CA pour une marge opérationnelle de 6,2%.

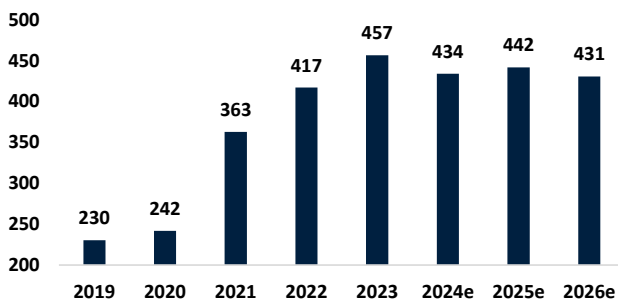
## Evolution du cours (base 100)



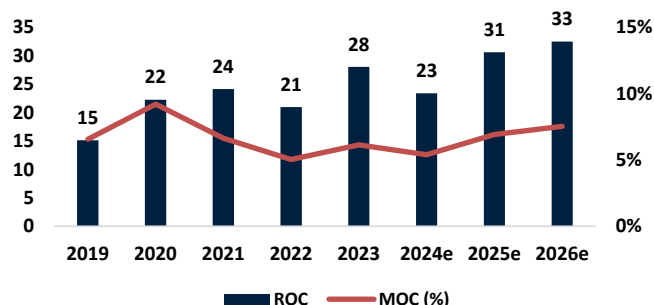
## Argumentaire d'investissement

- **Une position de leader incontesté.** Présent dans plus de 40 pays, et avec près de 450 M€ de CA, Delfingen est le leader mondial du marché des systèmes de production et transfert de fluides. Dans le contexte actuel, où la production automobile tourne au ralenti et le prix des matières premières explose, la position de leader de Delfingen lui confère un avantage concurrentiel considérable : celui d'avoir un pricing power très fort, et par conséquent de pouvoir relativement protéger ses marges par rapport à ses concurrents.
- **Un nouveau débouché.** Dans une volonté de diversification, Delfingen adresse de plus en plus un nouveau marché, celui de l'industriel, qui présente des taux de croissance organiques à deux chiffres et une rentabilité substantiellement supérieure à celle de l'automobile. L'opportunité est réelle pour le groupe et pourrait à terme, représenter près de 30% de son CA.
- **Une vraie culture d'entreprise.** Delfingen, c'est aussi plus de 60 ans d'une histoire familiale singulière, à l'actionnariat stable, aux racines très ancrées, avec une culture d'entreprise forte. Nous apprécions cette stabilité, ce savoir-faire et cette expertise unique.
- **Un nouveau souffle avec Impulse 2026.** Dans un contexte de marché dégradé sous beaucoup d'aspects, le groupe a annoncé en septembre 2024 le lancement d'un grand plan, qui destine le groupe à retrouver le chemin d'une croissance qualitative, à dégager la meilleure rentabilité du secteur et à le rendre plus imperméable aux différents cycles économiques.

## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Evolution du ROC (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
AKWEL SA	269,5	0,2x	0,2x	0,2x	2,2x	2,1x	2,0x	3,7x	3,6x	3,4x	7,6x	7,6x	6,8x
Faurecia Societe europeenne	1 756,9	0,3x	0,3x	0,3x	2,5x	2,2x	2,1x	5,3x	4,5x	4,0x	4,7x	2,9x	2,1x
Plastic Omnium SE	1 243,5	0,3x	0,2x	0,2x	2,9x	2,7x	2,5x	6,5x	5,6x	5,1x	6,7x	5,4x	4,4x
Plastiques du Val de Loire SA	33,3	0,3x	0,3x	0,3x	4,0x	3,4x	3,2x	20,6x	10,5x	8,8x	ns	5,5x	4,1x
Valeo SE	2 236,0	0,3x	0,3x	0,2x	2,2x	1,9x	1,7x	6,8x	5,0x	4,1x	7,8x	4,4x	2,9x
<b>Moyenne</b>	<b>1 107,8</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,2x</b>	<b>0,2x</b>	<b>2,8x</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,3x</b>	<b>8,6x</b>	<b>5,9x</b>	<b>5,1x</b>	<b>6,7x</b>	<b>5,2x</b>	<b>4,1x</b>
<b>Médiane</b>	<b>1 243,5</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,2x</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,2x</b>	<b>2,1x</b>	<b>6,5x</b>	<b>5,0x</b>	<b>4,1x</b>	<b>7,2x</b>	<b>5,4x</b>	<b>4,1x</b>

