GreenSome Finance

**Le 2 juillet 2012**

# Achat - *Initiation*

**Objectif : 38,7 €**

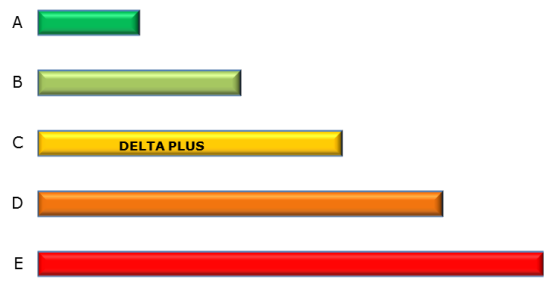
**Potentiel : +100%**

**Label OSEO « Entreprise Innovante »**

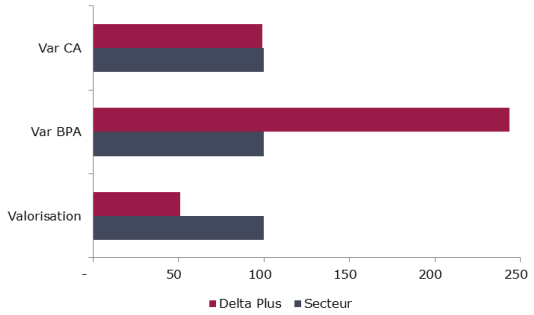
DELTAPLUS BODYGUARD PROVIDER

**Cours (29/06/2012) : 19,31 €**
FR0004152502 - DLTA

## Matrice GS.R




## Profil d'investissement




## Le Décathlon® de l'EPI

Delta Plus est né importateur d'EPI (Equipement de Protection individuelle), est devenu producteur (33% de ses produits sont fabriqués par ses usines) et est désormais créateur de ses marques.

Présent sur 5 continents et réalisant 30% de son activité hors d'Europe, il est l'un des rares acteurs à disposer de la gamme complète d'EPI : Tête, Corps, Mains, Pieds et Antichute. Face au leader mondial du secteur Honeywell, Delta Plus a fait le choix stratégique de se positionner sur une gamme de prix inférieure, faisant de ses produits une alternative crédible au regard 1/ de leur qualité 2/ de sa réactivité logistique. De plus, son expertise technique le protège de petits acteurs locaux proposant des produits, certes moins chers, mais éloignés des standards de sécurité et de confort imposés sur les marchés matures et de plus en plus demandés dans les émergents.

Le défi auquel est confronté Delta Plus aujourd'hui est 1/ de consolider sa position sur son marché historique en innovant et 2/ d'aller chercher de la croissance dans les pays en développement soit via le rachat d'unités de production auxquelles s'ajoute l'ensemble de sa gamme ou soit en créant ex nihilo des structures. Sur certains pays clés, tels que le Brésil ou la Turquie, il lui faudra disposer de son outil de production sur place pour les adresser à l'image de ce qu'il a fait en 2011 via le rachat d'Eslingar en Argentine.

A court terme, l'Europe ne devrait pas être un vecteur de développement en revanche c'est 1/ le laboratoire idéal pour améliorer les produits et 2/ un réservoir de croissance à long terme du fait de l'allongement de la durée de la vie des hommes qui impose de travailler plus et qui donc nécessite des produits de plus en plus performants. L'international (Chine, Amérique du Sud…) est le véritable support de développement du groupe du fait du rythme de croissance élevé observé et attendu qui implique un recours important à de la main d'œuvre industrielle, mais aussi qui fait progressivement de la sécurité des hommes un vecteur clé de la performance économique.

Delta Plus a construit un outil qui lui offre une forte visibilité tant au niveau de la croissance de son activité que de sa capacité à tenir une rentabilité normative entre 8% et 10%. Reste désormais à optimiser la gestion de ses stocks qui, bien que structurellement élevés, se sont tendus ces dernières années et sont financés par de la dette court-terme. Dernière faiblesse, sa valorisation qui, à ce jour, limite sa capacité d'acquisitions par échange d'actions, le marché des EPI se payant nettement plus cher (VE/Ebit > 10x).

La constance des résultats passés qui reflète le bon positionnement du groupe, la visibilité offerte à moyen-long terme du fait de sa stratégie ainsi que sa très faible valorisation font, selon nous, de Delta Plus un support d'investissement particulièrement attractif. Avec un **objectif de cours de 38,7 €** *(pondération DCF 70% - 41,5 € / Comparables 30% - 32,2 €)*, **nous initions la valeur à l'Achat.**

| | |
|---|---|
| **Capitalisation** | 35,5 M€ |
| **Nb de titres** | 1,84 M |
| **Public** | 10,3 M€ |

| **Ratios** | **2012e** | **2013e** | **2014e** |
|---|---|---|---|
| VE/CA | 0,63 | 0,59 | 0,55 |
| VE/ROC | 8,0 | 6,9 | 6,2 |
| PER | 5,1 | 4,1 | 3,6 |
| P/CF | 13,3 | 25,1 | 13,9 |
| Rendement | 5% | 5% | 5% |

| **Données par Action** | **2011** | **2012e** | **2013e** | **2014e** |
|---|---|---|---|---|
| BPA | 3,44 | 3,79 | 4,71 | 5,44 |
| Var. (%) | 55% | 10,0% | 24,4% | 15,5% |
| FCF PA | -2,80 | -0,10 | -0,93 | -0,47 |
| Var. (%) | nr | nr | nr | nr |
| Dividende | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |

| **Comptes** | **2011** | **2012e** | **2013e** | **2014e** |
|---|---|---|---|---|
| CA (M€) | 148,9 | 157,9 | 173,7 | 190,3 |
| Var | 11,2% | 6,1% | 10,0% | 9,5% |
| Marge Brute (M€) | 68,7 | 72,6 | 79,9 | 87,5 |
| Marge (%) | 46,2% | 46,0% | 46,0% | 46,0% |
| ROC (M€) | 11,8 | 12,4 | 14,8 | 16,9 |
| Marge (%) | 7,9% | 7,8% | 8,5% | 8,9% |
| RN (M€) | 6,3 | 7,0 | 8,7 | 10,0 |
| Marge (%) | 4,3% | 4,4% | 5,0% | 5,3% |

| **Structure Financière** | **2011** | **2012e** | **2013e** | **2014e** |
|---|---|---|---|---|
| FCF (M€) | - 5,2 | - 0,2 | - 1,7 | - 0,9 |
| Dette fin. Nette (M€) | 61,4 | 63,4 | 67,0 | 69,7 |
| Capitaux Propres (M€) | 59,1 | 64,2 | 71,0 | 79,2 |
| Gearing | 104% | 99% | 94% | 88% |
| ROCE | 4,9% | 5,6% | 5,7% | 6,6% |

| **Répartition du Capital** | |
|---|---|
| JBP | 42,2% |
| Mr Boscardin | 13,2% |
| Famille Benoît | 7,0% |
| Nem Invest | 5,5% |
| Autocontrôle | 3,2% |
| Public | 28,9% |

| **Performance** | **2012** | **3m** | **6m** | **1 an** |
|---|---|---|---|---|
| Delta plus | -9,3% | -6,1% | -9,3% | -29,2% |
| CAC Small | -0,6% | -14,6% | -0,6% | -28,6% |
| **Extrêmes 12 mois** | 19,01 | 28,30 | | |

| **Volume Moy. Jour** | **2012** | **3m** | **6m** | **1 an** |
|---|---|---|---|---|
| Delta Plus | 701 | 571 | 701 | 586 |

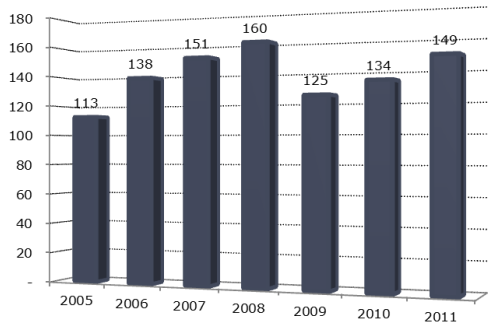
**Prochain événement** CA S1 : 25 juillet 2012

**Arnaud Riverain**

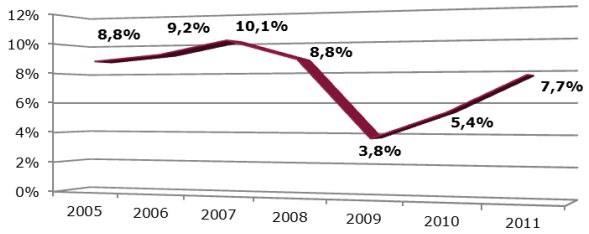
**+ 33 (0)1 71 18 13 36**
**ariverain@greensome-finance.com**

# Snapshot Delta Plus

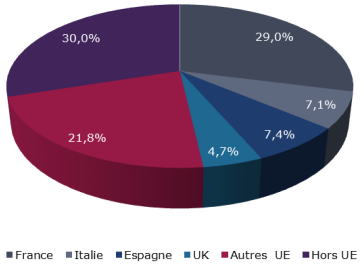
## Evolution CA (M€)



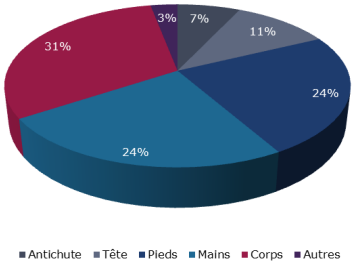

## Evolution Marge opérationnelle




## CA par zone géographique (2011)




## CA par types de produits (2011)




| Forces | Faiblesses |
|---|---|
| • Présence mondiale (5 centres logistiques, 20 filiales de distribution, 90 pays)<br>• Gamme complète des EPI produite en propre (5 familles)<br>• Présence historique dans les pays émergents<br>• Normes de sécurité européennes référentes dans le monde sauf aux USA<br>• Rendement du titre : 5% | • Peu de leviers financiers pour procéder à des acquisitions ou à des créations de sites de production<br>• Exposition aux pays matures encore forte<br>• Certains pays sont fermés aux importations et imposent une production locale (Brésil, Turquie…)<br>• Dette financière court terme importante du fait des stocks |
| **Opportunités** | **Risques** |
| • Pays émergents (Asie, Amérique du Sud)<br>• Développement des marques Delta Plus<br>• Marché encore très fragmenté dans les pays en développement | • Changement des normes de sécurité<br>• Impossibilité de répercuter l'évolution des coûts des matières premières sur les produits à faible valeur ajoutée (vêtements, gants…)<br>• Emergence de la concurrence asiatique<br>• Restriction des lignes de crédits court terme |

# Matrice GreenSome Research

Cette matrice a pour but de décrire le profil fondamental historique de Delta Plus. Elle est construite sur des critères objectifs permettant de juger de sa valeur. Chaque critère est traité de manière équi-pondérée afin d'aboutir à une notation entre A et E. (A : Excellent profil historique / E : profil historique à risque).

