

Automobiles et équipementiers, pièces détachées d'automobiles – France

Acheter

Cours Objectif **13,80 €**

Cours au 29/11/2010 **10,30 €**

ISIN / Mnémonique FR0000054132 / DELF
NYSE Euronext Paris Compartiment C

Plus haut (1 an) 11,00 €
Plus bas (1 an) 6,70 €
Capitalisation boursière 20,40 M€
Nombre de titres 1 980 524
Volume quotidien Moyen (1 an) 255

En M€	2008	2009	2010e
CA	92,01	77,3	100
Croissance	+0,9%	-15,9%	+29,4%
Roc	-0,2	2,6	5,5
en %	-0,2%	3,4%	5,5%
RN pdg	-4,2	-0,6	4,2
BNPA (€)	ns	ns	2,1
PER	ns	ns	4,9x
Marge nette	-4,5%	-0,8%	4,2%
VE/Roc	ns	17,3	8,2
VE/CA	0,49	0,58	0,40

Bilan - en M€ **30/06/2010**

Ressources stables 54,7
dont capitaux propres 31,9
Emplois durables 40,2
Fonds de Roulement 10,5
Jours de CA 33
Besoins 37,0
Dont clients 23,2
Ressources 18,4
Dont fournisseurs 12,3
BFR 18,6
Jours de CA 61
Disponibilités 6,9

Actionnaires Principaux

DELFINGEN GROUP 66,75%
FMEA 11,88%
Famille STREIT 4,13%
FCP Stock Picking France 4,33%
Auto-détention 1,48%
Public 11,43%

Code ISIN : FR0000054132

Mnémonique DELF
Reuters / Bloomberg
EDI.PA / EDI.FP

- **DELFINGEN INDUSTRY est le spécialiste de la protection des câblages électriques et des solutions de transfert de fluides. Sur le marché de l'automobile (91% de son CA en 2009), le Groupe est un des leaders mondiaux. DELFINGEN diversifie son activité en se positionnant sur les marchés « Bâtiments & habitat », pour le transport de fluides essentiellement d'origine sanitaire ou pour le chauffage, et de la « Distribution électrique » (transformateurs, moteurs). Sur ces marchés « secondaires », l'entreprise réalise 9% de son CA en 2009. Fortement internationalisé, le Groupe s'implante au plus près de ses clients pour adapter au mieux ses services aux besoins locaux.**

- **Le Groupe détient une position favorable** liée à sa position de leader sur ses marchés et à ses compétences qui associent notoriété de la marque, qualité du service aux clients, diversité du portefeuille de références, élargissement de sa couverture géographique et maîtrise des coûts.

- **Le contexte économique et financier mondial particulièrement défavorable a ainsi entraîné une forte baisse de l'activité de DELFINGEN** mais celui-ci a mieux résisté que le marché grâce au plan d'économie mis en place dès fin 2008 et réalisé en 2009, aux synergies liées à l'intégration très rapide de M&Q en 2008 et aux actions de baisse de la masse salariale. D'autre part, le FMEA est entré dans le capital de DELFINGEN en novembre 2009 à hauteur de 3 M€, renforçant les fonds propres du Groupe.

- Le contexte économique et financier mondial s'éclaircit peu à peu durant le premier semestre 2010 et la production automobile poursuit son redressement (+31% par rapport au premier semestre 2009) avec un niveau d'activité qui reste soutenu au deuxième trimestre 2010. Par rapport au premier semestre 2009, la production automobile est en hausse de 67% en Amérique du Nord et de 11% en Europe.

- **Tirant profit de cet environnement favorable, le Groupe DELFINGEN surperforme nettement le marché et enregistre au S1 2010 une hausse de son chiffre d'affaires de 61% par rapport au premier semestre de l'exercice précédent.**

- **DELFINGEN compte poursuivre ses investissements sur les marchés en forte croissance** avec le site du Brésil et le site de Wuhan (Chine) qui a démarré sa production au mois de septembre 2010. L'objectif du Groupe sur les 10 prochaines années est d'être un acteur incontournable sur le marché asiatique afin de pouvoir approvisionner ce marché qui représente plus de véhicules que les Etats-Unis. En effet, la production chinoise devrait atteindre 14 millions de véhicules pour l'année 2010 contre 11,5 millions en Amérique du Nord. Le potentiel de croissance est d'autant plus énorme que le pays connaît aujourd'hui une moyenne de 30 voitures pour 1 000 habitants contre 600 en Europe.

- Le Groupe joue une nouvelle carte en se concentrant sur l'innovation et sur une meilleure valeur ajoutée des produits : la gamme de produits textiles s'est fortement développée. Par ailleurs DELFINGEN compte pénétrer le marché des transferts de fluides qui est un marché à plus fort contenu technologique et à plus grande valeur ajoutée. Enfin, DELFINGEN se place également sur le développement écoresponsable avec les voitures hybrides et électriques.

- **Nous recommandons d'acheter ce titre.** En effet, notre évaluation, reposant sur une hypothèse basse, fait ressortir un **cours objectif de 13,80 €** (moyenne entre la méthode des comparables et la méthode des DCF) bien supérieur au cours actuel. Aux vues de l'activité dynamique du Groupe, du management expérimenté et des bonnes perspectives de cette entreprise, le rapport « risque/potential » s'avère intéressant sur l'action DELFINGEN.

Sommaire

Résumé-conclusion	1
1. Historique du Groupe DELFINGEN INDUSTRY.....	3
2. Présentation du Groupe	5
2.1. Organigramme juridique.....	5
2.2. Activité du Groupe	6
2.3. Marché, secteur, analyse sectorielle	8
2.4. Gestion des risques.....	11
3. Résultats et perspectives	13
3.1. Synthèse de l'exercice 2009	13
3.2. Stratégie et perspectives pour l'exercice en cours	14
4. Evaluation.....	16
4.1. Méthode des comparables	16
4.2. Valorisation par les Discounted Cash Flow.....	17
4.3. Recommandation	18
5. Annexes	20
5.1. Bilan et compte de résultat consolidés.....	20
5.2. Tableau des flux de trésorerie.....	23
5.3. Tableau de variation des capitaux propres.....	24
5.4. Vie du titre.....	24
5.4.1. Répartition du capital au 31/12/2009.....	24
5.4.2. Cours de l'action DELFINGEN INDUSTRY.....	25



1. Historique du Groupe DELFINGEN INDUSTRY

Créé en 1954, le Groupe DELFINGEN INDUSTRY a déjà 56 ans d'existence. Il s'agit au départ d'une entreprise familiale, créée par M. Emile STREIT et dirigée par la famille STREIT. Le Groupe se donne dès la fin des années 80 l'objectif de devenir international sous l'impulsion de son PDG actuel M. Bernard STREIT.

C'est en 1986 que le Groupe sort des frontières nationales. La compagnie établit un premier « plan à 10 ans » pour devenir européen, par croissance organique et externe.

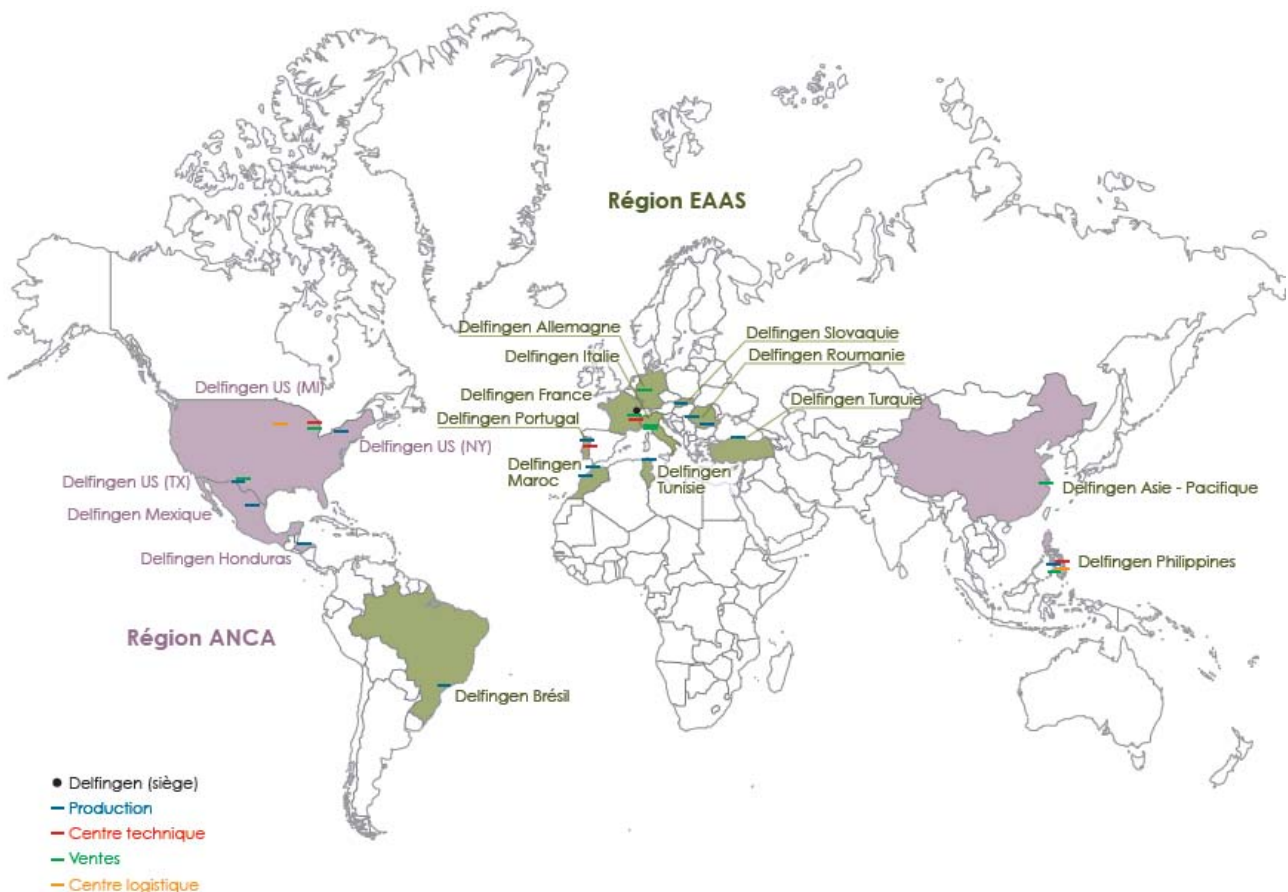
En 1996, le Groupe fait son entrée sur les marchés financiers avec son introduction au Second Marché de la Bourse de Paris.

