

Cofle

Une croissance sans frein

18 Janvier 2022

Une complémentarité stratégique des activités

Cofle est une multinationale italienne leader dans la fabrication de pièces détachées à destination de machines agricoles et de véhicules légers. Ses principaux produits sont des câbles mécaniques et des systèmes de contrôle, les activités du groupe s'organisent autour de deux divisions

i) OEM, où Cofle équipe le marché primaire, essentiellement des tracteurs. Impliqué dès la phase de développement, le groupe se distingue de la concurrence via son haut niveau de service d'ingénierie. Cofle ne se contente pas d'être un simple fournisseur et codéveloppe ses nouveaux produits conjointement avec ses clients, ce qui lui permet de construire des liens commerciaux et industriels sur la durée.

ii) Aftermarket, où Cofle vend des pièces détachées pour le marché secondaire. La force du groupe réside dans son réseau logistique efficient - lui permettant de maximiser sa réactivité tout en conservant une structure de coûts optimisée.

La parfaite complémentarités de ces deux activités, (avec OEM procyclique et aftermarket plus défensive) renforce la résilience du CA de Cofle.

Un savoir-faire unique

Fort de ses 50+ ans d'expérience, Cofle a développé une expertise unique qui se traduit par le dépôt de 8 brevets sur les 5 dernières années. L'excellence de R&D, inscrite dans l'ADN de Cofle depuis sa création, lui a également permis de se positionner comme une entreprise innovante sur des produits prometteurs tels que la mécatronique (i.e. la combinaison entre la mécanique et l'électronique) ou les capteurs électroniques de contrôle pour rendre les véhicules plus autonomes.

Un marché dynamique avec des relais de croissance prometteurs

Poussée par la croissance de la demande alimentaire mondiale, l'augmentation du taux d'équipement dans les pays émergents et le retour à une agriculture locale dans les pays développés, la production annuelle de tracteurs agricoles devrait augmenter de 42% à horizon 2027, pour atteindre 1.4m d'unités. Aujourd'hui présent dans c.15% des tracteurs produits annuellement, Cofle devrait être capable d'augmenter sa part de marché grâce à **i)** la grande qualité de son portefeuille clients regroupant les leaders du secteur **ii)** son savoir-faire unique et ses technologies différenciantes **iii)** le tout avec un rapport qualité-prix attractif.

Valorisation – 131.2m€

Le modèle économique de Cofle concentre donc **i)** un fort potentiel de croissance à long terme **ii)** des barrières concurrentielles significatives, le tout avec **iii)** un profil de risque sécurisant. Afin de refléter ces qualités intrinsèques tout en intégrant Cofle dans la dynamique de son secteur notre valorisation est composée d'un DCF pondéré à 75% (131.5m€) et d'une méthode par les comparables pondérée à 25% (130.1m€). Notre modèle conclut donc d'une valorisation de 131.2m€.

ACHAT

Objectif : 24.3€
Potentiel : 61%

Infos marché

Secteur	Equipementier
Cours (€)	15.1
Capitalisation (M€)	83.6
Marché	Euronext Growth
Bloomberg	CFL:IM

Actionnariat

Valfin Srl	67%
Flottant	33%

M€ (31/12)	2020	2021	2022	2023
CA (M€)	38.1	52.1	58.6	63.2
<i>Var</i>	0.0%	36.7%	12.6%	7.7%
ROC	4.7	11.9	14.2	16.1
<i>Marge op (%)</i>	12.3%	22.9%	24.2%	25.4%
RN	3.9	9.3	11.1	12.6
BNPA publié €	0.71	1.73	2.06	2.33
<i>Var</i>	31.4%	142.0%	19.1%	13.1%
Dividende (€)	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Rendement</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF	2.6	6.2	11.8	10.4
ROCE	21.5%	24.0%	23.1%	21.2%
VE/CA (x)		1.3	1.2	1.1
VE/ROC (x)		5.8	4.9	4.3
PER (x)		9.0	7.5	6.7
Dette fin. Nette	8.4	-14.5	-26.0	-37.3
<i>Gearing net</i>	114.9%	-	-	-