## Matrice GS.R

| | A | B | C | D | E | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Position dans la chaîne de valeur | | ■ | | | | |
| Effet de levier sur les marges | | | ■ | | | |
| Structure financière | | | ■ | | | |
| Management | | ■ | | | | |
| Historique BPA 2008-2010 | | | ■ | | | |
| **NOTE** | | | | | | **C** |

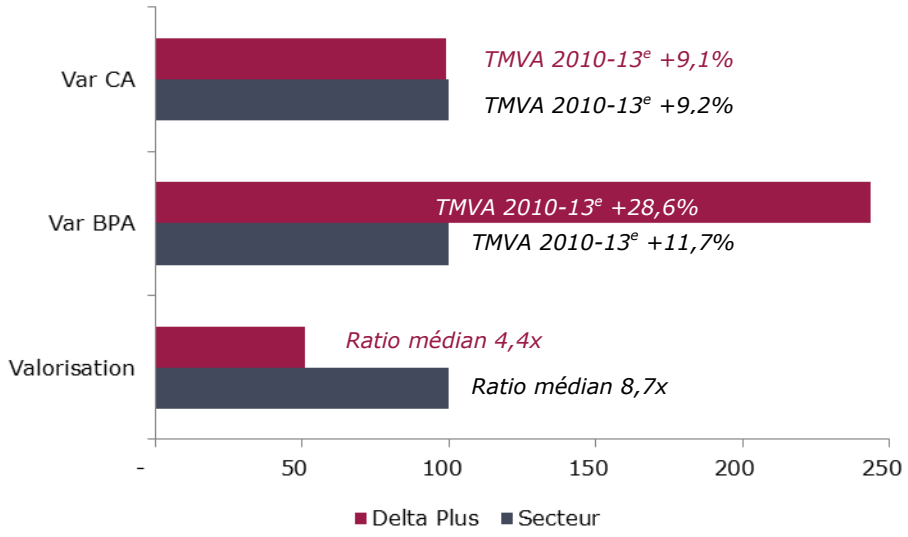
*Source : GreenSome Finance*

| | |
|---|---|
| Position dans la chaîne de valeur | Delta Plus dispose d'une offre globale sur le segment des EPI. Il maîtrise à la fois 1/ la conception de ses produits, 2/ le process industriel via des usines en propres ou des sous-traitants spécialisés et 3/ la logistique à travers le monde. Seul lui manque un réseau de distribution en propre étant donné que la majorité de ses produits sont vendus via des intermédiaires. Toutefois la structure même de son marché, qui est mondial, l'exposerait à un risque élevé et certaines zones matures sont détenues à 100% par des distributeurs spécialisés. |
| Effet de levier sur les marges | La stratégie de Delta Plus a toujours été de proposer des produits environ 15% à 20% moins chers que le leader (ex-Sperian) à qualité égale mais au moins 10% plus chers que ceux proposés par des acteurs low cost, essentiellement asiatiques, à qui il manque une véritable capacité d'innovation et de garantie de qualité sur la durée. Cette position particulière cloisonne donc Delta Plus au niveau de sa rentabilité aux alentours des 8-10% de marge d'Ebit vs plus de 10% pour le leader. |
| Structure financière | L'activité même de Delta Plus induit de porter des stocks importants afin de pouvoir répondre dans des délais courts à la demande, surtout quand il faut faire du réassort. Donc structurellement, Delta Plus porte un gearing proche de 1 ce qui induit des frais financiers récurrents. 85% de la dette est à court terme. |
| Management | La disparition prématurée du PDG et fondateur de Delta Plus a été parfaitement gérée et la transition avec son fils, qui a repris la tête de l'entreprise, n'a pas eu de conséquence sur le développement du groupe car 1/ le nouveau président était présent au sein de l'entreprise depuis plusieurs années avec comme principale fonction le développement en Asie et dans les pays émergents qui sont les clés du développement en cours et à venir et 2/ le top management est resté stable. |
| Historique BPA | Depuis 2005, le TMVA des BPA est de +3,9% (vs +4,8% pour le CA), le groupe n'ayant jamais été en pertes malgré un exercice 2009 tendu avec une baisse de l'activité de près de 18%. |

# Profil d'investissement

Le principe de ce profil est de comparer Delta Plus à son secteur sur les 2-3 prochaines années et de voir comment la société se situe en termes de croissance de l'activité attendue, d'évolution des résultats et de prix de marché par rapport aux comparables retenus.

## Profil d'investissement Delta Plus vs Comparables




*Sources : GreenSome Finance & InFinancials*

Nous avons retenu comme comparables les sociétés suivantes :

- **3M (USA)** : 3M intervient sur de nombreux secteurs dont la protection et la sécurité. Son périmètre sur ce segment couvre la protection de la tête, les anti-chutes et le corps ;

- **Honeywell (USA)** : Historiquement présent sur le segment du chauffage, le groupe s'est progressivement diversifié pour adresser le marché de l'aérospatial, de la défense, de l'automobile… Honeywell a véritablement fait son entrée sur le marché des EPI suite à la reprise du numéro 1 mondial français SPERIAN (ex Bacou Dalloz) en septembre 2010 pour 1,1 Md€. Cette opération lui permet d'adresser l'ensemble du secteur des EPI ;

- **Kimberly Clark (USA)** : Spécialisé dans la santé et l'hygiène, Kimberly Clark adresse dans l'EPI, la tête, les mains et le corps ;

- **Mine Safety Appliances (USA)** : Spécialiste des produits destinés à des environnements hostiles, il couvre l'ensemble de la gamme des EPI ;

- **Ansell (Australie)** : Groupe diversifié (produits automobiles, électriques, transformation des aliments…), il intervient uniquement sur la protection des mains ;

- **Latchways (UK)** : Spécialisé dans les produits de sécurité industrielle, le groupe dispose d'une expertise historique sur les produits antichute ;

- **Top Glove (Malaisie)** : Créé en 1991, il est spécialisé sur les gants de protection (latex & nitrile pour la chirurgie, l'entretien, le secteur industriel…).

# Dernières actualités

## 11/04/2012 : CA T1 2012

- **CA +1,3% (37,5 M€)**
  - CA France -5,3% (11,3 M€)
  - CA international +4,5% (26,2 M€)
  - La zone Hors Europe demeure la plus dynamique avec une croissance de +26,6% à 11,8 M€, soit 31,5% du CA vs 25,2% au T1 2011.
  - La zone Europe hors France recule de 8,7% à 14,4 M€ fortement pénalisée par l'Italie, l'Espagne et la Grande Bretagne qui, comme la France, avaient bénéficié au T1 2011 de demandes d'approvisionnements accrues en mars avant le relèvement des tarifs appliqué en avril.
  - « La tendance qui se dégage du 1er trimestre 2012 est en ligne avec celle de l'exercice 2011 : la croissance viendra essentiellement de la zone Hors Europe »

***Source Société***

## 11/04/2012 : Résultats 2011

- « La croissance intègre le CA de la société Eslingar depuis la date de sa prise de contrôle en septembre, soit 2,8 M€, cette société est située en Argentine ».
- En Europe, hors France, l'activité est quasi stable. L'activité a reculé dans les pays d'Europe du Sud, recul qui a été compensé par l'Europe du Nord et de l'Est.
- « 2011 n'a pas connu de restructuration importante, comme les deux exercices précédents ».
- La valeur des stocks a progressé de 11,5 M€ du fait 1/ de la progression attendue hors Europe et 2/ de l'effet prix sur les prix de revient des marchandises stockées, en Europe notamment.
- « Le dividende s'élèvera à 1 € par action, en progression de 25% ».