En 1997, dotée d'un nouveau plan (« plan 600 jours » pour devenir mondial), la compagnie poursuit son internationalisation avec l'acquisition des deux groupes américains TRUESDELL et APTC PLASTICS, puis celles de JENISCO et de la division « gaines tressées » du groupe MARKEL. Au fur et à mesure des acquisitions, le Groupe élargit sa gamme de produits.

Le Groupe s'implante en 2000 sur le continent asiatique avec la création d'un site de production aux Philippines. Le Groupe complètera cette installation par un centre logistique et une antenne commerciale respectivement en 2006 et 2007.

En 2003, la société ouvre un site de production en Slovaquie et deux centres logistiques au Portugal (Porto) et au Maroc (Tanger). En 2004, DELFINGEN ouvre un site de production au Honduras, puis en Roumanie en 2005, au Mexique en 2006 et au Brésil en 2007. Le Groupe renforce un peu plus sa présence internationale avec l'acquisition en 2006 du Groupe portugais SULEVE (présent au Portugal, au Maroc et en Roumanie) et celle en 2008 de la division « protection des faisceaux électriques » de l'américain M&Q PLASTICS PRODUCTS, jusqu'à présent son principal concurrent aux USA.





Pour fédérer un peu plus un Groupe transfrontières, DELFINGEN Foundation a été créé en 2007.

L'Asie est aujourd'hui devenue un territoire stratégique pour la société. Il s'agit là d'un territoire prometteur pour l'expansion de l'activité et de la rentabilité de DELFINGEN.

En parallèle à sa stratégie d'internationalisation, la société construit également son avenir sur l'innovation, en commercialisant par exemple une nouvelle gaine refermable Gafmil® en 2008. En 2007, déjà, DELFINGEN avait développé une gamme de produits de protection à base textile. Ces produits, à plus forte valeur ajoutée, ont pour but de garantir l'intégrité totale des fils électriques, tout en permettant une mise en œuvre plus simple et plus économique par les clients.

En 2009, pour poursuivre dans sa dynamique de croissance externe en Asie, le holding asiatique de Singapour a été créé et le site de Wuhan (Chine) a été lancé. Par ailleurs, le site de production du Brésil a pris de l'expansion et le FMEA (Fonds de Modernisation des Equipementiers Automobiles) est entré au capital de DELFINGEN INDUSTRY à hauteur de 3 M€, confirmant la place d'acteur stratégique de la société dans la filière automobile.

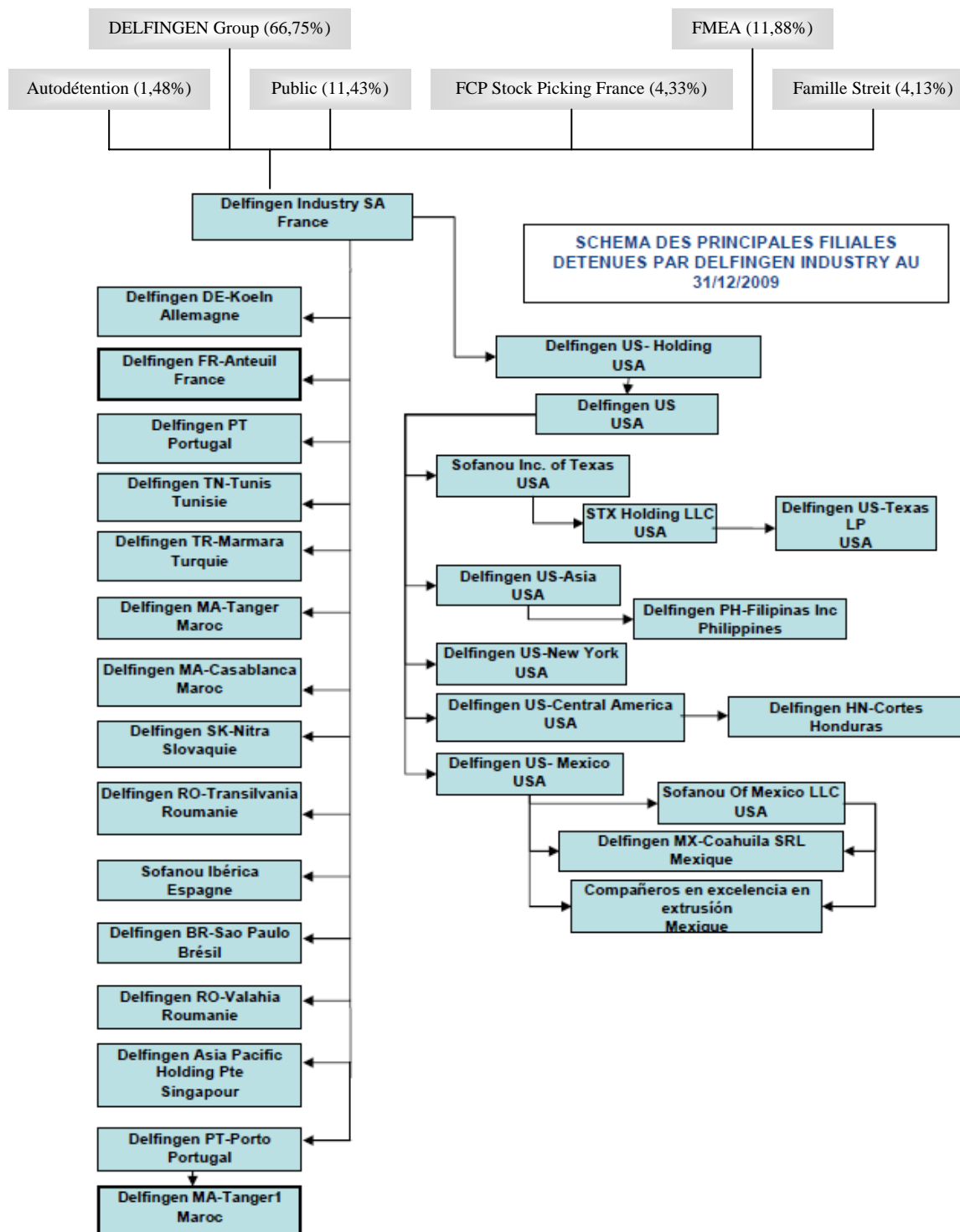
Ce positionnement à l'international, constamment renforcé par de nouvelles créations de sites de production ou de centres logistiques toujours situés au plus près de leurs clients, est un point très important du business model du Groupe.

Aujourd'hui, DELFINGEN INDUSTRY c'est :

- 20 sites répartis dans 14 pays sur 5 continents
- Plus de 1 000 collaborateurs
- Des dizaines de milliers de tonnes de matières (essentiellement plastiques) traitées chaque année

2. Présentation du Groupe

2.1. Organigramme juridique



2.2. Activité du Groupe

DELFINGEN INDUSTRY est un des leaders mondiaux de la protection du câblage électrique et des solutions de transfert de fluides.

L'entreprise a développé un véritable savoir faire et maîtrise les techniques de l'extrusion (soufflage, moulage...) pour la fabrication de gaines, de l'injection pour la réalisation de pièces techniques, du tressage pour le travail des matières textiles, de l'enduction, de l'assemblage (manuel ou automatique)... Ces process sont sans cesse améliorés pour rester compétitifs et permettre le développement de produits à plus forte valeur ajoutée. Fort de ces savoir faire, le Groupe intervient surtout sur deux marchés : le marché automobile et les marchés spéciaux (bâtiment, habitat, équipements électriques).

• Sur le marché de l'automobile, DELFINGEN INDUSTRY a créé une gamme complète de produits, principalement constitués de matières plastiques, visant à protéger, fixer et assurer le cheminement du faisceau électrique automobile. Ce faisceau, véritable système nerveux du véhicule, chargé d'amener la puissance électrique et d'envoyer des informations aux différents organes (ABS, direction assistée, GPS, détecteur de pluie...), est soumis à de multiples contraintes et agressions extérieures (chaleur, vibrations, humidité, écrasement, etc...).