Estimations Midcap Partners

Analystes	Auguste Deryckx Yann Decroocq
Email	aderyckx@midcapp.com
Tel	+33 1 78 95 71 79



Table des matières

I. L'essentiel.....	3
II. Historique	5
III. Description des activités	5
IV. Un savoir-faire unique.....	11
V. Présence à l'internationale, au plus près des clients	12
VI. Analyse sectorielle.....	16
VII. Positionnement stratégique.....	22
VIII. Analyse financière	28
IX. Analyse extra-financière	31
X. Valorisation	34
XI. Les risques à considérer	38
XII. Annexes	40
Données financières.....	43
Disclaimer	44



I. L'essentiel

Description

Cofle S.p.A. est le leader mondial dans la confection et la fabrication de pièces et équipements à destination de machines agricole et de l'industrie automobile. Le chiffre d'affaires du groupe se divise en deux activités **i)** l'OEM, où Cofle équipe le marché primaire, principalement les tracteurs et **ii)** l'Aftermarket, où Cofle fournit des pièces de rechanges pour l'industrie automobile.

Cofle se démarque par son savoir-faire unique qui repose sur 50+ ans d'expérience, 2 centres de R&D et 2 centres d'ingénieries – lui permettant de garantir un rapport qualité/prix attractif à ses clients, tout en se positionnant sur des technologies d'avenir.

Analyse SWOT

Forces

- Présence internationale (+300 clients dans 40 pays différents)
- Excellent rapport qualité/prix grâce à une R&D performante
- Grande complémentarité des activités, maximisant la résilience du CA.

Faiblesses

- Concentration du portefeuille clients (c.1/3 du CA dépend de 2 clients).
- Faible exposition au marché asiatique, qui est pourtant porteur

Opportunités

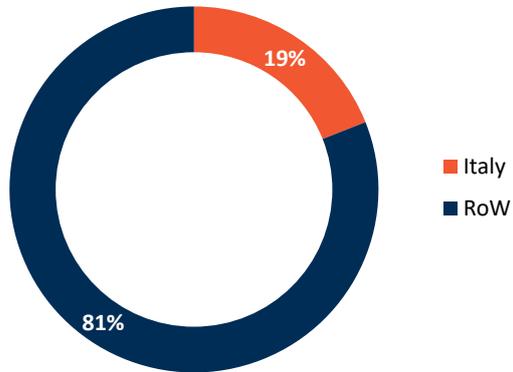
- La croissance démographique nécessitera une augmentation de la capacité de production agricole, et donc du nombre de tracteurs.
- Le vieillissement de la flotte automobile nécessite des pièces pour la réparation.
- Le développement technologique des tracteurs permet l'apparition de nouvelles pièces et de nouveaux systèmes à haute valeur ajoutée.

Menaces

- Augmentation du prix des matières premières, pouvant provoquer une contraction des marges.
- Pression des concurrents sur les prix, avec des acteurs extra low-cost venant d'Asie