### Résultats 2011 (M€)

| | 2010 | 2011 | var |
|---|---|---|---|
| CA France | 42,2 | 43,2 | 2,2% |
| CA Europe Hors France | 60,8 | 61,0 | 0,4% |
| CA Hors Europe | 30,8 | 44,7 | 44,9% |
| **CA Groupe** | **133,9** | **148,9** | **11,2%** |
| **Marge Brute** | **63,0** | **68,7** | **9,0%** |
| % CA | 47,1% | 46,1% | |
| **ROC** | **9,6** | **11,8** | **22,9%** |
| % CA | 7,2% | 7,9% | |
| **RN** | **4,1** | **6,3** | **53,7%** |
| % CA | 3,1% | 4,2% | |
| Gearing | 90,0% | 101,0% | |
| BFR opérationnel | 56,8 | 70,4 | 23,9% |
| % CA | 42,4% | 47,3% | |

*Source : Société – chiffres 2011 non audités*

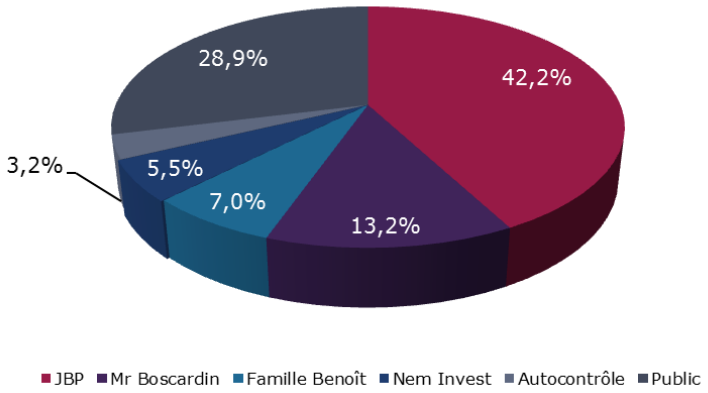
***Source Société***

# Profil Boursier

Nombre de titres : 1 833 665
Marché : Eurolist C
Cotation : Continue
Isin : FR0004152502 – DLTA

**Label OSEO « Entreprise innovante » depuis 2008**

## Répartition du capital au 31/05/2012




*Source : Société*

## Evolution du titre (base 100) vs Small 90

*Source : Euronext*

# SOMMAIRE


## UN GROUPE QUI N'A EU DE CESSE DE REMONTER LA CHAINE DE VALEUR 8

Etat des Lieux ..... 8

Quels benchmarks ? ..... 10

## 2011, L'ANNEE DE LA CESURE 12

L'accent mis sur l'optimisation ..... 12

Reprise de la politique de croissance externe ..... 12

Des résultats dans la norme ..... 13

Un bilan fortement dépendant des stocks ..... 14

## CONCILIER PAYS MATURES ET PAYS EMERGENTS 15

Aller chercher la croissance ..... 15

Innovation et développement local : les clés de la rentabilité ..... 18

Un bilan qui doit être sous surveillance ..... 19

## EVALUATION 20

Valorisation par les DCF ..... 20

Valorisation par les comparables ..... 21

Multiples de transactions ..... 22

Synthèse ..... 23

## DONNEES FINANCIERES 24

# Un groupe qui n'a eu de cesse de remonter la chaîne de valeur

## Etat des Lieux

Initialement 100% distributeur d'EPI (Equipements de Protection Individuelle), Delta Plus a tout d'abord développé une forte expertise en logistique, élément clé du secteur car il adresse des clients dans le monde entier.
17 ans après sa création, le choix a été fait de remonter la chaîne de valeur en se lançant dans la fabrication de ses propres produits via une politique de croissance externe et de développement organique.
2002 marque une accélération dans la stratégie du groupe avec 1/ un renforcement majeur des plates-formes logistiques, 2/ la poursuite des acquisitions pour couvrir toute la gamme des EPI en tant que fabricant et 3/ l'accentuation de la présence du groupe en Asie, Europe de l'Est et l'amorce du positionnement en Amérique du Sud.

Désormais, Delta Plus dispose de 2 marques fortes (Panoply et Venitex) qui lui permettent d'adresser les 5 familles d'EPI que sont la tête (casques, lunettes, masques…), les mains, le corps, les pieds et l'antichute. Ainsi, le groupe propose 1 500 références et surtout fait partie des rares acteurs mondiaux à disposer de toute la gamme d'EPI, ce qui est un atout auprès des clients qui optimisent de plus en plus leurs approvisionnements.

### Développement historique

| | Plate-forme Logistique | Distribution | | Fabrication | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Créations | Acquisitions | Créations | Acquisitions | Type EPI |
| 1977 | France | France | | | | |
| 1981 | | Italie | | | | |
| 1986 | | Espagne | | | | |
| 1994 | | | | Sri-Lanka | Sri-Lanka | Mains |
| 1997 | | Pologne<br>Hongrie | | | | |
| 1998 | | | | Inde | France | Pieds<br>Anti-Chute |
| 1999 | | Portugal | | | | |
| 2000 | | Croatie | | | Inde | Pieds |
| 2001 | | Grèce | Belgique | | | |
| 2002 | France (10 000 m2) | Chine | | | | |
| 2003 | | Autriche<br>UK<br>République Tchèque | | | | |
| 2004 | Chine (5 000 m2) | Roumanie<br>Inde | | | | |
| 2006 | Pologne (5 000 m2)<br>Inde (3 000 m2) | Chine<br>Portugal<br>Slovaquie | UK | | Espagne | Tête |
| 2007 | France (+5 000 m2) | Ukraine<br>Middle East | | Chine | Emirats Arabes Unis | Anti-Chute<br>Tête / Pieds / Anti-Chute |
| 2008 | Chine (12 000 m2) | Pérou | | | | |
| 2011 | | | | | Argentine | Anti-Chute |

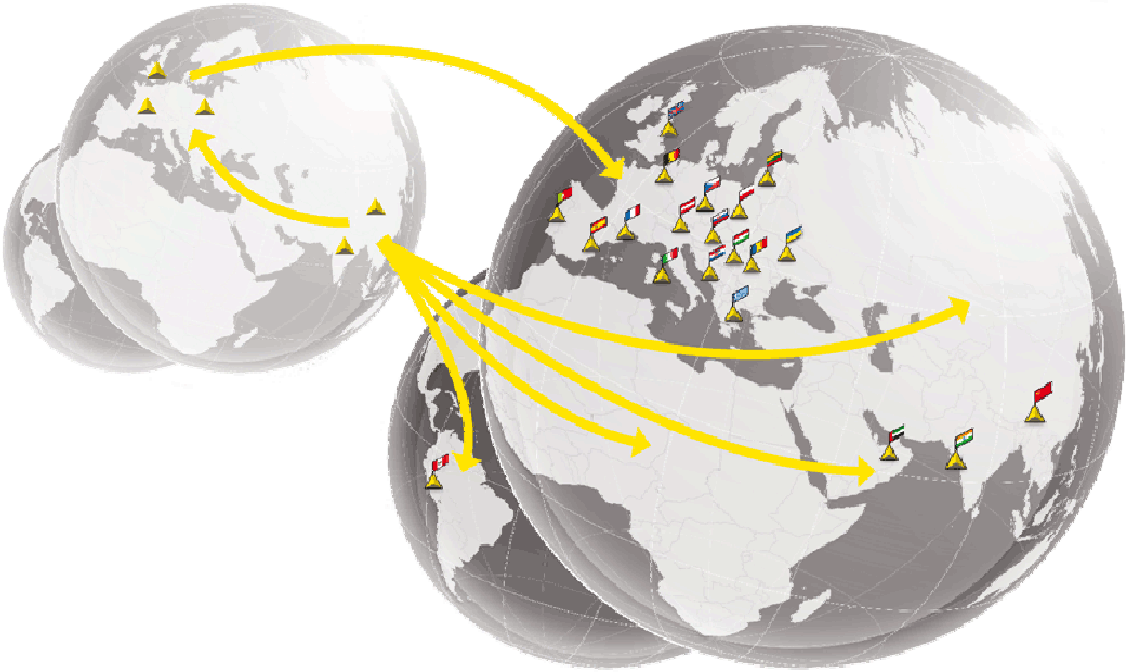
*Source : Société*

A fin 2011, Delta Plus disposait de 5 plates-formes logistiques, de 8 sites de production et de 20 filiales de distribution lui permettant de toucher tous les continents et environ 90 pays.



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

## Logistique



*Source : Société*

L'une des clés est de maîtriser la chaîne logistique afin de pouvoir répondre aux besoins des clients dans les plus brefs délais i.e. en 2-3 jours maximum. Le fait de disposer de hubs majeurs positionnés sur des nœuds de transport (ex : axe Paris Rhin-Rhône / Axe Italie – Espagne…) tout en étant proche des lieux de production permet une certaine souplesse mais nécessite de porter structurellement des stocks importants. Au-delà de cette notion de stockage, Delta Plus a su développer en interne des outils de suivi lui permettant d'optimiser les flux qui sont par nature coûteux.

## Sites de production

*Source : Société*



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

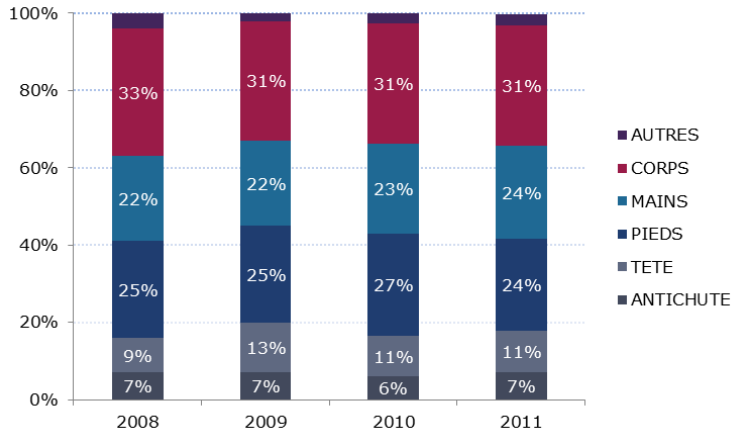
Au-delà de l'expertise en logistique qui est fondamentale, Delta Plus a fait le choix d'investir dans la conception de ses propres produits afin de franchir une étape dans la chaîne de valeur et par voie de conséquence annuler toute dépendance auprès de marques tiers.
Son approche est relativement pragmatique quant à la détention en propre ou non des outils de production. Le raisonnement se fait par ligne de produits.

Pour les produits techniques ne tolérant aucune faille de sécurité du fait des normes (Antichute, Tête – *18% du CA*), le groupe produit en propre 100% de sa gamme.

Pour les Pieds (*24% du CA*), deux tiers de la production est faite par Delta Plus car 1/ techniquement c'est un produit intermédiaire qui nécessite un bon niveau de qualité, 2/ les volumes imposent de sécuriser les approvisionnements, 3/ pour pénétrer certains marchés il faut produire sur place ; par exemple en Chine, ce sont les usines qui vendent en direct aux distributeurs ou aux marques.

Pour les produits à moindre valeur ajoutée (Corps, Mains – *55% du CA*), 100% de la production est externalisée car la problématique essentielle est la gestion de la main d'œuvre « de masse ». De plus, si la qualité ne suit pas, il est aujourd'hui assez facile de faire appel à d'autres prestataires.