L'une des dernières innovations du Groupe est la gamme textile composée en trois familles (de gauche à droite) :

- La famille Nu-Guard : Gaines en monofilament et multifilament à base de résines plastiques qui ont une tenue à des températures de l'ordre de 150 à 200 °C.
- La famille Nu-Flex : Gaines tressées expansibles en fibre de verre permettant l'isolation et la protection à très haute température (600°C).
- La famille Nu-Sleeve : Gaines fabriquées à partir de gaines tressées en fibre de verre et enduite de résine permettant d'apporter des propriétés diélectriques supérieures mais réduisant la tenue en température.



Pour s'adapter à l'évolution du marché et à la tendance vers l'électrification des véhicules, DELFINGEN a développé une nouvelle gamme de produits dédiés à des voltages supérieurs au traditionnel 12 V : c'est une gamme de gaines lisses de faible poids qui assurent une protection mécanique équivalente aux produits génériques.

Sur le marché automobile, les prestations de l'entreprise s'étendent de la commercialisation à l'assemblage des gaines. En association avec ses produits traditionnels, le Groupe a acquis, de par un travail de proximité avec ses clients et au travers de l'acquisition du groupe SULEVE, une expertise en termes de services de livraison en flux tendus sans limite géographique et de prise en compte des besoins locaux spécifiques.

Ces arguments ont convaincu une clientèle représentative de l'ensemble des acteurs du marché : des grands câbleurs mondiaux (AFL, CABLELETTRA, COFAT, DELPHI, LEAR, LEONI (VALEO), SUMITOMO, YAZAKI,...) aux constructeurs automobiles (FORD, PSA, RENAULT/NISSAN, VOLVO TRUCKS), en passant par les équipementiers (STONERIDGE, TRW, VISTEON, DAYCO, HUTCHINSON,...).

Ce marché « Automobiles » représente 91% du CA réalisé en 2009 par DELFINGEN, soit 70,4 M€ et la proportion est sensiblement la même pour le premier semestre 2010.

Aujourd'hui, DELFINGEN est leader mondial dans la conception et la production de protections des faisceaux électriques et électroniques des véhicules.

Fort de ce savoir faire acquis dans la transformation des matières plastiques, DELFINGEN s'est également tourné vers le transfert des fluides dans l'automobile (carburant, eau, liquide lave-glace...)

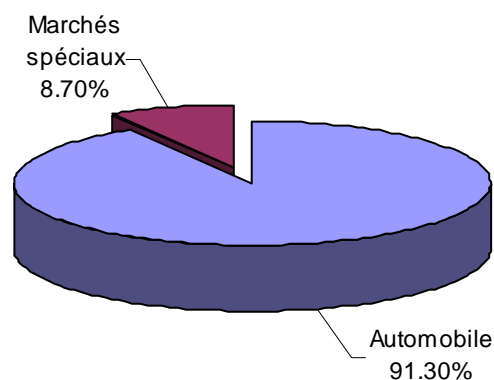
• L'entreprise a, en parallèle, développé une activité sur les marchés dits spéciaux, c'est-à-dire sur les marchés :

- « Bâtiments & Habitat » pour le transport de fluides :
 - o chauffage et sanitaire (tubes lisses ou annelés) notamment pour l'eau chaude ou froide, les planchers chauffants...)
 - o électroménager (cannes de vidange, joints, tuyaux...)
 - o applications spécifiques (protection des vitrages et aux produits fragiles en plaques)
 - o protection et isolation électriques (gainés d'isolation en fibre de verre...)
- « Distribution électrique » (transformateurs, moteurs) à destination des professionnels du bâtiment



Cette seconde activité représente 9% du CA réalisé en 2009 par DELFINGEN, soit 7 M€.

Chiffre d'affaires par métier du Groupe DELFINGEN au S1 2010



Dans le cadre de ces deux domaines d'activité, le Groupe poursuit une stratégie de différenciation verticale. La stratégie de DELFINGEN repose aussi sur son approche « globale » (aussi bien globale que locale) de sa relation clients.

Si les dépenses de R&D sont centralisées à l'échelon international, de manière à mutualiser les risques et les coûts et à profiter du savoir faire français en matière technique et technologique, la production et la logistique

sont des activités locales. Ceci permet, outre le fait d'avoir accès à une main d'œuvre moins chère, de mieux répondre aux attentes spécifiques des différents marchés géographiques et d'optimiser la livraison du produit fini.

Ainsi, si le Groupe est historiquement présent sur les grandes zones de production des constructeurs automobiles (Europe de l'Ouest et Etats-Unis), il poursuit son développement dans les régions où grandissent les équipementiers automobiles (câbleurs), au travers de 20 sites de production et logistiques implantés sur 5 continents : Europe (France, Portugal, Roumanie, Slovaquie, Turquie) ; Afrique (Maroc, Tunisie) ; Amérique du Nord (USA (Texas, New-York)) ; Amérique Centrale et du Sud (Mexique, Honduras, Brésil) ; Asie (Philippines et Chine).

Enfin, après la création en 2007 d'une fondation d'entreprise (DELFINGEN Foundation) affirmant les valeurs du Groupe et son positionnement sur le développement durable, l'entreprise a obtenu la norme ISO 14001 qui récompense notamment une meilleure maîtrise des questions environnementales dans son fonctionnement.

Cette norme vise par exemple à la mesure et au suivi de plans d'amélioration :

- des consommations de ressources (eau, énergie...)
- des rejets (dans l'air, dans l'eau...)
- de réduction des déchets
- de limitation des nuisances sonores

Au 30 juin 2010, l'effectif du Groupe était de 1 067 collaborateurs à comparer à 1 055 au 31 décembre 2009 et cela malgré la forte croissance du chiffre d'affaires.

2.3. Marché, secteur, analyse sectorielle

Le marché automobile :

La crise financière de 2007 a entraîné une crise du marché de l'automobile, débutée en Amérique en 2008, qui s'est propagée jusqu'en Europe. Toute la chaîne automobile a été fortement impactée par la réduction de la production et le manque de liquidité sur le marché en 2009, qui est sans doute la pire année depuis la seconde guerre mondiale avec des volumes de productions au plus bas depuis 14 ans. Cette turbulence sur le secteur automobile a radicalement bouleversé le classement des équipementiers mondiaux les plus performants, 2010 confirmant en outre l'émergence d'une tendance « green ».

La dernière décennie, qui a enregistré un mouvement important de concentration tant chez les constructeurs que chez les équipementiers, a conduit à réorganiser les modes de production. Du coup, les équipementiers ont augmenté leur présence sur les marchés extérieurs et s'orientent sur des nouveaux segments de marché (micro voitures à bas prix et véhicules écologiques). Pour répondre aux exigences des constructeurs automobiles en termes de coûts, de délais et qualité, les équipementiers repositionnent leurs filières et s'implantent avec les constructeurs. Ce qui a conduit les cent premiers équipementiers mondiaux à produire dans les pays d'Europe centrale et orientale. L'attrait d'une main d'œuvre moins chère, les exemptions de taxes, et l'appétence des consommateurs résidents se traduisent par la fuite de l'activité industrielle automobile.

L'année 2009 a été marquée par plusieurs événements majeurs dont :

- les faillites emblématiques de General Motors (GM) et Chrysler, ainsi que de 27 équipementiers américains (Lear, Visteon, Cooper-Standard, Mark IV, etc...)
- l'accélération des fusions et consolidations
- les plans de soutien des gouvernements
- l'émergence de solutions alternatives (véhicules hybrides et électriques)
- le passage de témoin entre les Etats-Unis et la Chine qui devient le premier marché automobile mondial

Affectant tous les continents, la production automobile mondiale a chuté en 2009 de 14% par rapport à 2008, impactant différemment les principales régions :

- Amérique du Nord : -32% soit 8,6 millions de véhicules produits
- Europe : -16% soit 15,7 millions de véhicules produits
- Asie : -2% soit 26,6 millions de véhicules produits
- Amérique du Sud : -1% soit 3,7 millions de véhicules produits

Les principaux constructeurs automobiles, comme les plus gros clients des équipementiers, sont frappés de plein fouet. Les équipementiers sont dans l'incapacité de demander à leurs clients des prix plus élevés, alors que le prix des matières premières augmente. L'effet de ciseau entre la pression générale sur les prix et le renchérissement des matières premières n'est pas nouveau puisque les prix de l'acier, par exemple, ont régulièrement augmenté depuis 2003. Mais cet effet va crescendo.

Les mesures adoptées en 2009 en Europe (primes à la casse, bonus écologique) et aux Etats-Unis (Cash for clunkers) ont créé une grande volatilité, un déstockage massif et un déplacement du mix vers des voitures plus petites.

Cette même année, en France, a été créé le Fonds de Modernisation des Equipementiers Automobiles (FMEA). Doté d'un montant de 300 M€, abondé à parité par le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI), ce Fonds investit en fonds propres dans les équipementiers stratégiques et permet de contribuer à la consolidation et au renforcement de la compétitivité de la filière automobile française. Il a ainsi investi 3 M€ en novembre 2009 dans le groupe DELFINGEN INDUSTRY.