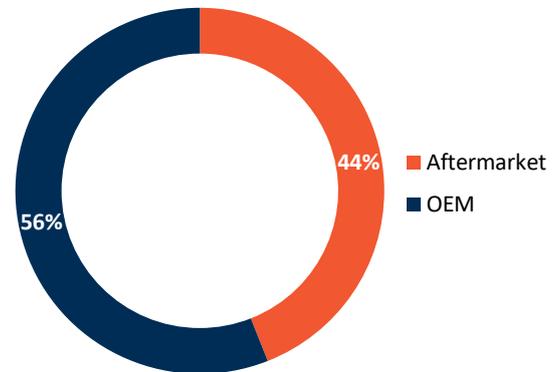


Répartition du CA 2020 par zone



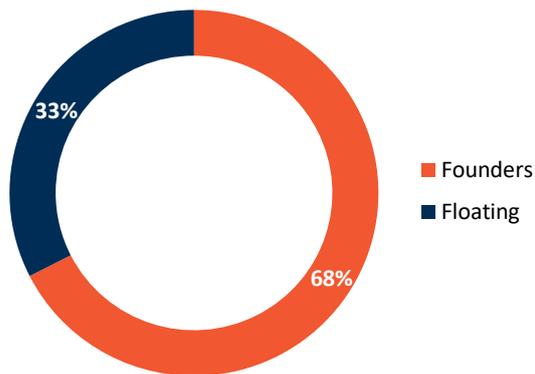
Source : société

Répartition du CA 2020 par division



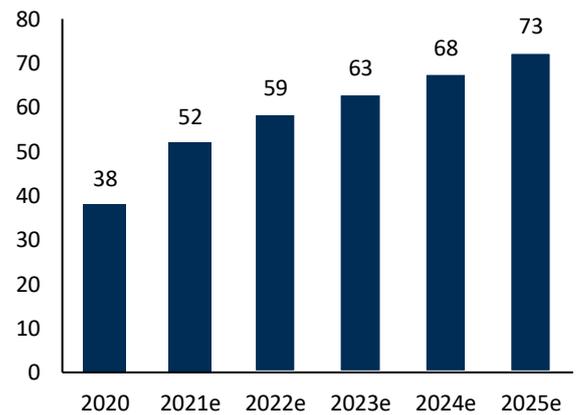
Source : société

Actionnariat



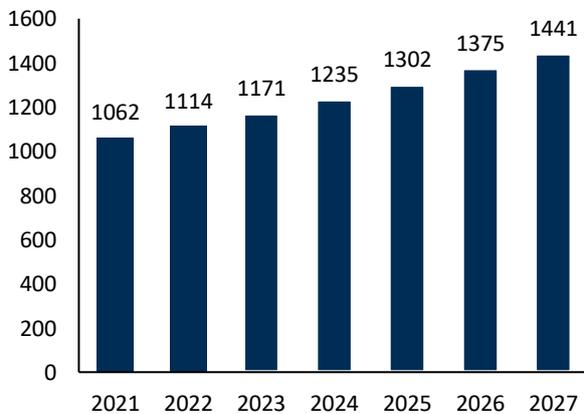
Source : société

Evolution du CA (m€)



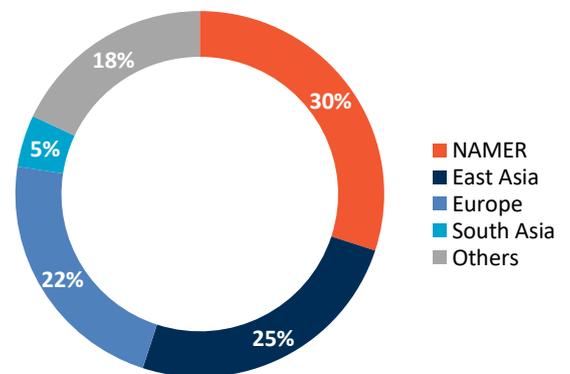
Source : société

Prévisions des ventes mondiales de tracteurs (k unités)



Source : HNY Research

Répartition des ventes de tracteurs par région – prévision 2022



Source : HNY Research



II. Historique

Fondé en 1964 par Bruno Barbieri sous la forme d'un atelier de garage ayant pour but de développer une solution innovante de fabrication de câbles à destination l'industrie automobile italienne, le groupe s'est industrialisé dès le début des années 1970.

Lors de cette phase d'industrialisation, Cofle s'est également diversifié en intégrant le marché des pièces de rechanges dans les années 80 – ce qui forme aujourd'hui la division Aftermarket.