**Répartition du CA par familles de produits**




*Source : Société*

## Quels benchmarks ?

Le marché des EPI est fortement corrélé aux activités industrielles (automobile, métallurgie…) et au secteur de la construction car ils imposent un haut niveau de protection pour les employés.

Par zone géographique il existe une différence naturelle de maturité et donc de recours aux EPI, néanmoins la tendance veut que chaque pays, à son rythme, intègre de plus en plus ces produits.

Aussi, en étant trivial on peut estimer la capacité de pénétration des EPI par rapport au coût de la vie homme. Ainsi, dans certains pays émergents, le coût humain est considéré comme quasi nul car la main d'œuvre est largement disponible, donc les EPI ont une faible pénétration.

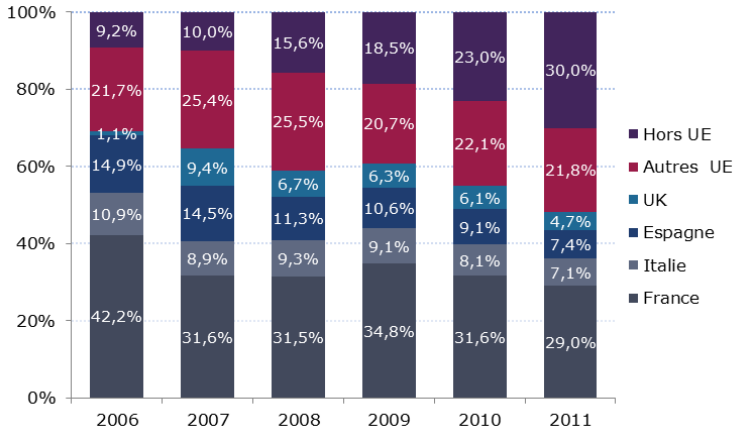


GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

Les benchmarks que nous pouvons retenir pour anticiper l'évolution du marché sont donc multiples mais celui qui vient en premier lieu est l'évolution de l'activité industrielle et de la construction.

Sur cette base, il va sans dire que les pays émergents sont les principaux pourvoyeurs de croissance. L'évolution de la répartition de l'activité de Delta Plus par pays depuis 2006 traduit bien cette tendance.

## Répartition du CA par pays




*Source : Société*

Autre facteur pouvant soutenir le secteur et cela sur le long terme, la santé et la sécurité au travail.

Dans les pays matures i.e. occidentaux, nous sommes passés du pratique au confortable tout en devant respecter des normes de sécurité de plus en plus strictes et souvent imposées par des directives des états. Ainsi, les producteurs doivent proposer des produits de mieux en mieux adaptés aux conditions de travail mais aussi aux attentes des utilisateurs. L'innovation devient donc un facteur majeur de différenciation et est un élément clé pour conserver ou gagner des parts de marché, surtout face à l'arrivée progressive de producteurs asiatiques.
Au-delà des règles de sécurité à respecter et du confort demandé par le client, le facteur de l'allongement de la durée de vie et donc du temps passé au travail est une donnée qui va jouer de plus en plus dans les pays occidentaux. Il convient donc de fournir aux salariés les outils adaptés pour conserver leur efficacité. L'EPI devient progressivement un outil de performance économique et de rationalisation du risque qui pèse sur l'employeur en matière de protection de l'homme au travail.

En ce qui concerne les pays émergents, la notion de sécurité s'impose notamment dans les usines de groupes internationaux et progressivement chez les acteurs locaux qui produisent pour des acteurs occidentaux. C'est donc un élément de différenciation par rapport aux autres acteurs et un argument pour conserver 1/ les clients occidentaux et 2/ une main d'œuvre qualifiée qui, au-delà de sa rémunération, est de plus en plus exigeante sur ses conditions de travail. L'élévation du niveau de vie dans les pays émergents amène avec elle un besoin accru de sécurité et de confort au travail.

Le marché des EPI est donc guidé par 1/ l'évolution du PIB des pays, 2/ la mise en place de réglementations liées à la sécurité, 3/ l'allongement de la durée de vie et donc du temps au travail et 4/ l'émergence de classes moyennes dans les pays les plus dynamiques.



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# 2011, l'année de la césure

## L'accent mis sur l'optimisation

L'une des clés du développement de Delta Plus est à la fois l'efficacité de son outil logistique et le renforcement de ses capacités d'innovation.
Pour cela, la direction a rationalisé certains postes majeurs afin d'atténuer les délégations sur chaque pays et gagner en réactivité décisionnelle :

- Logistique : Création de sociétés dédiées en France et en Pologne afin de supprimer les risques fiscaux. Chaque société porte ainsi les stocks pour sa zone. Cela sécurise en amont une partie de la marge. Le siège centralise les problématiques de change, de transport et de financement ;

- Filiale UK (LH Safety – distributeur no1 des chaussures de sécurité - racheté en 2006) : Renouvellement des équipes commerciales et remise à plat de tous les process début 2011, le marché britannique étant le deuxième marché européen des EPI ;

- France : Rapatriement au siège de la filiale de Froment, spécialisée dans les harnais et l'antichute. Intégration d'une partie de l'équipe au département R&D du groupe dédié aux produits à valeur ajoutée ;

Delta Plus dispose désormais de 3 plates-formes logistiques en Europe chacune étant dédiée à une zone : La France (15 000 $m^2$) pour l'Europe de l'Ouest, la Pologne (8 000$m^2$) pour l'Europe Centrale et l'Angleterre (2 300$m^2$) pour le Royaume-Uni et l'Irlande. Notons que pour l'Asie, la livraison se fait au départ des usines et ne nécessite pas de hubs majeurs alors que les Balkans, l'Europe de l'Est, l'Amérique du Sud et le Moyen-Orient disposent d'entrepôts intermédiaires.

## Reprise de la politique de croissance externe

Depuis sa création, Delta Plus a racheté 8 structures à travers le monde, la plupart dédiées à la production. Après 2007, le groupe s'est concentré sur son renforcement organique sur les pays émergents. Il lui manquait jusque-là une unité de production en Amérique du Sud après s'être implanté au Pérou en 2008 pour commencer à distribuer ses produits.
En septembre 2011, le groupe a racheté Eslingar, une société argentine spécialisée dans les harnais antichute et les élingues. Cette opération, d'un montant supérieur à 3 M€, va permettre au groupe de pénétrer plus facilement le marché maintenant qu'il dispose d'une production locale.

- Eslingar (Argentine) : CA 2011 de 4,2 M€ - Résultat net de 435 K€. BP à 5 ans et à périmètre constant : TMVA +10% - marge nette 10%. L'objectif est d'élargir la famille d'EPI ce qui devrait amener d'ici 5 ans un CA additionnel de 5 M€ pour un résultat opérationnel supérieur à 10%.
- Apport à 5 ans : plus de 5% du CA groupe et plus de 9% du Rop groupe

Eslingar est l'exemple type d'opérations que pourrait continuer à mener Delta Plus. Cela lui permet de prendre place sur un marché difficilement accessible si on ne dispose pas de production sur place tout en s'appuyant sur des produits techniques et donc à forte valeur ajoutée. Le groupe peut venir ensuite adjoindre la gamme de produits qui correspond aux demandes locales bénéficiant, en plus, des normes de sécurité les plus strictes au monde ce qui est un avantage majeur face à la concurrence.



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Des résultats dans la norme

Comme pour de nombreuses entreprises, l'exercice 2011 s'est déroulé en deux temps pour Delta Plus, du moins sur la zone Europe.
En effet, au cours de la 1ère partie de l'année, tous les compteurs étaient dans le vert avec toutefois un effet matières premières qui a un peu pesé sur la marge brute. En termes d'activité, la Chine était la zone la plus dynamique avec une croissance supérieure à 60%.
Le 2nd semestre, et surtout le T4, a vu un renversement brutal de la situation en France et en Europe du fait de l'effet conjugué 1/ des tensions autour de la Grèce et plus largement de la zone Euro et 2/ d'un hiver plus doux que la normale. Néanmoins, Delta Plus a éliminé les foyers de pertes en Grèce, Roumanie, Hongrie et a bénéficié des structures créées en Ukraine (2007) et au Pérou (2008) qui ont contribué au résultat avec un niveau de marge supérieur à 10%.

L'exercice 2011 montre la nouvelle image du groupe avec un fort différentiel entre la zone Europe et l'Asie & Amérique du Sud mais aussi au sein même de l'Europe. En cela, les deux semestres auront été révélateurs des différences de marchés.

Désormais, il faut donc avoir 3 niveaux de lecture pour l'Europe.

- France – UK – Europe Centrale : Zones matures qui absorbent mieux les chocs économiques mais qui répercutent moins la croissance. Il existe un vrai risque à très court terme de creux d'activité notamment en France ;
- Europe du Sud : Zone à risque à court terme (2 ans) avec forte incertitude sur la capacité de rebond ;
- Europe de l'Est & du Nord : Zone la plus dynamique avec des niveaux de croissance pouvant dépasser ponctuellement les 10% mais probablement encore très volatile.

La zone Asie & Amérique du Sud est le véritable moteur du groupe qui, sauf accident majeur, perdurera à moyen terme.