L'apport de ce fonds est nécessaire au rétablissement des équipementiers français, car la concurrence est rude et il faut prendre en compte la montée en puissance du marché asiatique, considéré comme le plus grand marché automobile mondial pour les cinq à dix prochaines années. Selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE), le parc automobile chinois devrait être multiplié par 7 pour atteindre 270 millions de véhicules d'ici 2030. L'année 2010 devrait donc confirmer un vrai chamboulement dans la liste des plus grands équipementiers avec, outre l'arrivée massive d'entreprises chinoises et indiennes, près d'une trentaine de nouveaux venus originaires du Brésil ou de Corée du Sud. Ils remettent ainsi en cause la place des fabricants établis au détriment des équipementiers japonais, grands perdants et malmenés entre-autres par l'image négative qu'ont donnée les rappels de véhicules début 2010.



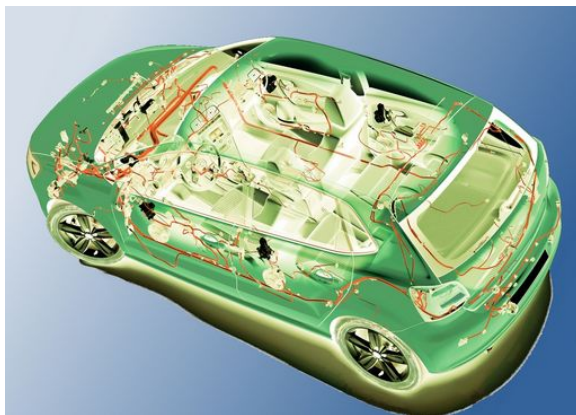
En France cette année, la publication des résultats semestriels permet de dégager plusieurs tendances. Si l'avenir reste bien sombre pour les petits équipementiers, **les grands groupes semblent avoir retrouvé le chemin de la rentabilité**. On peut expliquer cela par la réorganisation en profondeur de ces groupes qui ont profité de la crise pour réduire leurs effectifs et gagner en compétitivité.

Cependant Moody's estime que 2010 sera encore difficile, en partie à cause du déclin des primes à la casse ayant pour but d'aider les ventes de véhicules neufs. En effet, sur le 3^{ème} trimestre 2010, la baisse des ventes de voitures due au déclin des primes à la casse a été estimée à -11%. **Mais la fin du déstockage pourrait limiter la diminution des volumes des équipementiers et devrait réduire l'impact attendu de la baisse du marché. La seconde moitié de l'exercice devrait marquer une période plus difficile après un rebond poursuivi au premier semestre.**

Le marché européen devrait donc rester assez morose, mais les équipementiers tablent sur le dynamisme de pays comme la Chine ou la Russie, ou encore le rebond des Etats-Unis après une année 2009 noire, pour tirer leur croissance. CSM Worldwide prévoit une reprise de la production automobile mondiale d'environ 18% cette année, dont 28% pour l'Amérique du Nord et 55% pour l'Asie.

Enfin, les technologies respectueuses de l'environnement constituent un nouveau relais de croissance pour le secteur. Si les constructeurs commencent maintenant à s'attaquer aux nouvelles règles anti-pollution, les équipementiers disposent déjà de solutions clés en mains qui se négocieront très cher.

Au premier trimestre 2010, la production automobile reste sur les mêmes niveaux qu'au quatrième trimestre 2009. La reprise se poursuit au deuxième trimestre avec un niveau d'activité soutenu. Sur le premier semestre 2010 la production automobile est en hausse de 67% en Amérique du Nord par rapport au premier semestre 2009, et de 11% en Europe.



Les marchés spéciaux :

Le marché du Bâtiment & Habitat en France a largement baissé en 2009 (nombre de mise en chantier : -19% par rapport à 2008, soit 330 000).

Cependant en 2010, **le secteur se rétablit progressivement**, « le bâtiment va mieux, mais reste fragile » d'après la FBB (Fédération Française du Bâtiment). En effet, le secteur non-résidentiel peine à se relever et les trésoreries des entreprises ne sont pas des plus belles, mais la construction de logements neufs est récemment repartie à la hausse (+1,3% de mises en chantier sur trois mois, et +28,6% permis de construire délivrés sur la même période).

Le marché des Equipements Electriques a lui aussi souffert de la crise économique, avec un net repli en Amérique du Nord.

2.4. Gestion des risques

- Risques liés aux marchés de DELFINGEN :

- Dépendance vis-à-vis du secteur automobile :

Le marché automobile représente près de 91% du CA du groupe DELFINGEN INDUSTRY. Le CA est donc étroitement lié à la production de véhicules tant en Amérique du Nord, qu'en Europe et en Asie.

- Risques liés aux clients :

DELFININGEN INDUSTRY réalise 53% de son CA avec ses cinq principaux clients. Aucun d'entre eux ne dépasse plus de 18% du total des ventes. Chacun de ses clients est livré mondialement et ne représente donc pas de risque concentré sur une région ou sur un site. De nombreux acteurs industriels de la filière automobile ont connu ou connaissent des difficultés financières majeures. Aux Etats-Unis particulièrement, des clients directs ou indirects de DELFINGEN INDUSTRY ont fait l'objet de procédures collectives de type « Chapter 11 ». Ces procédures n'ont pas eu d'impact significatif sur la situation financière de DELFINGEN INDUSTRY en 2009.

Le montant de la provision pour risque clients au 31 décembre 2009 s'élève à 546 K€ contre 826 K€ au 31 décembre 2008.

- Risques commerciaux :

Le Groupe fabrique une grande quantité de références essentiellement par transformation de matières plastiques par les techniques de l'extrusion, de l'injection et du tressage. Le Groupe est spécialisé dans la fabrication de produits de protection des faisceaux électriques et électroniques (76% du CA). Toutefois, les risques sont répartis dans la mesure où les produits DELFINGEN sont fabriqués dans une vingtaine de sites de par le monde et sont mis en œuvre sur un très grand nombre de références de véhicules.

- Risques de matières premières :

Le Groupe utilise des matières plastiques dans le cadre de son activité industrielle. Le prix des matières premières utilisées dépend d'un grand nombre de facteurs : niveau de la demande mondiale, cours du pétrole, cours du dollar entre autres. Une hausse importante du coût d'achat des matières premières est susceptible d'avoir un impact significatif sur les performances opérationnelles du Groupe. Le risque de matières premières ne fait pas l'objet de couverture à terme.

Les principales matières utilisées, pour lesquelles il existe des risques significatifs d'évolution des cours, avec des impacts potentiels sur la rentabilité du Groupe sont le polypropylène, le polyéthylène, les polyamides et le PVC.

- Risques fournisseurs :

Sans avoir de fournisseurs exclusifs, le Groupe est en partie dépendant de ses grands fournisseurs.

- Risques industriels :

DELFININGEN est très attentif à la sécurité de tous les employés et à l'impact de son activité sur l'environnement, c'est pourquoi le Groupe s'est engagé à respecter l'ensemble des normes en vigueur et à être vigilant pour prévenir tout sinistre potentiel. La préservation des sites est un enjeu majeur de pérennité du Groupe, dans sa capacité à continuer à produire et livrer ses clients dans un modèle économique et logistique basé sur le juste à temps.

- Risque environnemental :

La conduite stratégique et opérationnelle du groupe DELFINGEN INDUSTRY s'inscrit dans une démarche de croissance durable et responsable. Au-delà de l'application des contraintes réglementaires toujours plus strictes, les efforts portent particulièrement sur la consommation moindre de matières premières et l'utilisation des matières « vertes ». Leurs produits contribuent aussi à la réduction du poids des véhicules facteur de baisse des consommations en carburant.

Les coûts de mise en conformité avec les normes réglementaires en vigueur ou dont l'entrée en vigueur est d'ores et déjà prévue, ne sont pas significatifs au regard de l'activité du Groupe.

- Gestion des risques financiers :

- **Risque de liquidité :**

La société a procédé à une revue spécifique de son risque de liquidité et elle considère être en mesure de faire face à ses échéances à venir. Au 30 juin 2010, DELFINGEN INDUSTRY dispose d'une trésorerie de 6 920 K€.

- **Risque de change :**

Les principaux instruments de couverture utilisés par le Groupe sont : achats et ventes à terme fermes de devises, swaps et options. L'exposition nette du Groupe se concentre principalement sur le dollar (hors devise fonctionnelle des entités). Les couvertures de change concernent les risques sur des avances de trésorerie faites par la société DELFINGEN INDUSTRY à sa filiale DELFINGEN US-INC HOLDING.

Au 31 décembre 2009, les créances nettes en dollars étaient de 3 347 K\$ au total.

- **Le risque de contrepartie :**

Dans le cadre de ses opérations d'accès aux financements, DELFINGEN INDUSTRY est exposé au risque de contrepartie. Toutefois ce risque est limité du fait que ces opérations de financement sont réalisées avec une dizaine d'intervenants :

- En France : Banque Populaire de Franche Comté, Crédit Agricole de France Comté, BECM, CIC-Est Société Générale, Fortis et HSBC
- Aux Etats-Unis : Fifth Third (remplacé par Huntington National Bank depuis mai 2010)
- Au Portugal : Millenium BCP, BES



3. Résultats et perspectives

3.1. Synthèse de l'exercice 2009

L'année 2009 a été marquée par une nouvelle baisse des marchés automobiles, tant au niveau des ventes que de la production. 2009 se caractérise par un contraste important entre un premier trimestre très durement impacté par la crise puis un redressement sur les trimestres suivants. **Le contexte économique et financier mondial particulièrement défavorable a ainsi entraîné une forte baisse de l'activité de DELFINGEN.** La baisse de la production automobile mondiale par rapport à 2008 a été de -32% en Amérique du Nord et de -16% en Europe. Dans ce contexte on peut voir que DELFINGEN a mieux résisté que le marché car le chiffre d'affaires consolidé du Groupe s'établit à 77,3 M€, en baisse de -15,9% (-17,9% dans la zone ANCA et -11% dans la zone EAAS) par rapport à 2008.