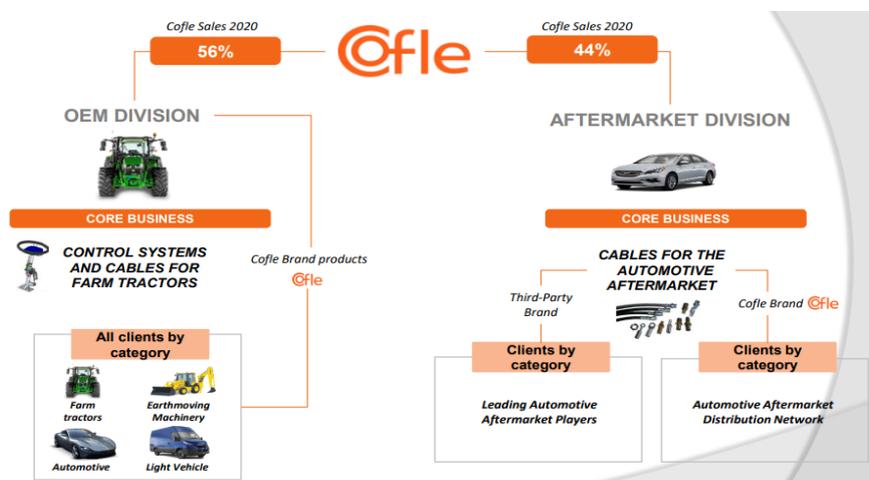
Les années 2000 marquent le début de l'expansion géographique, avec la fondation de différentes filiales comme Cofle DCI et Cofle TK pour accélérer le développement sur le marché Turque. Durant cette période, le groupe s'est également implanté au Brésil et en Chine.

Aujourd'hui, Cofle est un groupe mondial bénéficiant d'implantations stratégiques dans 5 pays, comptant 6 sites de productions et 500+ employés. Grâce à son savoir-faire de longue date et l'excellence de sa R&D, Cofle a construit un catalogue de plus de 7 000 solutions innovantes, faisant de lui le leader de son secteur d'activité. A court terme, Cofle cherche à accélérer son développement en élargissant son catalogue de produits – notamment grâce à des opérations de croissance externe.

III. Description des activités

Le groupe s'organise autour de deux divisions **i)** l'OEM, où Cofle équipe le marché primaire, principalement des tracteurs et **ii)** l'Aftermarket, où Cofle fourni des pièces de rechanges pour l'industrie automobile.

Schéma des activités du groupe



Source : Société

a. Original Equipment Manufacturer

La division Original Equipment Manufacturer (OEM) propose une offre de systèmes de contrôle et de câbles mécaniques personnalisée pour des tracteurs, des véhicules de chantier ou des véhicules haut de gamme. Cette activité se base sur 'l'engineering' et le 'co-engineering'.

Lorsqu'un donneur d'ordres, i.e. un client de Cofle, initie un nouveau projet, il échange avec le groupe dès la phase de conception afin de codévelopper les différents produits. En faisant du sur mesures Cofle est donc capable de répondre exactement aux différents besoins de ses différents clients. Durant cette phase de conception, pouvant durer jusqu'à 3 ans, Cofle apporte alors son savoir-faire et son expérience – ce qui lui permet de tisser d'étroites relations commerciales et industrielles.

Les phases de vie d'un projet

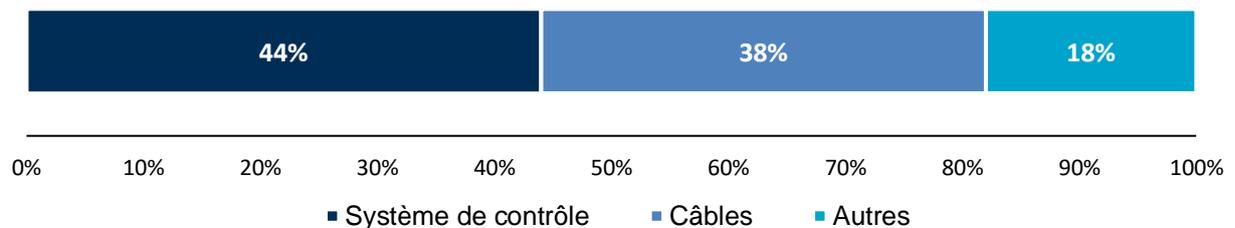


Source : Société

Les produits de la division OEM se divisent en trois grandes familles **i)** Les systèmes de contrôle : joysticks, pédales, vannes à bobines, navettes électriques etc. **ii)** les câbles de traction, i.e. câble de frein, d'embrayage, d'accélérateur et autres. Cofle bénéficie d'une expertise reconnue sur cette famille de produits et a développé un savoir-unique – pour plus de détails, voir la partie IV. **iii)** les autres systèmes sur-mesure comme des colonnes de direction, des systèmes d'entraînement de mouvement, des pièces moulées sous pression etc.