## Résultats 2011 (M€)

| | | S1 11 | S2 11 | 2011 |
|---|---|---|---|---|
| France | | 22,1 | 21,1 | 43,2 |
| % CA | | 30,8% | 27,3% | 29,0% |
| | var | 8,6% | -3,7% | 2,2% |
| Europe Hors France | | 29,7 | 31,3 | 61,0 |
| % CA | | 41,4% | 40,6% | 41,0% |
| | var | 4,8% | -3,4% | 0,4% |
| Hors Europe | | 20,0 | 24,7 | 44,7 |
| % CA | | 27,8% | 32,0% | 30,0% |
| | var | 45,9% | 44,1% | 44,9% |
| **CA Groupe** | | **71,8** | **77,1** | **148,9** |
| | **Var** | **15,1%** | **8,0%** | **11,2%** |
| **Marge brute** | | **32,3** | **36,4** | **68,7** |
| % CA | | 45,0% | 47,2% | 46,1% |
| | var | 12,0% | 6,5% | 9,0% |
| **ROC** | | **5,1** | **6,7** | **11,8** |
| % CA | | 7,0% | 8,7% | 7,9% |
| | var | 45,1% | 10,3% | 22,9% |
| **RN** | | **3,0** | **3,3** | **6,3** |
| % CA | | 4,2% | 4,3% | 4,2% |
| | var | 81,7% | 34,6% | 53,7% |

Blocage des ventes en décembre de la part des acheteurs du fait des incertitudes en Europe
+
Hiver doux qui a induit un manque à gagner de 800 K€

Charges variables -1,9%
Charges fixes +7,2%
Charges de personnel +11,7%

**Charges variables** : baisse des coûts de transport
+
Négociation sur les ventes au niveau groupe (gain : +0,5 pt)
+
Remises moindres sur l'Espagne et l'Italie du fait de la baisse des volumes

*Source : Société*

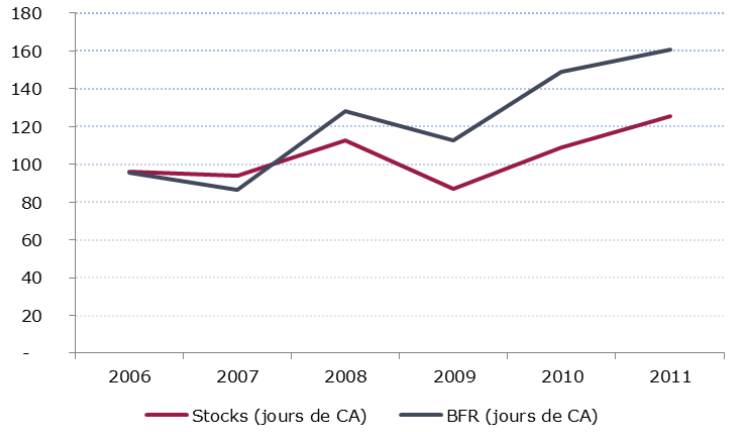


GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Un bilan fortement dépendant des stocks

Depuis 2009, on note une nette augmentation du BFR qui fait suite à la nécessité de répondre plus rapidement aux besoins des clients mais aussi du fait de la mise en place d'une politique pour se couvrir de la hausse des coûts de matières premières.
De plus, fin 2011 et plus particulièrement en décembre, le groupe a subi un arrêt brutal du marché européen. Cela explique en grande partie le pic en termes de stocks dont l'encours a progressé de 34% en 2010 et de 28,4% en 2011 vs pour l'activité respectivement +7% et +11,2%. En corolaire, le poste fournisseur a baissé de 9% du fait de la baisse des commandes en cours.

## Corrélation Stocks / BFR




*Source : Société*

Autre point clé, le fait que structurellement Delta Plus porte de la dette court terme qui lui permet de financer ses stocks. Ces derniers ont un niveau de rotation moyen de 100 jours de CA. Ainsi, ils représentent 75% à 80% de la dette financière court terme.
Le niveau de gearing n'a donc pas vocation à fortement baisser ce qui induit des frais financiers récurrents annuels entre 3 et 4 M€.

## Structure de Bilan

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Dette Financière CT | 54,1 | 52,9 | 58,7 | 42,1 | 54,0 | 60,8 |
| Dette Financière MT | 0,6 | 13,3 | 16,0 | 10,5 | 7,6 | 6,9 |
| Dette Financière LT | - | 0,1 | 2,2 | 0,1 | - | 1,1 |
| **TOTAL Dette Financière** | **54,7** | **66,4** | **76,9** | **52,7** | **61,6** | **68,8** |
| Trésorerie | 6,7 | 5,7 | 5,0 | 5,1 | 8,6 | 7,4 |
| **Dette Financière Nette** | **48,0** | **60,7** | **71,9** | **47,7** | **52,9** | **61,4** |
| **Gearing** | **128%** | **121%** | **130%** | **93%** | **99%** | **104%** |
| **BFR** | **36,7** | **36,2** | **57,1** | **39,1** | **55,4** | **66,6** |
| BFR (jours de CA) | 95,5 | 86,4 | 128,4 | 112,6 | 148,9 | 160,9 |
| BFR (% du CA) | 26,5% | 24,0% | 35,7% | 31,3% | 41,4% | 44,7% |

*Source : Société*



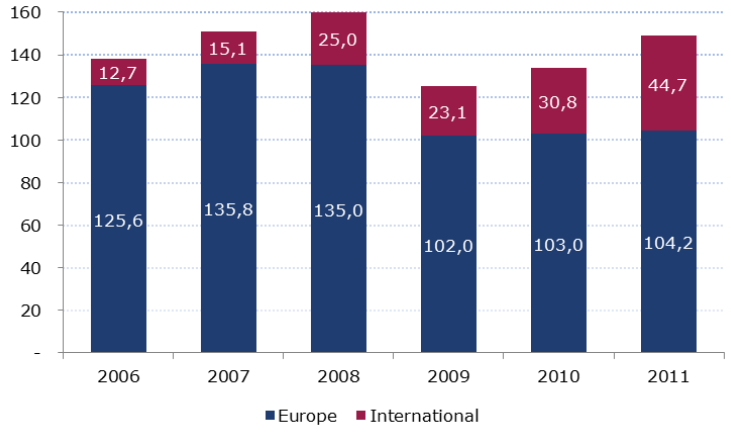
GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Concilier pays matures et pays émergents

## Aller chercher la croissance

Delta Plus mène depuis plusieurs années une politique de développement dans les pays dits émergents. Sans cette stratégie le groupe n'aurait pas été en mesure de trouver des relais de croissance.

### Evolution du CA (M€)




*Source : Société*

Preuve de la pertinence de la stratégie mise en place par Delta Plus, le trou d'air rencontré en 2009, où les pays matures ont nettement plus soufferts que les zones émergentes. Par ailleurs, il faut avoir en tête que le groupe croît en Europe grâce à ses implantations dans les pays de l'Est qui sont aujourd'hui les seules contributrices au développement.

Delta Plus a donc démontré sa capacité d'adaptation et d'anticipation soit en procédant à des acquisitions soit en partant d'une feuille vierge. Le fait de produire ou de faire produire ses propres marques, qui plus est sur l'ensemble de la gamme des EPI et avec les normes qualités européennes qui sont les plus exigeantes et qui font office de référence, est un atout majeur pour pénétrer de nouveaux marchés.

Le groupe va donc poursuivre cette stratégie en Asie et en Amérique du Sud qui sont, à court terme, les seules zones à même d'amener de la croissance. Par ailleurs, le marché des EPI dans ces pays est, si l'on peut dire, naissant car il est apparu grâce aux grands groupes occidentaux qui ont délocalisé leur production. Mais, il se développe de plus en plus au sein de producteurs locaux qui commencent à « donner » un prix à la vie de leurs employés. Cette dernière remarque peut sembler cynique mais malheureusement elle est encore d'actualité. L'hyper-développement se fait souvent au mépris du bien être des employés. Mais lorsqu'un pays commence à atteindre un certain niveau de développement et qu'il a besoin d'une main d'œuvre de mieux en mieux qualifiée, la notion de confort est de plus en plus importante.

Ainsi, sur les zones en développement, Delta Plus va bénéficier de leur industrialisation à marche forcée ce qui offre une forte visibilité. Toutefois, il va sans dire que la concurrence locale va s'intensifier et c'est là où la politique qui vise à remonter la chaîne de valeur va payer. En effet, Delta Plus sera en mesure d'apporter des solutions plus innovantes et donc de rester parmi les acteurs référents. On n'est donc pas dans une course au volume mais dans une course à l'innovation.

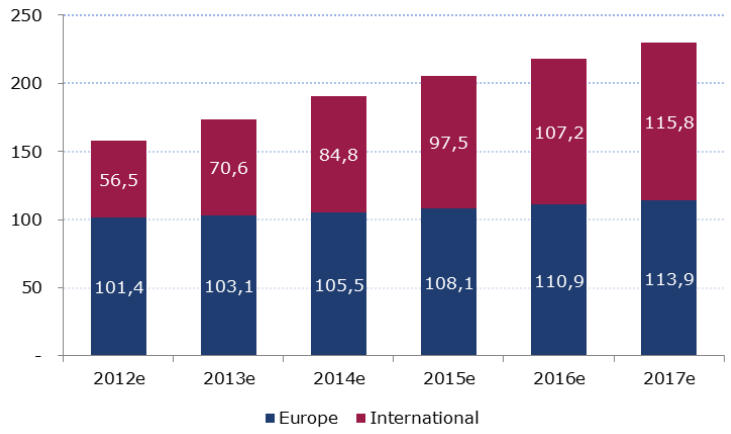


GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

Cet élément est également clé concernant les pays développés qui sont nettement plus exigeants en termes de normes de sécurité, de confort et de design. Si Delta Plus n'avait pas amorcé sa politique de R&D avec ses propres marques, politique qui va s'accroître sur les années à venir, l'Europe serait vouée à progressivement disparaître de son horizon. Aussi, même si l'Europe occidentale ne sera plus le vivier principal de croissance, elle lui servira de support clé à son développement. C'est une sorte de laboratoire de R&D géant qui doit tout de même lui offrir une récurrence de revenus non négligeable.

Ainsi, au regard du contexte actuel, Delta Plus doit être en mesure de réaliser au moins 50% de son activité hors Europe d'ici 5 ans vs 30% en 2011 et 9,2% en 2006. Cette échéance pourrait se raccourcir si le groupe continue sa politique de croissance externe comme avec Eslingar. Cette approche peut être fortement créatrice de valeur car elle lui offre la possibilité de prendre pied sur une zone difficilement pénétrable puis d'y adjoindre toute la gamme de produits d'EPI ce qui permet de gagner des parts de marché beaucoup plus rapidement. Enfin, il est quasi certain que le groupe doive procéder ainsi s'il veut pénétrer des marchés comme le Brésil ou la Turquie car ces derniers imposent des taxes d'importations rapidement dissuasives. Il faut donc disposer de capacités de productions sur place.