Le résultat opérationnel courant, qui était négatif à 0,2 M€ en 2008, s'est nettement redressé pour s'établir à 2,6 M€ soit 3,3% du chiffre d'affaires. Cette forte amélioration, malgré la baisse d'activité, a été permise grâce au maintien du niveau de marge brute à 49% du chiffre d'affaires et à l'abaissement du seuil de point mort. Ce dernier résulte du plan d'économie mis en place dès fin 2008 et réalisé en 2009, des synergies liées à l'intégration très rapide de M&Q en 2008 et des actions de baisse de la masse salariale. En cette période de crise, la volonté du Groupe a été de baisser les charges de personnel tout en préservant les compétences clés. Les principales dispositions mises en œuvre ont consisté en recours au chômage partiel, en une renonciation par le management au bonus de 2009 et en réductions de salaires de 5 à 10% acceptées par le personnel des filiales françaises et nord américaines ainsi que par l'encadrement de l'ensemble des filiales. L'effectif de la société est ainsi passé de 1 216 à 1 055 au 31/12/2009.

D'autre part **DELFINGEN a adapté son organisation et ses capacités de production afin de préserver sa compétitivité.** Elle a ainsi vendu l'activité non stratégique de câblage au Portugal qui était en perte récurrente et transféré l'activité d'assemblage mécanique du Maroc vers le Portugal, à des fins de rationalisation et d'optimisation de l'activité.

Le résultat opérationnel, impacté en 2008 par la dépréciation du goodwill de l'activité câblage, s'améliore d'autant plus en 2009 pour atteindre 2,6 M€ contre -1,2 M€ en 2008.

Les efforts entrepris sur la productivité ont également été accompagnés d'une politique conservatrice d'investissement et d'une gestion optimisée des stocks qui a permis de réduire l'endettement financier du Groupe. Le niveau des investissements n'a été que de 0,9 M€ en 2009 contre 6,1 M€ en 2008. L'endettement financier net au 31/12/2009 était de 28,2 M€ contre 30,3 M€ au 31/12/2008, soit une diminution de 2,1 M€.

Le résultat net des activités poursuivies est à l'équilibre à 0,2 M€, soit une amélioration de 4,6 points de chiffre d'affaires par rapport à 2008, liée à l'amélioration du résultat opérationnel.

Le Groupe a obtenu les financements nécessaires, sur la base de son plan d'affaires, à la couverture de ses besoins financiers à horizon 2011. Le plan mis en œuvre repose à la fois sur le maintien des financements en place mais aussi sur l'accord de nouvelles ressources à court et moyen terme. Le Groupe a ainsi amélioré sa position de liquidité, tout en renforçant sa structure financière et en améliorant la maturité de sa dette.

D'autre part, l'entrée du FMEA au capital de DELFINGEN INDUSTRY en novembre 2009, à hauteur de 14,48% du capital, va permettre au Groupe de poursuivre ses efforts d'innovation et son expansion sur les marchés en croissance et plus particulièrement la Chine.

3.2. Stratégie et perspectives pour l'exercice en cours

Le contexte économique et financier mondial s'éclaircit peu à peu durant le premier semestre 2010 et la production automobile poursuit son redressement (+31% par rapport au premier semestre 2009) avec un niveau d'activité qui reste soutenu au deuxième trimestre 2010. Par rapport au premier semestre 2009, la production automobile est en hausse de 67% en Amérique du Nord et de 11% en Europe.

Tirant profit de cet environnement favorable, le groupe DELFINGEN surperforme nettement le marché et enregistre une hausse de son chiffre d'affaires de 61% par rapport au premier semestre de l'exercice précédent à 54,2 M€ contre 33,7 M€ au S1 2009.

Dans la zone EAAS, le chiffre d'affaires automobile est en hausse de 68% par rapport au premier semestre 2009, le Groupe a donc connu une croissance très largement supérieure à celle de la production automobile (+21%). Dans la zone ANCA, le chiffre d'affaires automobile est en hausse de 61% (à parité constance) par rapport au premier semestre 2009, sachant qu'en 2009 DELFINGEN avait mieux résisté que le marché.

La marge brute est en baisse par rapport au S1 2009 : elle est passée de 50,6% à 44,4% du chiffre d'affaires. Cela est dû à l'impact du coût des matières premières et du mix produit. En effet, l'activité textile et l'activité assemblage, qui consomment une part significative de matières premières (allant jusqu'à 90% pour l'activité assemblage), ont connu une croissance importante ce semestre, affectant ainsi la marge brute.

Cependant, **le résultat opérationnel ressort à 3,2 M€, soit une marge de 5,9% alors qu'elle était négative l'an dernier**, et le résultat net se chiffre à 2,2 M€, représentant 4,0% des ventes, c'est 8,6 points de plus que l'exercice précédent.

D'autre part, **l'endettement net a été réduit de 28,2 M€ à 24,3 M€** grâce à une bonne capacité d'autofinancement de 5,6 M€, en hausse de 4,6 M€ par rapport au S1 2009, et les fonds propres ont été renforcés par une augmentation de capital réservée à DELFINGEN GROUPE (correspondant à l'entrée du FMEA dans le capital du Groupe) de 3 M€. De ce fait, le leverage (EFN/CAF) est passé de 5,1x à fin 2009 à 2,4x au 30 juin 2010, montrant ainsi une bonne capacité de remboursement de la dette, et le ratio d'endettement est revenu en dessous du covenant (gearing < 120%) en se fixant à 76% alors qu'il était de 125% à fin 2009.

DELFINGEN compte poursuivre ses investissements sur les marchés en forte croissance :

- En Amérique du Sud, le site du Brésil, pays en forte croissance automobile, a démarré son activité au printemps 2009 et il est depuis monté en cadence avec une prise de marché sur des véhicules VW et FIAT. De plus, de nouveaux marchés ont été gagnés pour le S2 2010 et de nouvelles productions vont commencer dès octobre.
- En ce qui concerne la Chine, le site de Wuhan a démarré sa production au mois de septembre 2010. L'objectif du Groupe sur les 10 prochaines années est de pénétrer le marché asiatique sur le cœur de métier de DELFINGEN, c'est-à-dire l'activité de câblage, afin de pouvoir approvisionner ce marché qui représente plus de véhicules que les Etats-Unis. En effet, la production chinoise devrait atteindre 14 millions de véhicules pour l'année 2010 contre 11,5 millions en Amérique du Nord, et celle-ci devrait croître de 10% par an jusqu'en 2016 (source Autofacts). Le potentiel de croissance est d'autant plus énorme que le pays connaît une moyenne de 30 voitures pour 1 000 habitants contre 600 en Europe. De plus, les clients et les produits sont connus, donc il n'y a pas d'aléas à ce niveau, seule la localisation est nouvelle.

Le déploiement à l'international a toujours été une des forces du Groupe, l'autre étant sa réactivité. En effet, DELFINGEN a toujours su répondre aux contraintes logistiques de son métier, à savoir les coûts de transports élevés par rapport au volume de gaines transportées (étant donné le volume d'air dans les gaines) et la livraison « juste à temps » des clients : le Groupe s'est fixé comme règle de toujours être « à 24 heures » des usines clientes.

Aujourd'hui le Groupe joue une nouvelle carte en se concentrant sur l'innovation et sur une meilleure valeur ajoutée des produits, ce qui n'avait jamais été une priorité.

Ainsi s'est fortement développée la gamme de produits textiles répondant aux besoins du marché (protections thermique, mécanique et acoustique renforcées ; gain de poids ; souplesse). Pour limiter les coûts de matières premières, des tricoteuses ont été installées sur le site d'Anteuil au mois de septembre 2010 pour que le Groupe puisse produire lui même cette matière et donc augmenter la marge sur ce produit.

Par ailleurs DELFINGEN compte pénétrer le marché des transferts de fluides, à plus fort contenu technologique et à plus grande valeur ajoutée. Le Groupe est déjà un petit acteur sur le marché avec notamment la société acquise M & Q aux Etats-Unis. Ce marché est très attractif car il est plus important que le marché du câblage.

Enfin, DELFINGEN se place également sur le développement éco-responsable avec les voitures hybrides et électriques. Les gaines doivent isoler des câbles de plus forte puissance et être dotées d'une protection renforcée en environnement agressif sous véhicule. En effet, à la différence des voitures traditionnelles, les câbles transfèrent de la puissance et non seulement des données, c'est-à-dire 600-700 V contre 12 V traditionnellement.