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	214,0	230,5	241,9	363,0	417,1	456,7	434,1	441,9	430,8
Excédent brut d'exploitation	17,9	28,4	37,6	44,9	40,0	49,0	45,1	52,7	54,1
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>11,5</b>	<b>15,2</b>	<b>22,3</b>	<b>24,1</b>	<b>21,0</b>	<b>28,1</b>	<b>23,4</b>	<b>30,7</b>	<b>32,5</b>
Résultat opérationnel	11,4	15,4	53,8	24,2	17,7	23,8	14,4	27,7	29,5
Résultat financier	-3,2	-3,8	-4,3	-2,9	-3,6	-9,6	-8,1	-8,1	-8,1
Impôts	-2,5	-3,1	-4,0	-5,0	-5,9	-7,2	-7,0	-6,9	-7,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>5,8</b>	<b>8,5</b>	<b>45,3</b>	<b>16,1</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</b>
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	90,6	113,8	165,7	177,3	182,3	215,8	214,1	214,1	209,8
<i>dont goodwill</i>	<i>37,5</i>	<i>38,0</i>	<i>56,9</i>	<i>60,0</i>	<i>60,7</i>	<i>83,0</i>	<i>83,0</i>	<i>83,0</i>	<i>83,0</i>
BFR	40,2	40,3	65,5	75,2	100,1	86,5	81,2	79,0	74,9
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>9,0</b>	<b>13,0</b>	<b>25,4</b>	<b>26,5</b>	<b>14,9</b>	<b>21,0</b>	<b>24,3</b>	<b>37,2</b>	<b>57,1</b>
Capitaux propres	68,0	76,1	117,7	138,8	145,7	147,4	143,7	154,5	165,9
Emprunts et dettes financières	64,2	82,4	129,1	130,3	143,1	168,2	168,2	168,2	168,2
<b>Total Bilan</b>	<b>174,2</b>	<b>204,3</b>	<b>329,8</b>	<b>329,5</b>	<b>352,8</b>	<b>386,4</b>	<b>379,2</b>	<b>390,7</b>	<b>400,2</b>
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	17,2	26,8	33,9	44,0	40,3	45,5	21,0	34,8	35,5
Variation de BFR	-4,2	-0,8	-16,0	-13,3	-27,5	15,4	5,2	2,2	4,2
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>12,9</b>	<b>26,1</b>	<b>17,9</b>	<b>30,7</b>	<b>12,8</b>	<b>60,8</b>	<b>26,3</b>	<b>37,0</b>	<b>39,6</b>
CAPEX nets	-8,7	-10,6	-10,9	-14,4	-18,3	-19,8	-20,0	-17,7	-17,2
<b>FCF</b>	<b>4,3</b>	<b>15,5</b>	<b>7,0</b>	<b>16,3</b>	<b>-5,5</b>	<b>41,1</b>	<b>6,3</b>	<b>19,4</b>	<b>22,4</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,5	-4,2	27,6	-4,2	-2,1	20,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	-1,0	-3,0	-1,7	-3,0	-2,0	-2,5
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-3,4</b>	<b>-7,2</b>	<b>27,8</b>	<b>-9,0</b>	<b>-8,9</b>	<b>10,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-2,5</b>
Variation de trésorerie	-1,5	6,5	7,5	4,2	-20,9	16,4	3,3	12,9	19,9
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	4,9%	7,7%	5,0%	50,1%	14,9%	9,5%	-4,9%	1,8%	-2,5%
Marge EBE	8,4%	12,3%	15,6%	12,4%	9,6%	10,7%	10,4%	11,9%	12,5%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,6%</b>	<b>9,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,5%</b>
Marge opérationnelle	5,3%	6,7%	22,2%	6,7%	4,2%	5,2%	3,3%	6,3%	6,9%
Marge nette	2,7%	3,7%	18,7%	4,4%	1,9%	1,5%	-0,2%	2,8%	3,2%
CAPEX (% CA)	4,1%	4,6%	4,5%	4,0%	4,4%	4,3%	4,6%	4,0%	4,0%
BFR (% CA)	18,8%	17,5%	27,1%	20,7%	24,0%	18,9%	18,7%	17,9%	17,4%
ROCE	5,9%	6,6%	6,4%	6,4%	5,6%	7,0%	5,9%	7,8%	8,6%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,1%</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,3%</b>	<b>10,9%</b>	<b>12,1%</b>