## Hypothèses d'évolution de l'activité (M€)




*Estimations : GreenSome Finance*

Dans nos hypothèses moyen-terme, le **TMVA 2011-17e de la zone Europe ressort à +1,5%** alors que **Hors Europe il s'établit à +17,2% ;** soit au niveau un **TMVA de +7,5%.**

**Pour la zone Europe**, nous nous sommes appuyés sur les prévisions d'évolution du PIB émises par le FMI pour 2012 et 2013 avec un biais fortement baissier pour 2012 au regard du 1er trimestre affiché par Delta Plus (CA France -5,3% / CA UE hors France -8,7%).
Par la suite, nous avons retenu une croissance normative oscillant, selon les pays, entre +1% et +4%. Cette approche peut paraître triviale et certainement prudente mais, du fait de la forte corrélation entre le marché des EPI et la santé économique des états, elle nous a semblé à ce jour la plus pertinente.

Concernant la **zone hors Europe**, là aussi nos estimations reposent sur les anticipations de croissance économiques à court terme de pays comme la Chine ou le Brésil auxquelles nous avons adjoint une prime du fait de la taille encore modeste du groupe et de son historique de surperformance sur ces zones.



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

## Un premier semestre tendu, tout se jouera sur le S2

Au cours du 1er trimestre 2012, Delta Plus a affiché une croissance limitée à +1,3% (CA 37,5 M€). Le groupe continue de pâtir de la situation en Europe (France -5,3% / Europe hors France -8,7%). Seul l'international continue d'afficher une croissance à deux chiffres avec un CA de 11,8 M€ en hausse de +26,6% (environ +15-16% à périmètre constant i.e. retraité d'Eslingar).
Le T2 devrait être du même ordre voire en léger recul car les tensions en Europe du Sud se sont accentuées et la France a pâti 1/ d'un mois de mai quasiment à l'arrêt du fait des nombreux jours fériés et 2/ de la période électorale qui induit toujours un certain flottement. Il ne serait donc pas surprenant d'observer une baisse de l'activité sur l'ensemble de la zone Europe proche de 10%, soit un CA sur le S1 d'environ 46-47 M€.

Concernant l'International, on demeurera sur une croissance forte mais probablement moins importante que l'an dernier (S1 11 +69,2%) en raison d'un effet de base moins favorable malgré l'apport attendu d'Eslingar (entre 2 et 3 M€). Nous attendons un CA S1 pour l'International d'environ 25 M€, soit une croissance de 25%.

Sur ces bases, Delta Plus devrait afficher un 1er semestre stable (71,6 M€ attendus).

**Sur l'ensemble de l'exercice** et du fait du contexte global, il nous semble quasiment impossible de retrouver de la croissance sur l'Europe. Nous devrions toutefois observer un rattrapage sur la seconde partie de l'année mais qui ne pourra compenser le S1. Dès lors, l'objectif de 160 M€, affiché par la direction au moment de la publication de ses résultats annuels, ne nous semble plus crédible. Rappelons que cet objectif était fixé au regard des éléments disponibles à cette période mais qu'il pourrait être revu à mi-parcours. Pour preuve, la référence au fait que la vigilance était forte pour les pays d'Europe du Sud et qu'un plan d'économies pourrait être engagé à mi-année si aucun rebond n'était constaté.
Sans surprise, c'est l'International qui permettra à Delta Plus de voir son activité progresser aidé par 1/ l'apport d'Eslingar et 2/ le dynamisme des zones touchées.

### Estimations d'évolution de l'activité en 2012 (M€)

| | | S1 12e | S2 12e | 2012e |
|---|---|---|---|---|
| France | | 19,9 | 21,7 | 41,6 |
| % CA | | 27,8% | 25,1% | 26,3% |
| | var | -10,0% | 2,8% | -3,7% |
| Europe Hors France | | 26,8 | 33,1 | 59,8 |
| % CA | | 37,4% | 38,3% | 37,9% |
| | var | -10,0% | 5,6% | -2,0% |
| Hors Europe | | 25,0 | 31,6 | 56,5 |
| % CA | | 34,8% | 36,6% | 35,8% |
| | var | 25,0% | 27,7% | 26,5% |
| **CA Groupe** | | **71,6** | **86,3** | **157,9** |
| | **Var** | **-0,3%** | **11,9%** | **6,1%** |

*Estimations : GreenSome Finance*

La meilleure performance attendue au S2 de la zone Europe hors France devrait être liée aux pays d'Europe du Nord, de l'Est ainsi qu'à la reprise attendue du Royaume-Uni qui a été totalement réorganisé en 2011.



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Innovation et développement local : les clés de la rentabilité

Le développement de Delta Plus passe 1/ par la consolidation de ses positions dans les pays matures grâce à l'innovation produit et 2/ par la poursuite d'une politique agressive d'implantation dans les pays émergents.
Pour cela, le groupe doit continuer ses efforts en R&D, notamment sur les gammes les plus techniques (Antichute, Tête) qui sont les plus rentables. Par ailleurs, sur les gammes moins pointues, il doit toujours être en mesure d'apporter des nouveautés là aussi pour conserver un haut niveau de référencement et se différencier des acteurs locaux souvent monogames.

L'expertise logistique du groupe, sa large palette d'EPI ainsi que sa capacité à se positionner sur les zones à forte croissance doivent être des éléments permettant à Delta Plus de conserver un niveau de marge opérationnelle supérieur à 8% sur le long terme. Autre élément de soutien de la marge, le fait que sur certaines zones il est plus facile de travailler en direct avec le client contrairement en France où ce sont les distributeurs qui détiennent 100% du marché. Viser donc plus de 10% n'a pas de sens au regard de la stratégie mise en place car Delta Plus a fait le choix de se positionner juste au-dessous de l'ex Spérian Protection afin d'être vu comme une alternative crédible aux yeux des acheteurs.
Ainsi, l'exposition de plus en plus forte de Delta Plus sur les pays émergents, là où les réseaux structurés n'existent quasiment pas, peut permettre de trouver quelques points de marge supplémentaire. C'est donc une sorte de matelas de sécurité si la pression s'accroit dans les pays matures. Pour que la donne change dans les pays déjà tenus pas les distributeurs, il faudrait que les leaders tels 3M ou Honeywell se passent des intermédiaires. Si une brèche était ouverte, Delta Plus en profiterait mais actuellement ce n'est pas le cas.

**Pour conclure** sur la rentabilité normative du groupe, elle se situe entre 8% et 10% et cela par choix stratégique. Par le passé, Delta Plus a démontré sa capacité à tenir ces niveaux. Une exposition plus forte aux pays émergents permet de se rapprocher des 10% voire dans certains cas de la dépasser. Autre élément de soutien à la marge, le fait que le groupe est à la fois producteur, développeur et distributeur.

## Estimations de résultats (M€)

| | 2011 | 2012e | 2013e | 2014e | *TMVA* |
|---|---|---|---|---|---|
| **CA** | **148,9** | **157,9** | **173,7** | **190,3** | |
| **var** | **11,2%** | **6,1%** | **10,0%** | **9,5%** | ***8,5%*** |
| **Marge brute** | **68,7** | **72,6** | **79,9** | **87,5** | |
| **% CA** | **46,2%** | **46,0%** | **46,0%** | **46,0%** | |
| Charges variables | 11,26 | 12,63 | 14,77 | 16,17 | |
| % CA | 7,6% | 8,0% | 8,5% | 8,5% | |
| var | -1,9% | 12,2% | 16,9% | 9,5% | |
| Charges fixes | 23,33 | 24,79 | 26,93 | 30,44 | |
| % CA | 15,7% | 15,7% | 15,5% | 16,0% | |
| var | 7,2% | 6,3% | 8,6% | 13,0% | |
| Charges de personnel | 22,34 | 22,86 | 23,40 | 24,02 | |
| % CA | 15,0% | 14,5% | 13,5% | 12,6% | |
| var | 11,7% | 2,3% | 2,4% | 2,7% | |
| **ROC** | **11,8** | **12,4** | **14,8** | **16,9** | |
| **% CA** | **7,9%** | **7,8%** | **8,5%** | **8,9%** | ***12,7%*** |
| Res. Financier | - 3,51 | - 3,15 | - 3,49 | - 3,87 | |
| IS | 1,62 | 1,74 | 2,17 | 2,50 | |
| % RCAI | 20,4% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | |
| **RN** | **6,3** | **7,0** | **8,7** | **10,0** | |
| **% CA** | **4,3%** | **4,4%** | **5,0%** | **5,3%** | ***16,5%*** |

**MB** (moyenne 2005-11 45,3% du CA) : Amélioration grâce à la montée en gamme des EPI mais attention au coût des matières premières (pétrole, coton…)

**Charges variables** (moyenne 05-11 8,2% du CA) : Bonne maîtrise historique de ce poste mais sensible aux coûts de transport & aux développements de nouveaux produits

**Charges fixes** (moyenne 05-11 14,1% du CA) : nécessité de renforcer les outils de reporting & de suivi + adapter les surfaces de stockages aux zones ciblées

**Personnel** (moyenne 05-11 14,3% du CA) : Equipe en place à même d'absorber un volume d'affaires de 200 M€ donc pas de renforcement majeur à court terme

Résultant du niveau de dette financière court terme

*Estimations GreenSome Finance*



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Un bilan qui doit être sous surveillance

Delta Plus va consacrer 100% de son budget informatique pour changer la version de son ERP. Cet outil permettra, entre autres, la mise en place d'un suivi mensuel des stocks par la direction. Cet élément est clé au regard de l'évolution de ces derniers qui ont atteint un pic en 2011.
C'est certainement le point de faiblesse du groupe même si la notion de collection est encore peu présente dans les EPI (corps & chaussures) ce qui évite de porter des stocks invendables d'une année sur l'autre. Néanmoins, Delta Plus doit surveiller de près ses stocks car ils induisent de porter de la dette financière. Au-delà du coût financier que cela induit, cela peut mettre en risque le groupe qui ne bénéficie pas à ce jour d'un pool bancaire. En effet, le groupe travaille avec plus de 10 établissements ce qui disperse les lignes et les rend donc moins stratégiques pour les banques. Dans un contexte de tension, certaines pourraient décider de couper leurs octrois et si plusieurs adoptaient la même attitude en même temps cela aurait des répercussions négatives sur la capacité du groupe à financer son stock et donc à répondre à la demande de ses clients dans les délais requis.