Les grandes opérations de restructuration effectuées lors de la crise portent aujourd'hui leurs fruits, quand le marché repart. En effet, avec la fin de la période de déstockage, la production automobile mondiale devrait être en hausse de 19% au lieu des 16% initialement prévus (source : VALEO) et en Europe elle devrait être de +10% au lieu des 6% prévus. DELFINGEN a su investir dans les pays en forte croissance (Chine, Brésil) dans un contexte économique peu favorable, même si cela a nécessité une augmentation de capital (réservée à DELFINGEN GROUP), et les résultats sont aujourd'hui au rendez-vous, offrant au Groupe de bonnes perspectives.

Pour sa part, le Groupe attend un chiffre d'affaires 2010 en hausse de près 30% par rapport à 2009.



4. Evaluation

4.1. Méthode des comparables

DELFINGEN INDUSTRY n'a plus de comparables à proprement parler puisque les concurrents directs, c'est-à-dire, exerçant la même activité, ont soit disparu, soit ont été rachetés par DELFINGEN, soit ne publient pas de résultats.

Pour cette raison, nous allons comparer DELFINGEN à d'autres équipementiers, n'exerçant pas tout à fait la même activité, mais se situant sur le même secteur :

- FAURECIA (NYSE Euronext Paris Compartiment A) : FAURECIA figure parmi les leaders mondiaux de la conception, de la fabrication et de la commercialisation d'équipements automobiles. Il se concentre sur 4 activités : sièges, systèmes d'intérieur, technologies de contrôle des émissions et extérieur de véhicule.
- LE BELIER (NYSE Euronext Paris Compartiment C) : LE BELIER est spécialisé dans la fabrication de composants de sécurité en aluminium pour l'industrie automobile (équipementiers et constructeurs). Le Groupe offre à ses clients un service complet allant du prototype à la pièce usinée, à travers trois activités principales : fonderie, usinage et outillage.
- PLASTIC OMNIUM (NYSE Euronext Paris Compartiment B) : PLASTIC OMNIUM est spécialisé dans la transformation de matières plastiques et est présent sur 2 métiers : l'automobile (éléments et systèmes de carrosserie, système de carburant) et l'environnement (conteneurisation des déchets, signalisation urbaine et routière et aménagement urbain).
- VALEO (NYSE Euronext Paris Compartiment A) : groupe indépendant entièrement focalisé sur la conception, la fabrication et la vente de composants, de systèmes intégrés et de modules pour l'industrie automobile, principalement pour la réduction des émissions de CO2.

2010	VE/CA	VE/EBIT	PER
FAURECIA	0,3	10,5	14,1x
LE BELIER	0,5	7,7	5,3x
PLASTIC OMNIUM	0,4	6,9	6,7x
VALEO	0,4	7,1	11,0x
Moyenne	0,4	8,1	9,3x
<i>en M€</i>	CA	EBIT	RN
DELFINGEN	100	5,5	4,2
VE	37,11	44,29	63,30
Moyenne VE		48,23	

2011	VE/CA	VE/EBIT	PER
FAURECIA	0,2	7,9	9,0x
LE BELIER	0,4	6,9	7,7x
PLASTIC OMNIUM	0,3	6,0	6,4x
VALEO	0,3	5,9	9,7x
Moyenne	0,3	6,7	8,2x
<i>en M€</i>	CA	EBIT	RN
DELFINGEN	112	6,2	5,0
VE	35,65	41,48	65,45
Moyenne VE		47,53	

2012	VE/CA	VE/EBIT	PER
FAURECIA	0,2	4,9	5,8x
LE BELIER	0,4	5,9	7,0x
PLASTIC OMNIUM	0,3	5,0	5,5x
VALEO	0,3	4,4	7,8x
Moyenne	0,3	5,0	6,5x
<i>en M€</i>	CA	EBIT	RN
DELFINGEN	123	6,8	5,5
VE	32,97	34,21	60,33
Moyenne VE		42,51	

La valorisation moyenne de DELFINGEN issue de la méthode des comparables s'élève à 46,09 M€, soit une capitalisation boursière de 21,72 M€ et un cours de 11,00 € par action.

4.2. Valorisation par les Discounted Cash Flow

Les hypothèses utilisées dans cette évaluation par les DCF sont les suivantes :

Prime de risque	6,00%
Taux sans risque	4,00%
Bêta	1,7
Coût du capital	14,20%
Coût de la dette	4,50%
Taux d'imposition	34%
Dette nette	24 365 000
CAPX	20 498 423
Taux d'actualisation	8,10%

L'actualisation des cash flow donne une valeur de :

en €	2010e	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
CA	99,246,000	111,155,520	122,271,072	129,607,336	133,495,556	135,497,990	136,852,970	138,221,499	139,603,714	140,999,751	142,409,745
Variation en masse	21,902,000	11,909,520	11,115,552	7,336,264	3,888,220	2,002,433	1,354,980	1,368,530	1,382,215	1,396,037	1,409,998
<i>Taux de croissance</i>	<i>29.15%</i>	<i>12.00%</i>	<i>10.0%</i>	<i>6.0%</i>	<i>3.0%</i>	<i>1.5%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>
Résultat d'exploitation	5,458,530	6,113,554	6,724,909	7,128,403	7,342,256	6,774,899	6,842,648	6,911,075	6,980,186	7,049,988	7,120,487
<i>Marge d'exploitation</i>	<i>5.50%</i>	<i>5.50%</i>	<i>5.50%</i>	<i>5.50%</i>	<i>5.50%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>
<i>Taux d'IS</i>	<i>34.00%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>
- Impôts	-1,855,900	-2,078,608	-2,286,469	-2,423,657	-2,496,367	-2,303,466	-2,326,500	-2,349,765	-2,373,263	-2,396,996	-2,420,966
+ Amorts d'exploitation	3,473,610	4,446,221	4,890,843	5,184,293	5,339,822	4,742,430	4,789,854	4,837,752	4,886,130	4,934,991	4,984,341
<i>en % du CA</i>	<i>3.5%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>
CF d'exploitation net	7,076,240	8,481,166	9,329,283	9,889,040	10,185,711	9,213,863	9,306,002	9,399,062	9,493,053	9,587,983	9,683,863
- Investissements	-2,977,380	-4,446,221	-4,890,843	-5,184,293	-5,339,822	-4,742,430	-4,789,854	-4,837,752	-4,886,130	-4,934,991	-4,984,341
<i>en % du CA</i>	<i>3.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>60</i>	<i>55</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>
- Variation du BFR	181,589	-435,051	0	-1,004,968	-532,633	-274,306	-185,614	-187,470	-189,345	-191,238	-193,150
CF d'exploitation dispos	4,280,449	3,599,894	4,438,440	3,699,779	4,313,256	4,197,128	4,330,534	4,373,840	4,417,578	4,461,754	4,506,371
Période	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Cash flow libre actualisés	4,280,449	3,330,119	3,798,135	2,928,773	3,158,532	2,843,166	2,713,698	2,535,438	2,368,887	2,213,277	2,067,888

VE DELFINGEN	57 078 722 €
Capitalisation	32 713 722 €
Cours objectif	16,52 €

Le taux de croissance retenu pour le long terme, compte tenu de la crise et pour rester prudent, est de 1%.

Le taux d'imposition est fixé à 34%.

La méthode des DCF donne une valorisation de 16,52 € par action.

La sensibilité de cette valorisation par rapport aux paramètres de taux d'actualisation (CMPC) et de taux de croissance à l'infini (g) est présentée dans le tableau suivant :

CMPC \ g	0.50%	1%	1.50%
7.1%	18.31	19.61	21.13
7.6%	16.85	17.96	19.26
8.10%	15.55	16.52	17.63
8.6%	14.38	15.23	16.20
9.1%	13.32	14.07	14.92

4.3. Recommandation

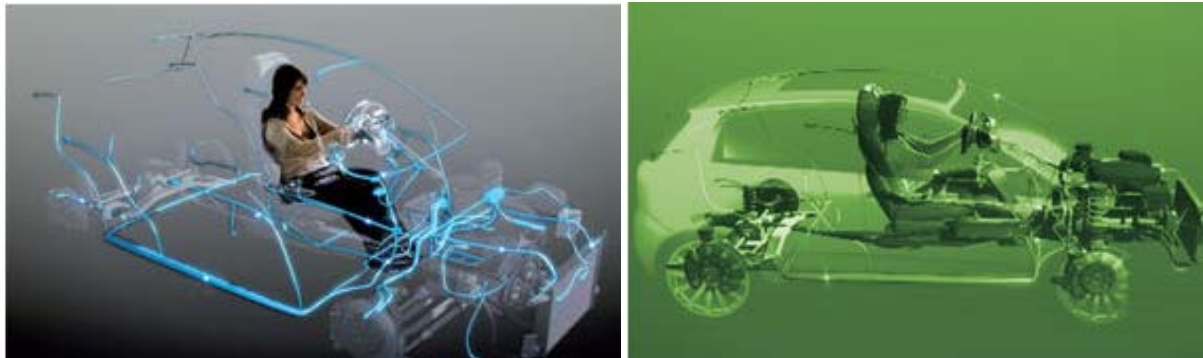
Nous recommandons d'acheter ce titre. En effet, notre évaluation, reposant sur une hypothèse basse, fait ressortir un **cours objectif de 13,80 €** (moyenne entre la méthode des comparables et la méthode des DCF) bien supérieure au cours actuel. On peut observer graphiquement que la tendance générale du cours depuis le début de l'année 2010 est en hausse, passant progressivement d'un cours d'environ 7 € en janvier 2010 à un cours de plus de 10 € en octobre 2010.