Le chiffre d'affaires FY20 de la division OEM était divisé entre les familles de produits comme ci-dessous – ces proportions sont globalement stables dans le temps.

Répartition du chiffre d'affaires par produits



Source : Société



Zoom sur les produits proposés par Cofle pour l'industrie des tracteurs

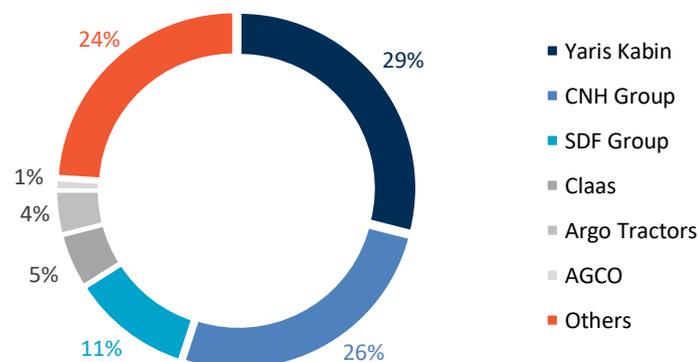


Source : Société

Les produits du groupe équipent principalement des machines agricoles et de terrassement – 95% des ventes de la division OEM. Concernant le marché des voitures haut de gamme, en moyenne 5% des ventes de la division, les produits sont des leviers de vitesse, frein à main et câbles de traction ou de capot avant et arrière. Preuve de l'excellence des produits développés par Cofle, le groupe compte parmi ses clients de prestigieuses maisons comme Ferrari, Maserati – entre autres.

Mécaniquement les principaux clients de la division sont donc concentrés autour de l'industrie des équipements agricoles et des machines de chantier. Les principaux clients de la division se partageaient le chiffre d'affaires comme ci-dessous.

Répartition des clients de la division OEM (en 2020)



Source : Société



En somme, le premier client représente en moyenne c.30% des ventes de la division OEM, soit c.16% des ventes totales de Cofle. Le top 5 des clients comptent pour près de 75% de la division, soit 42% du chiffre d'affaires consolidé. Cette concentration du portefeuille clients est courante chez les équipementiers. Par exemple, le top 3 des clients de Plastic Omnium comptent pour c.47% de son chiffre d'affaires FY20, et ce poids monte jusqu'à 65.7% chez Akwel.

Présentation du top 5 des clients

Nom	Siège Social	Principaux produits
Yaris Kabin	Turquie	Cabines pour tracteur et machines de chantier
CNH Group	Pays-Bas	Camions, machines agricoles et de chantier
SDF Group	Italie	Tracteurs, machines agricoles et moteurs diesel
Claas	Allemagne	Machines agricoles
Argo Tractors	Italie	Tracteurs

Source : TP ICAP, Factset

b. Aftermarket

La division Aftermarket (AM) correspond à une offre de produits standardisées se basant sur le « reverse engineering ». En d'autres termes, Cofle s'adapte aux standards de l'industrie automobile et propose des pièces de rechanges compatibles au plus grand nombre de véhicules.