ROE	8,5%	11,2%	38,6%	11,7%	5,6%	4,7%	-0,5%	8,2%	8,3%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,7%	43,5%	N/A	20,0%	20,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	2,3%	2,7%	3,5%	3,8%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>81,2%</b>	<b>91,3%</b>	<b>88,1%</b>	<b>74,8%</b>	<b>87,9%</b>	<b>99,8%</b>	<b>100,1%</b>	<b>84,8%</b>	<b>67,0%</b>
Dettes nettes/EBE	3,1	2,4	2,8	2,3	3,2	3,0	3,2	2,5	2,1
EBE/charges financières	6,2	9,6	12,1	12,1	11,4	6,1	5,6	6,5	6,7
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	2,4	2,4	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,4	2,4	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	33,3	20,2	17,2	50,7	47,6	51,0	27,7	27,7	27,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	81,4	49,2	45,8	135,0	124,5	133,5	72,4	72,4	72,4
(2) Dette nette ex IFRS (+)/ trésorerie nette (-)	55,2	51,6	77,1	71,5	97,1	118,8	117,9	107,4	89,9
(3) Valeur des minoritaires	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8	1,0	1,2
(4) Valeur des actifs financiers	-2,3	-2,4	-2,2	-2,3	-2,0	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)-(3)-(4)	134,6	98,7	121,0	204,8	220,3	250,5	188,6	178,3	161,0
<b>VE/CA</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>
VE/EBE	7,5x	3,5x	3,2x	4,6x	5,5x	5,1x	4,2x	3,4x	3,0x
<b>VE/ROC</b>	<b>11,7x</b>	<b>6,5x</b>	<b>5,4x</b>	<b>8,5x</b>	<b>10,5x</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,1x</b>	<b>5,8x</b>	<b>4,9x</b>
P/E	14,1x	5,8x	1,0x	8,4x	15,4x	19,3x	ns	5,8x	5,3x
P/B	1,2x	0,6x	0,4x	1,0x	0,9x	0,9x	0,5x	0,5x	0,4x
P/CF	6,3x	1,9x	2,6x	4,4x	9,7x	2,2x	2,8x	2,0x	1,8x
<b>FCF yield (%)</b>	<b>3,2%</b>	<b>15,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>16,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>10,9%</b>	<b>13,9%</b>
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	2,4	3,5	17,0	6,1	3,1	2,6	-0,3	4,8	5,3
<b>Book value/action</b>	<b>27,8</b>	<b>31,1</b>	<b>44,1</b>	<b>52,1</b>	<b>55,7</b>	<b>56,4</b>	<b>55,0</b>	<b>59,1</b>	<b>63,4</b>
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,2	0,8	1,0	1,1

**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 0% 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 depuis 12 mois:**

**Achat**: Du 07/09/2020 au 07/09/2021 et depuis le 28/03/2022

**Accumuler**: (-)

**Neutre**: Du 07/09/2021 au 28/03/2022

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**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	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Delfingen (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

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, 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, 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.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, 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, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."