Cette tendance sera de plus portée par la fin de la période de déstockage des constructeurs et la production mondiale automobile est attendue en hausse de 18% d'ici la fin de l'année 2010, même en Europe où elle devrait être de 10%. Par ailleurs, la production mondiale devrait connaître une croissance de +5% sur 2011.

DELFINGEN INDUSTRY est un groupe dynamique dont le potentiel de croissance est encore très important. Le Groupe se développe au Brésil et en Chine, deux des pays émergents où le potentiel de croissance dans les années à venir est le plus fort : la Chine connaît déjà une production annuelle supérieure aux Etats-Unis. D'autre part, DELFINGEN se concentre également sur le développement de nouveaux produits tels que les gaines textiles à forte valeur ajoutée ou les gaines destinées aux voitures électriques, marchés qui vont se développer dans les prochaines années et où DELFINGEN sera présent.

Enfin, il ne faut pas oublier que DELFINGEN s'est développé autour de « normes antisismiques » : le Groupe a su maîtriser sa croissance, en se développant à un rythme modéré mais de manière sûre, ce qui lui a permis de mieux résister lors de la crise. Aujourd'hui le Groupe est déjà revenu à ses niveaux d'avant crise, on peut même prévoir, sans prendre de risque, que le chiffre d'affaires 2010 sera meilleur que 2007 et 2008.

Aux vues de l'activité dynamique du Groupe, du management expérimenté et des bonnes perspectives de cette entreprise, le rapport « risque/potentiel » s'avère intéressant sur l'action DELFINGEN.



5. Annexes

5.1. Bilan et compte de résultat consolidés

Bilan consolidé actif (en K€)

	Jun 2010	2009	Jun 2009
Actifs non courants			
Ecarts d'acquisition	19 837	17 261	17 574
Immobilisations incorporelles	700	712	621
Immobilisations corporelles	16 056	15 829	17 320
Actifs disponibles à la vente	0	0	0
Autres actifs financiers non courants	588	377	376
Autres actifs non courants	0	0	0
Actifs d'impôts différés	3 005	2 845	3 186
Total actifs non courants	40 187	37 022	39 077
Actifs courants			
Stocks	10 876	8 496	7 892
Clients et comptes rattachés	23 238	19 723	15 116
Autres créances nettes	2 766	2 166	2 820
Impôts courants	124	296	227
Trésorerie et équivalent de trésorerie	6 920	7 351	6 722
Actifs détenus en vue d'être cédés	0	0	275
Total actifs courants	43 925	38 032	33 052
Total actif	84 111	75 054	72 129
<i>Taux de change USD/€</i>	<i>1,227099</i>	<i>1,440600</i>	<i>1,413408</i>

Passif consolidé passif (en K€)

	Jun 2010	2009	Jun 2009
Capitaux propres Groupe			
Capital société mère	3 030	2 490	2 490
Réserves liées au capital	7 769	5 309	5 309
Titres auto-détenus	(478)	(325)	(273)
Réserves consolidées	19 104	19 564	19 564
Ecarts de conversion	(610)	(4 786)	(4 515)
Résultat consolidé du Groupe	2 150	(611)	(1 572)
Total capitaux propres du Groupe	30 964	21 641	21 003
Intérêts minoritaires			
Intérêts minoritaires sur réserves	908	845	916
Intérêts minoritaires sur résultat	79	84	38
Total intérêts minoritaires	987	929	954
Total capitaux propres	31 951	22 571	21 958
Passifs non courants			
Dettes financières à long et moyen terme	20 188	19 261	21 251
Autres passifs financiers	101	440	510
Avantage du personnel	413	377	328
Provisions non courantes	616	851	359
Passif d'impôts différés	1 426	1 051	902
Total passifs non courants	22 745	21 980	23 350
Passifs courants			
Dettes financières à moins d'1 an (1)	10 996	16 318	13 638
Dettes fournisseurs	12 279	9 810	7 674
Autres passifs courants	6 031	4 244	5 383
Provisions courantes	0	0	0
Impôts courants	110	131	126
Passifs détenus en vue d'être cédés	0	0	0
Total passifs courants	29 416	30 503	26 822
Total passif	84 111	75 054	72 129
(1) Dont concours bancaires courants	1 781	3 795	4 064
Dont intérêts courus	47	42	90
Taux de change USD/€	1,227099	1,440600	1,413408

Compte de résultat consolidé (en K€)

	Jun 2010	2009	Jun 2009
Chiffre d'affaires net	54 246	77 344	33 684
Autres produits	23	67	13
Total produits d'exploitation	54 269	77 411	33 697
Achats consommés	(31 638)	(39 871)	(16 614)
Autres achats et charges externes	(7 778)	(13 851)	(6 780)
Impôts et taxes	(383)	(818)	(468)
Charges de personnel	(10 579)	(16 598)	(8 294)
Dotations nettes aux amortissements	(1 992)	(3 842)	(2 026)
Dotations nettes aux provisions et pertes de valeur	(123)	(480)	(113)
Production stockée, immobilisée	1 467	588	(29)
Autres Produits d'exploitation	104	361	61
Autres Charges d'exploitation	(130)	(319)	(120)
Total charges d'exploitation	(51 053)	(74 829)	(34 383)
Résultat opérationnel courant	3 215	2 581	(686)
Autres Produits opérationnels	4	106	159
Autres Charges opérationnelles	(41)	(115)	(21)
Résultat opérationnel	3 178	2 573	(548)
Produits de trésorerie et équivalents	0	1	1
Coût de l'endettement financier brut	(695)	(1 331)	(677)
Coût de l'endettement financier net	(695)	(1 331)	(676)
Autres Produits financiers	1 264	794	458
Autres Charges financières	(954)	(1 289)	(675)
Résultat avant impôt	2 793	746	(1 442)
Charge d'impôts sur le résultat	(564)	(556)	187
Résultat net des activités poursuivies	2 229	190	(1 255)
Résultat net des activités abandonnées	0	(717)	(279)
Résultat net consolidé	2 229	(527)	(1 534)
Part revenant aux minoritaires	79	84	38
Résultat net, part du Groupe	2 150	(611)	(1 572)
Résultat par action (en €)	1,3	(0,4)	(1,0)
Résultat dilué par action (en €)	1,3	(0,4)	(1,0)
Résultat par action des activités poursuivies (en €)	1,3	0,0	(0,8)
<i>Taux moyen de l'exercice USD/€</i>	<i>1,324656</i>	<i>1,390389</i>	<i>1,332037</i>

5.2. Tableau des flux de trésorerie (en K€)

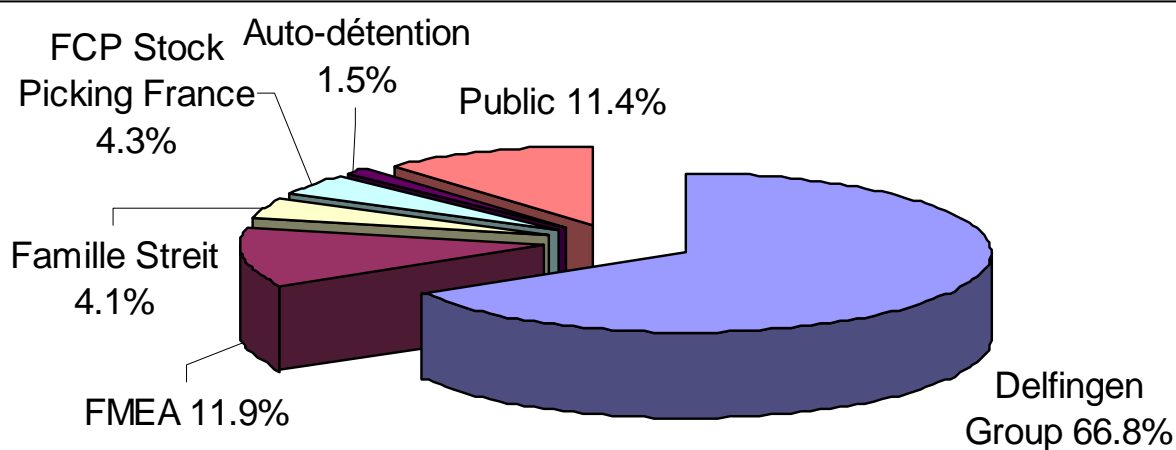
	Jun 2010	2009	Jun 2009
Résultat net des sociétés intégrées	2 229	(527)	(1 534)
Elimination des charges et produits sans incidence sur la trésorerie ou non liés à l'activité			
Amortissements et provisions: dotations	1 923	4 764	2 395
Amortissements et provisions: reprises	0	(642)	(443)
Plus-values de cessions	1	44	77
Autre	170	(1)	0
Quote-part dans les sociétés mises en équivalence	0	0	0
Dividendes reçus des sociétés mises en équivalence	0	0	0
<i>Capacité d'autofinancement après coût de l'endettement financier net et impôt</i>	4 322	3 638	495
Coût de l'endettement financier net	695	1 388	676
Charge d'impôt exigible	253	408	161
Variation des impôts différés	312	148	(348)
<i>Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier net et impôt</i>	5 582	5 581	984
<i>Impôts versés</i>	<i>(253)</i>	<i>(335)</i>	<i>(161)</i>
<i>Variation du besoin en fonds de roulement</i>	<i>(1 772)</i>	<i>(1 283)</i>	<i>2 575</i>
Flux net de trésorerie généré par l'activité	3 557	3 963	3 398
Flux de trésorerie lié aux opérations d'investissement			
Acquisitions d'immobilisations corporelles	(1 543)	(784)	(596)
Acquisitions d'immobilisations incorporelles	(27)	(141)	(21)
Acquisitions d'immobilisations financières (hors sociétés consolidées)	(179)	(10)	(10)
Cession d'immobilisations	55	395	13
Mouvement de périmètre	0	1	0
Décassements des sociétés acquises	0	0	0
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	(1 693)	(539)	(614)
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement			
Dividendes versés aux actionnaires de la société mère	0	(67)	0
Dividendes versés aux minoritaires des sociétés intégrées	(25)	(66)	(69)
Augmentation de capital numéraire	0	0	0
Variation des dettes financières diverses	0	2 991	(176)
Souscription d'emprunts	9 631	8 933	8 510
Remboursement d'emprunts	(9 696)	(4 581)	(2 240)
Instruments financiers dérivés	170	85	155
Intérêts financiers versés	(695)	(1 398)	(676)
Titres d'autocontrôle	0	(52)	0
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	(615)	5 845	5 504
Variation théorique de trésorerie	1 249	9 269	8 288
Trésorerie réelle d'ouverture	3 556	(5 700)	(5 700)
Incidence des variations de change	335	(14)	70
Reclassement de trésorerie	0	0	0
Trésorerie réelle de clôture	5 139	3 555	2 658