Les phases de vie d'un projet Aftermarket

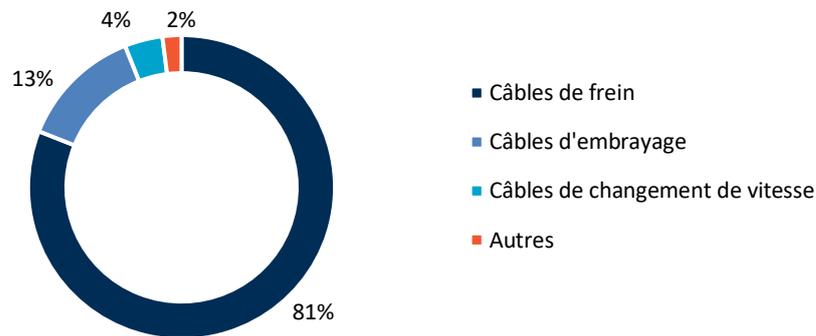


Source : Société

Le groupe produit principalement des câbles de frein, comptant en moyenne pour 80% du chiffre d'affaires de la division, et des câbles d'embrayage, comptant en moyenne pour 13% du chiffre d'affaires de la division. La liste détaillée des produits proposés par Cofle est disponible en annexe.



Répartition du chiffre d'affaires par produits pour l'Aftermarket (FY20)

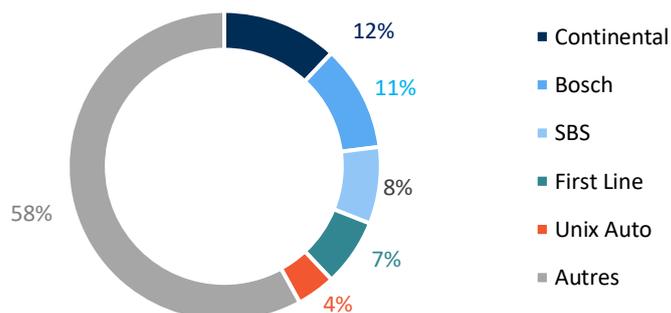


Source : Société

Ces produits sont principalement vendus à des tiers B2B, comme des plateformes de vente au détail (retail) ou directement à d'autres équipementiers (Continental, Bosch, TRW Automotive, par exemple). Les équipements sortent des usines de Cofle directement avec le 'branding' du client, prêts à être commercialisés. Les clients font donc appel à Cofle pour la fiabilité de sa production, quand la qualité des produits des concurrents asiatiques est plus aléatoire.

Cette voie représente en moyenne 63% du chiffre d'affaires de la division. Contrairement à la division OEM, l'Aftermarket bénéficie donc d'un portefeuille de clients diversifié clients (130+ clients), avec le top 3 des clients comptant pour 31% des ventes de la division, soit c.15% des ventes du groupe.