Aussi, selon nous, la ligne principale à surveiller est celle des stocks, le reste des lignes du bas de bilan étant sous contrôle. Dans nos estimations, nous avons volontairement pris un biais prudent en les faisant progresser jusqu'à 140 jours de CA en 2014 vs 126 en 2011 et en moyenne 104 depuis 2006. Nous justifions cette hypothèse 1/ par le fait que le groupe se développe de plus en plus sur les pays émergents et, qu'afin de gagner des parts de marché, il doit garantir un délai de livraison de 2-3 jours ce qui induit d'accroître les stocks plus vite que le volume d'affaires et 2/ par le rachat d'Eslingar en Argentine qui a un impact à court terme le temps que les process de gestion soient harmonisés avec ceux du groupe.
Dès lors, le BFR attendu pour les années à venir devrait approcher les 170 jours de CA vs 161 en 2011 et en moyenne, sur la période 2006-11, à 121 jours.

Sur cette base et en estimant que 90% de la dette financière court-terme sert à financer les stocks vs 85,5% en 2011 et en moyenne 76,7%, le niveau de gearing devrait s'améliorer d'environ 5 points en 2012 et 2013.
Cette amélioration, purement théorique, ne prend pas en compte certaines écritures difficilement modélisables (variation des taux de changes…) ou des mouvements de périmètres. Par ailleurs, nous avons raisonné avec 1/ un niveau d'investissements corporels & incorporels d'1,8% du CA et 2/ une politique de distribution de dividende sur la base d'1 € par action.

## Structure de Bilan

| | Moy. 06-11 | 2011 | 2012e | 2013e | 2014e |
|---|---|---|---|---|---|
| **CP (M€)** | | **59,1** | **64,2** | **71,0** | **79,2** |
| Gearing | 114,4% | 103,9% | 98,8% | 94,3% | 88,0% |
| | | | | | |
| **BFR (M€)** | | **66,6** | **72,3** | **81,5** | **91,4** |
| BFR (jours de CA) | 121 | 161 | 165 | 169 | 173 |
| BFR (% CA) | 33,5% | 44,7% | 45,8% | 46,9% | 48,0% |

*Estimations GreenSome Finance*



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Evaluation

## Valorisation par les DCF

- **WACC de 9,5%**
  - prime de risque société 2,6x
  - OAT 10 ans de 2,70%
  - Croissance à l'infini de +1,5%

### Tableau Prévisionnel des Flux de Trésorerie

| M€ | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Chiffre d'affaires** | **157,9** | **173,7** | **190,3** | **205,6** | **218,2** | **229,7** | **239,9** | **249,3** | **256,1** | **263,1** |
| Variation | 6,1% | 10,0% | 9,5% | 8,1% | 6,1% | 5,3% | 4,4% | 3,9% | 2,7% | 2,7% |
| **EBIT** | **12,36** | **14,82** | **16,88** | **18,30** | **19,69** | **20,29** | **20,95** | **21,50** | **22,03** | **22,56** |
| % CA | 7,8% | 8,5% | 8,9% | 8,9% | 9,0% | 8,8% | 8,7% | 8,6% | 8,6% | 8,6% |
| **IS** | **1,74** | **2,17** | **2,50** | **2,74** | **2,98** | **3,07** | **3,16** | **3,23** | **3,31** | **3,39** |
| Taux d'imposition (%) | 14,1% | 14,6% | 14,8% | 15,0% | 15,1% | 15,1% | 15,1% | 15,0% | 15,0% | 15,0% |
| **Amortissements et provisions** | **1,49** | **1,93** | **2,42** | **2,95** | **3,51** | **4,10** | **4,32** | **4,49** | **4,61** | **4,74** |
| % CA | 0,9% | 1,1% | 1,3% | 1,4% | 1,6% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% |
| **Cash flow d'exploitation** | **12,1** | **14,6** | **16,8** | **18,5** | **20,2** | **21,3** | **22,1** | **22,8** | **23,3** | **23,9** |
| **Investissements industriels** | **2,84** | **3,13** | **3,42** | **3,70** | **3,93** | **4,14** | **4,32** | **4,49** | **4,61** | **4,74** |
| % CA | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% |
| **Variation du BFR** | **5,79** | **9,18** | **9,87** | **7,37** | **6,03** | **5,56** | **4,87** | **4,53** | **3,28** | **3,37** |
| **BFR** | 72,35 | 81,53 | 91,40 | 98,77 | 104,80 | 110,36 | 115,23 | 119,76 | 123,03 | 126,40 |
| % CA | 45,8% | 46,9% | 48,0% | 48,0% | 48,0% | 48,0% | 48,0% | 48,0% | 48,0% | 48,0% |
| **Cash flow disponible** | **3,47** | **2,28** | **3,51** | **7,45** | **10,26** | **11,64** | **12,92** | **13,74** | **15,45** | **15,80** |
| **Cash flow disponible actualisé** | **3,31** | **1,99** | **2,80** | **5,42** | **6,82** | **7,06** | **7,16** | **6,95** | **7,14** | **6,67** |

| | |
|---|---|
| **Valeur terminale actualisée** | 84,5 |
| **Somme des CFD actualisés** | 55,3 |
| **Endettement au 31/12/12e** | 63,4 |
| **VALEUR DE L'ENTREPRISE (M€)** | **76,4** |
| **Valeur par Actions (€)** | **41,5** |

**Tableau de sensibilité**

| | Taux de croissance à l'infini | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Taux d'actualisation** | 0,50% | 1,00% | **1,50%** | 2,00% | 2,50% |
| 7,5% | 61,0 | 66,1 | 72,0 | 79,0 | 87,4 |
| 8,5% | 46,9 | 50,5 | 54,5 | 59,2 | 64,7 |
| **9,5%** | 36,0 | 38,6 | **41,5** | 44,8 | 48,6 |
| 10,5% | 27,4 | 29,4 | 31,5 | 33,9 | 36,6 |
| 11,5% | 20,5 | 22,0 | 23,6 | 25,4 | 27,4 |

*Estimations GreenSome Finance*

**La valorisation par les DCF fait ressortir une valorisation d'entreprise de 76,4 M€, soit un cours de 41,5 € par action (+115%).**



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Valorisation par les comparables

Nous avons retenu 7 sociétés cotées toutes présentes de manière plus ou moins importantes sur le segment de marché de Delta Plus (cf. page 4).

## Tableau Comparables

**Fondamentaux**

| | Market Cap. (M€) | CA 2011 (M€) | MOC |
|---|---|---|---|
| 3M Co | 48 623 | 22 874 | 20,9% |
| Ansell Ltd. | 1 381 | 998 | 12,3% |
| Honeywell Intl Inc. | 33 531 | 28 219 | 12,3% |
| Kimberly Clark Corp | 26 028 | 16 104 | 13,9% |
| Latchways | 143 | 50 | 24,0% |
| Mine Safety Appliances | 1 137 | 906 | 10,6% |
| Top Glove Corporation Bhc | 791 | 479 | 7,0% |

**Ratios**

| | VE / CA | | | VE / ROC | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2011 | 2012e | 2013e | 2011 | 2012e | 2013e | 2011 | 2012e | 2013e |
| 3M Co | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 10,5 | 9,5 | 8,9 | 15,2 | 13,6 | 12,5 |
| Ansell Ltd. | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 11,3 | 9,9 | 8,8 | 13,1 | 11,3 | 10,1 |
| Honeywell Intl Inc. | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 10,6 | 8,0 | 7,8 | 13,6 | 11,7 | 10,6 |
| Kimberly Clark Corp | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 13,7 | 12,4 | 11,8 | 17,9 | 16,0 | 14,9 |
| Latchways | 2,6 | 2,3 | 2,1 | 10,8 | 9,7 | 8,9 | 16,5 | 14,6 | 13,3 |
| Mine Safety Appliances | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 14,3 | 10,9 | 9,7 | 21,3 | 14,5 | 12,8 |
| Top Glove Corporation Bhc | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 21,6 | 12,4 | 11,3 | 29,9 | 16,9 | 15,3 |
| **Mediane** | **1,5** | **1,4** | **1,3** | **11,3** | **9,9** | **8,9** | **16,5** | **14,5** | **12,8** |
| **Delta Plus** | **0,7** | **0,6** | **0,6** | **8,2** | **8,0** | **6,9** | **5,6** | **5,1** | **4,1** |
| Valorisation DP Base Peers (M€) | | 161,2 | 164,7 | | 58,5 | 65,6 | | 100,8 | 110,7 |

| | |
|---|---|
| Valorisation Mediane (M€) | 84,50 |
| **Val. post décote 30% (M€)** | **59,18** |
| **Objectif de cours (€)** | **32,17** |
| **Potentiel** | **66,6%** |

*Estimations : Infinancials*

**La valorisation par les comparables fait ressortir une valorisation post décote liée à la taille de 59,2 M€, soit une valeur par action de 32,2 € (+66,6%).**



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Multiples de transactions

Le secteur des EPI a connu de nombreuses opérations de consolidation ces dernières années au premier rang desquelles le rachat en 2011 de Sperian Protection (leader mondial) par Honeywell.