5.3. Tableau de variation des capitaux propres (en K€)

	Capital	Réserves liées au capital	Titres auto-détenus	Réserves et résultats consolidés	Gains et pertes comptabilisés directement en capitaux (écarts de conversion)	Capitaux propres - Part du Groupe	Capitaux propres - Part des minoritaires	Total capitaux Propres
Au 31/12/2008	2 490	5 309	(273)	19 569	(4 361)	22 735	981	23 716
Augmentation/ Réduction de capital						0		0
Résultat de l'exercice				(611)		(611)	84	(527)
Dividendes versés						0	(133)	(133)
Variation écarts de conversion					(425)	(425)	(5)	(430)
Variation de périmètre						0		0
Correction / réserves						0		0
Changement de méthode						0		0
Autres variations			(52)	(5)		(57)	2	(55)
Au 31/12/2009	2 490	5 309	(325)	18 953	(4 786)	21 641	929	22 571
Augmentation/ Réduction de capital	540	2 460				3 000		3 000
Résultat de l'exercice				2 150		2 150	79	2 229
Dividendes versés						0	(79)	(79)
Variation écarts de conversion					4 173	4 173	57	4 230
Variation de périmètre						0		0
Correction / réserves						0		0
Changement de méthode						0		0
Autres variations			(154)	151	3	0		0
Au 30/06/2010	3 030	7 769	(478)	21 253	(610)	30 964	987	31 951

5.4. Vie du titre

5.4.1. Répartition du capital au 30/06/2010

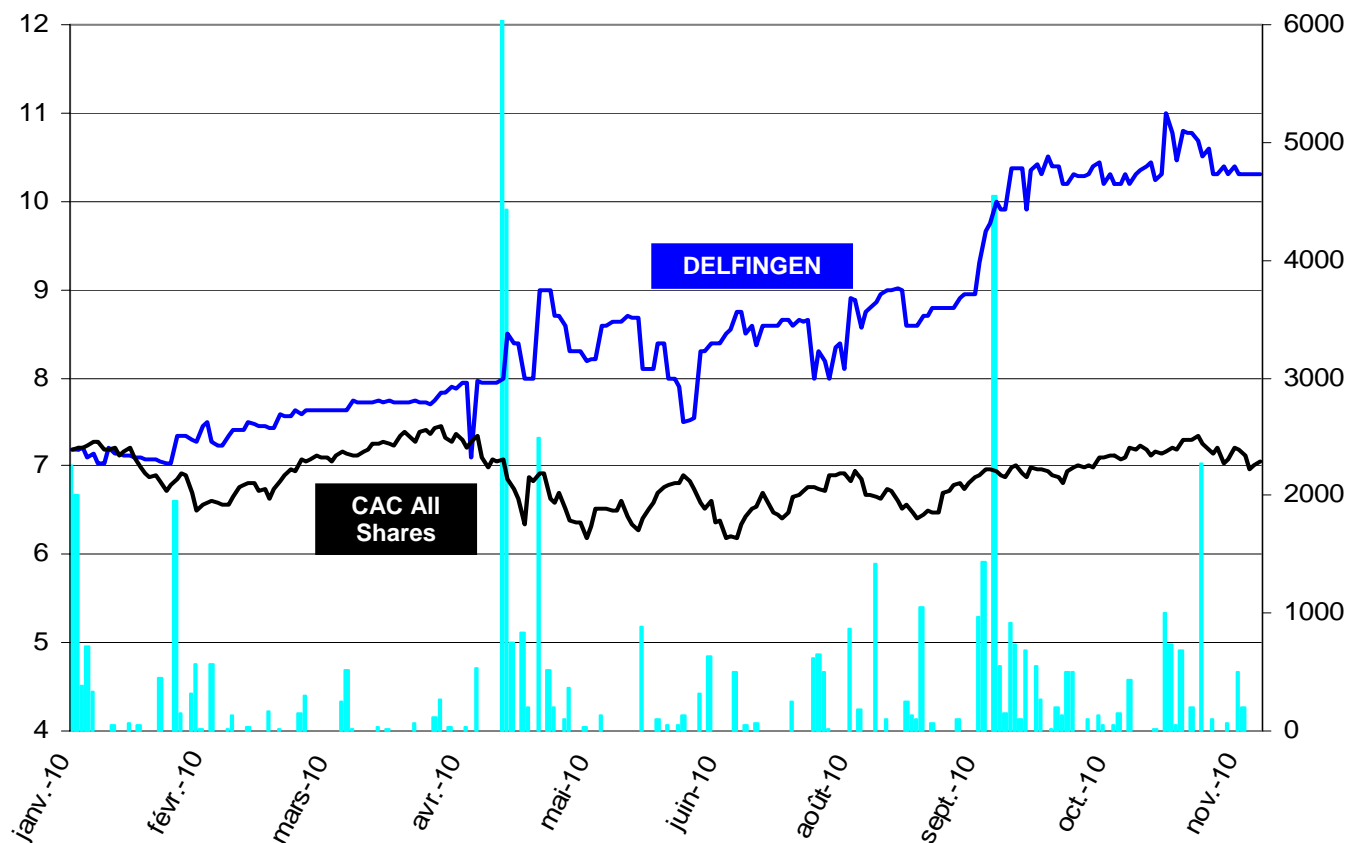


DELFINGEN GROUP est passé de 59,5% du capital au 31/12/2009 à 66,8% au 30/06/2010 après l'augmentation de capital du 25/06/2010 réservée à DELFINGEN GROUP par incorporation de comptes courants d'associés.

5.4.2. Cours de l'action DELFINGEN INDUSTRY

Cours de clôture en €

Volume quotidien de titres échangés



Détection potentielle de conflits d'intérêts

Corporate finance	Contrat d'animation	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Autres sources de conflits d'intérêts potentiels
Non	Oui	Non	Non	Oui	Non

Ce document, non contractuel, a été publié par Tradition Securities and Futures S.A., Paris, France, (« la Société »), réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers et l'Autorité de Contrôle Prudentiel. Il s'agit d'un document à caractère promotionnel qui n'a pas été élaboré conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et que la Société n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la recommandation. Ce document a été élaboré pour l'usage exclusif de ses destinataires, des investisseurs professionnels, et pour une diffusion en France. Il n'est et ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation à la vente ou à l'achat de quelconques instruments financiers. Il ne doit pas être communiqué au Japon et aux Etats-Unis. Toute communication de documents à un tiers doit être approuvée par la Société. Les informations et opinions présentées dans ce document sont celles de ses auteurs cités. Ils s'efforcent d'utiliser dans la mesure du possible des sources, des hypothèses et des méthodes de valorisation les plus fiables possibles, qui ne font toutefois l'objet d'aucune garanties explicites ou implicites, quant à leur exactitude, leur exhaustivité et leur perfection. En outre, les opinions, avis ou recommandations ont été élaborés sur la base de conditions et niveaux de marchés susceptibles de varier à tout moment de manière significative. L'investisseur est donc invité à évaluer lui-même les risques qui peuvent être importants sur certains produits financiers et l'opportunité d'investir. Plus généralement, toutes les opinions, recommandations et estimations contenues dans ce document proviennent de jugements établis à la date de publication et peuvent être modifiées ou abandonnées sans autres préavis. Nous n'engageons aucune responsabilité quant aux pertes directes ou consécutives suite à l'utilisation de ce document ou de son contenu. Vous êtes informés que la Société ou ses représentants et en particulier les auteurs de ce document sont susceptibles d'avoir investi dans les instruments financiers précités, d'avoir des contrats de liquidité avec certains émetteurs d'instruments financiers. Le Groupe Tradition dont fait partie la Société a mis en place une politique de prévention et de gestion des conflits d'intérêts accessibles sur demande auprès du département contrôle interne de la Société.