Répartition des ventes par clients pour la division AM



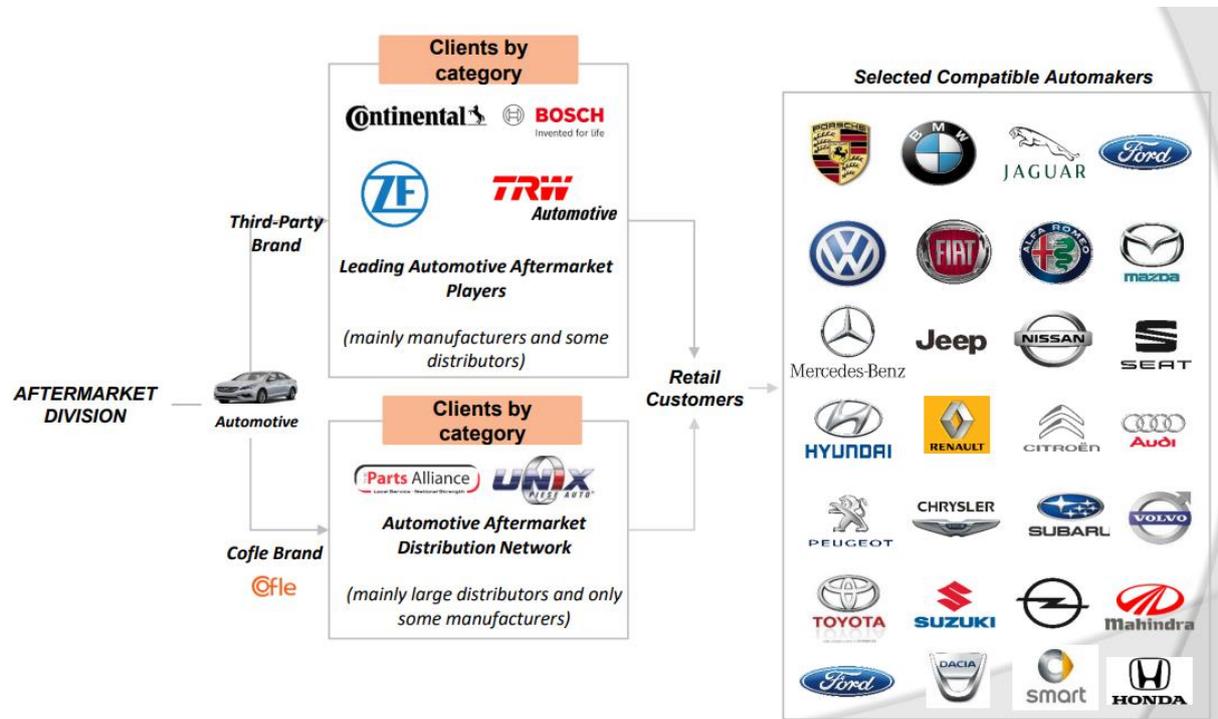
Source : Société

Cofle vend également ses produits directement sous sa propre marque, comme dans les magasins Parts Alliance et Unix en Europe de l'Est et au UK. Ce voie de distribution représente en moyenne 37% des ventes de la divisions.



Aujourd'hui, l'enjeu de la division Aftermarket est d'étoffer son catalogue de produits et/ou son réseau de distribution (pour les produits vendus sous la marque Cofle) et ce potentiellement via une opération de croissance externe.

Chaîne de valeur de la division AM



Source : Société

c. Une parfaite symbiose des activités

Les activités de Cofle sont donc parfaitement complémentaires. D'un côté l'activité OEM, basée sur une relation long-terme avec un nombre limité de clients stratégiques, est par nature procyclique. De l'autre côté, l'activité Aftermarket, par nature anticyclique, connaît un momentum positif en périodes d'incertitudes macroéconomiques – quand les consommateurs préfèrent réparer et/ou améliorer leurs véhicules existants, plutôt que de réaliser une nouvelle acquisition. De plus, cette division se base sur un réseau de distribution large, limitant la concentration du portefeuille clients.

Nous considérons que le savoir-faire unique de Cofle, construit grâce à plusieurs décennies d'expérience, couplé à la complémentarité des activités devrait permettre au groupe de croître plus rapidement que son secteur de référence tout en affichant un profil de risque sécurisant.



IV. Un savoir-faire unique

Fort de son expérience historique construit pendant près de 60 ans d'expérience, Cofle a développé un savoir-faire unique sur ses différentes activités. Apportant son expertise à ses clients lors des phases de développement des nouveaux produits, le groupe italien ne se contente pas de vendre des pièces détachées mais proposent une offre commerciale unique faisant de lui un partenaire de choix pour les poids lourds de l'industrie des équipements agricoles. Concernant l'Aftermarket, le procédé de production développé par le groupe lui permet de garantir sa compétitivité tout en fournissant des produits de qualité – pour plus d'informations voir VII Positionnement Stratégique.

Grâce à ses 2 centres de R&D et ses centres d'ingénierie regroupant 30+ employés, Cofle est aujourd'hui un acteur novateur développant des solutions à forte valeur ajoutée. Ces centres sont stratégiquement installés en Italie et en Turquie, au plus proche des principaux clients de Cofle. Les principaux axes de recherches sont **i)** la mécatronique, i.e. combinaison de systèmes mécaniques, électroniques – principalement pour s'adapter à l'attendue électrification des véhicules **ii)** les capteurs électroniques et les systèmes de contrôle afin de favoriser l'essor des véhicules autonomes.

Preuve de son savoir-faire unique, Cofle a développé de nombreuses innovations au cours des dernières années, comme le frein de stationnement électronique pour tracteurs – qui limite les besoins d'entretien comparé à un frein mécanique ou le câble de frein à main auto réajustable mécaniquement, plus souple et plus résistant qu'un mécanisme classique. En somme, Cofle a enregistré 8 brevets ces 5 dernières années, lui octroyant des droits exclusifs dans 5 pays.