## Valorisation sur la base des ratios de transaction du secteur

| | Acquéreur | Cible | Taille opération | Activité | Ratios de transaction | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | VE/CA | VE/EBITDA | VE/EBIT |
| 2011 | KKR (USA) | Capital Safety (USA) | 1,1 Md$ | Antichute | 3,3x | 11,8x | 12,3x |
| | Honeywell (USA) | King's Safetywear (Singapour) | 338 M$ | Distributeur - Pieds | 2,5x | 9,8x | |
| 2010 | Honeywell (USA) | Sperian (France) | 1,4 Md$ | Leader mondial de l'EPI | 1,8x | 13,3x | 17,5x |
| 2008 | Honeywell (USA) | NSP (USA) | 1,2 Md$ | Producteur - Pieds | 1,9x | 11,6x | 15,6x |
| 2007 | 3M (USA) | Aearo Technologies (USA) | 1,2 Md$ | Producteur - Tête | 2,4x | 11,4x | |
| **Moyenne** | | | | | **2,4** | **11,6** | **15,1** |
| | | | | | Ratios de valorisation 2012e | | |
| DELTA PLUS | | | | | 0,6 | 8,0 | 8,3 |
| | | | | | Valorisation / base transactions | | |
| DELTA PLUS (M€) | | | | | 312,4 | 79,7 | 116,0 |
| **Valeur par action (€)** | | | | | | | **63,1** |
| **Potentiel** | | | | | | | **227%** |

*Source & Estimations : Presse & GreenSome Finance*

Il ressort de ce tableau le fait que dans un schéma d'acquisitions les groupes ou les fonds d'investissement pourraient valoriser Delta Plus deux fois plus qu'actuellement.



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Synthèse

Nous privilégions l'approche par les DCF avec une pondération de 70% car les comparables retenus ont des niveaux de valorisation nettement plus importants que Delta Plus et leur activité EPI est, pour la plupart, une partie de leur activité.
Par ailleurs, nous retenons une décote de 30% sur la valorisation obtenue par comparables du fait du différentiel de taille.

## Méthode de valorisation

| | Pondération | Capitalisation (M€) | Valeur par action (€) | Potentiel |
|---|---|---|---|---|
| DCF | 70% | 76,43 | 41,55 | 115,2% |
| *Comparables avant décote* | | *84,55* | *45,96* | *138,0%* |
| Comparables après décote* | 30% | 59,18 | 32,17 | 66,6% |
| **Valorisation*** | | **71,26** | **38,73** | **100,6%** |

** prise en compte d'une décote comparables de 30% liée à la taille*

*Estimations GreenSome Finance*

**La valeur par action à moyen terme s'établit donc à 38,7€, soit un potentiel d'appréciation de +100%.**

**Nous initions donc Delta Plus avec une opinion Achat.**



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

# Données Financières

| COMPTE DE RESULTAT (M€) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012e | 2013e | 2014e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Chiffre d'affaires | 125,1 | 133,9 | 148,9 | **157,9** | **173,7** | **190,3** |
| Achats | 68,0 | 70,9 | 80,2 | **85,3** | **93,8** | **102,7** |
| Marge Brute | 57,1 | 63,0 | 68,7 | **72,6** | **79,9** | **87,5** |
| Charges Variables | 10,4 | 11,5 | 11,3 | **12,6** | **14,8** | **16,2** |
| Charges Fixes | 20,5 | 21,8 | 23,3 | **24,8** | **26,9** | **30,4** |
| Charges de personnel | 19,1 | 20,0 | 22,3 | **22,9** | **23,4** | **24,0** |
| Autres produits & charges | 0,3 | -0,1 | 0,0 | **0,0** | **0,0** | **0,0** |
| ROC | 7,4 | 9,6 | 11,8 | **12,4** | **14,8** | **16,9** |
| Produits & Charges non courants | -2,7 | -2,3 | -0,3 | **-0,5** | **-0,5** | **-0,5** |
| ROP | 4,7 | 7,3 | 11,5 | **11,9** | **14,3** | **16,4** |
| Résultat financier | -2,5 | -2,4 | -3,5 | **-3,1** | **-3,5** | **-3,9** |
| RCAI | 2,2 | 4,9 | 8,0 | **8,7** | **10,8** | **12,5** |
| Impôts sur les bénéfices | 0,3 | 0,9 | 1,6 | **1,7** | **2,2** | **2,5** |
| Résultat net | 1,9 | 4,1 | 6,3 | **7,0** | **8,7** | **10,0** |

| BILAN (M€) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012e | 2013e | 2014e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Actif immobilisé | 49,0 | 48,2 | 49,8 | **51,2** | **52,4** | **53,4** |
| *Dont Goodwill* | *36,2* | *37,2* | *39,9* | ***39,9*** | ***39,9*** | ***39,9*** |
| Stocks | 30,2 | 40,5 | 52,0 | **57,0** | **65,2** | **74,0** |
| Clients & mobilisations de créances | 28,5 | 30,4 | 31,2 | **32,9** | **36,2** | **39,6** |
| Autres débiteurs | 9,3 | 14,0 | 10,6 | **11,0** | **12,1** | **13,2** |
| Disponibilités et FCP | 5,1 | 8,6 | 7,4 | **6,6** | **10,7** | **16,4** |
| TOTAL ACTIF | 122,1 | 141,7 | 150,9 | **163,6** | **181,4** | **201,6** |
| Capitaux propres | 51,0 | 53,3 | 59,1 | **64,2** | **71,0** | **79,2** |
| Provisions | 0,9 | 2,3 | 0,9 | **0,9** | **0,9** | **0,9** |
| Dettes financières | 52,7 | 61,6 | 68,8 | **70,0** | **77,6** | **86,1** |
| Fournisseurs | 13,0 | 14,1 | 12,8 | **13,2** | **14,5** | **15,9** |
| Dettes fiscales & sociales | 4,1 | 5,0 | 6,5 | **6,6** | **7,2** | **7,9** |
| Autres dettes | 42,4 | 59,5 | 63,7 | **72,2** | **82,6** | **93,9** |
| TOTAL PASSIF | 122,1 | 141,7 | 150,9 | **163,6** | **181,4** | **201,6** |

| TABLEAU DE FINANCEMENT (M€) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012e | 2013e | 2014e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Capacité d'autofinancement | 4,3 | 7,0 | 11,7 | **8,5** | **10,6** | **12,4** |
| Variation du BFR | -18,3 | 16,1 | 12,1 | **5,8** | **9,2** | **9,9** |
| Flux de trésorerie liés à l'activité | 22,6 | -9,6 | -1,9 | **2,7** | **1,4** | **2,6** |
| Flux Investissements | -3,9 | 0,2 | -3,2 | **-2,8** | **-3,1** | **-3,4** |
| Augmentation de capital | 0,1 | 0,1 | 0,1 | **0,0** | **0,0** | **0,0** |
| Dividendes | -2,1 | -1,2 | -1,4 | **-1,8** | **-1,8** | **-1,8** |
| Var. Dettes financières | -24,2 | 13,4 | 6,9 | **1,2** | **7,7** | **8,4** |
| Flux financement | -1,9 | 12,3 | 3,2 | **-0,6** | **5,8** | **6,6** |
| Variation de trésorerie | 16,8 | 4,3 | -1,3 | **-0,8** | **4,1** | **5,7** |

| RATIOS | 2009 | 2010 | 2011 | 2012e | 2013e | 2014e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Marge brute | 45,6% | 47,1% | 46,2% | **46,0%** | **46,0%** | **46,0%** |
| Marge d'EBIT | 5,9% | 7,2% | 7,9% | **7,8%** | **8,5%** | **8,9%** |
| Marge opérationnelle | 3,8% | 5,4% | 7,7% | **7,5%** | **8,2%** | **8,6%** |
| Marge nette | 1,5% | 3,0% | 4,3% | **4,4%** | **5,0%** | **5,3%** |
| ROE (RN/Fonds propres) | 3,8% | 7,6% | 10,7% | **10,9%** | **12,2%** | **12,6%** |
| ROCE (NOPAT/Capitaux employés) | 4,4% | 4,3% | 4,7% | **4,5%** | **4,7%** | **4,7%** |
| Dettes nettes / Fonds propres (gearing) | 93,4% | 99,4% | 103,9% | **98,8%** | **94,3%** | **88,0%** |
| FCF par action | 10,22 | -5,17 | -2,80 | **-0,10** | **-0,93** | **-0,47** |
| BNPA (en €) | 1,06 | 2,21 | 3,44 | **3,79** | **4,71** | **5,44** |
| Dividende par action (en €) | 0,70 | 0,80 | 1,00 | **1,00** | **1,00** | **1,00** |
| Rendement net | 3,6% | 4,1% | 5,2% | **5,2%** | **5,2%** | **5,2%** |
| Taux de distribution | 79,2% | 35,0% | 29,0% | **26,4%** | **21,2%** | **18,4%** |

*Estimations GreenSome Finance*



GreenSome Finance
12 rue Saint-Saëns 75015 Paris Fax : 01.71.18.38.39

## SYSTEME DE RECOMMANDATION

| ACHAT | ACCUMULER | ALLEGER | VENDRE |
|---|---|---|---|
| Potentiel > +15% | 0% < Potentiel < +15% | -15% < Potentiel < 0% | Potentiel < -15% |

## DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

| Opération de Corporate finance en cours ou réalisée durant les 12 derniers mois | Participation au capital de l'émetteur | Contrat de suivi avec l'émetteur* | Communication préalable à l'émetteur | Contrat de liquidité et / ou Animation de marché | Contrat d'apporteur de liquidité |
|---|---|---|---|---|---|
| NON | NON | **OUI** | **OUI** | NON | NON |

***Etude financée par Delta Plus, Aviva Investors et NYSE Euronext dans le cadre de l'Observatoire du Financement des Entreprises par le Marché**

Cette publication a été rédigée par GreenSome Consulting. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées.
L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant GreenSome Consulting ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de GreenSome Consulting à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni GreenSome Consulting, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Conformément à la règlementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, GreenSome Consulting a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions règlementaires et de l'évolution de l'activité de GreenSome Consulting. GreenSome Consulting entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, GreenSome Consulting a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution au Royaume-Uni, uniquement destinée aux 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 auprès de personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable, et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.
GreenSome Finance et GreenSome Research sont des marques déposées de GreenSome Consulting.