Résumé des brevets déposés par Cofle sur 5 ans

Brevets	Pays	Date d'émission
Colonne de direction multifonctionnelle	Italie, France, Allemagne, Royaume-Uni, Turquie	06/04/2016
Joint dans une colonne de direction inclinable	Italie, France, Allemagne, Royaume-Uni, Turquie	06/04/2016 et 27/04/2016
Transmission flexible universelle	Italie	08/02/2016 et 20/02/2019
Colonne de direction inclinable	Italie, France, Allemagne, Royaume-Uni, Turquie	20/11/2018 02/01/2019
Groupe de levier de frein	Italie, France, Allemagne	19/10/2020
Disposition de câble de contrôle	Italie	13/07/2017
Disposition de levier de commande	Italie	13/07/2017
Echelle modulaire composable	Italie	13/0/2017

Source : Société



V. Présence à l'internationale, au plus près des clients

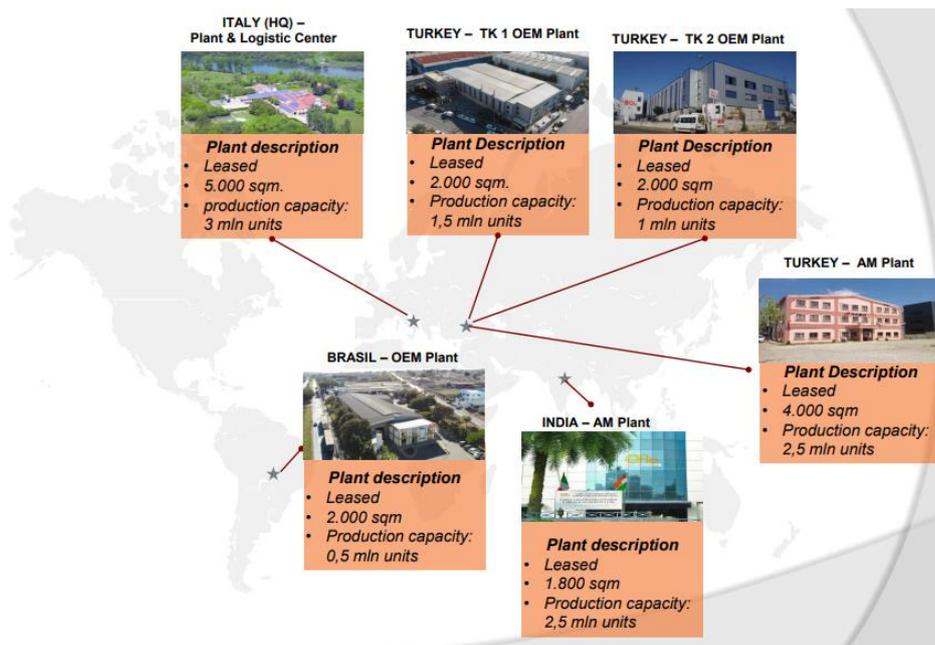
Avec un portefeuille de 300+ clients et des activités dans 40 pays différents et 80% du CA réalisé à l'étranger, Cofle est un groupe pleinement international –lui permettant de capturer le plus de potentiel de croissance, et de s'exposer à des zones géographiques attractives comme l'Asie (pour la division OEM) ou l'Europe de l'Est (pour la division AM).

a. Répartition géographique des actifs

Au total, Cofle dispose d'une capacité de production de 11 millions d'unités par an - 45% en Turquie, 27% en Italie, 23% en Inde et 5% au Brésil.

Cette implantation géographique permet à Cofle de garder une étroite proximité avec ses clients stratégiques, tout en optimisant les coûts de production liés à la main d'œuvre, qui représentent en moyenne 20% du CA. Pour plus de détails, voir Analyse Financière, analyse des marges.

Répartition géographique des différents brevets du groupe



Source : Société

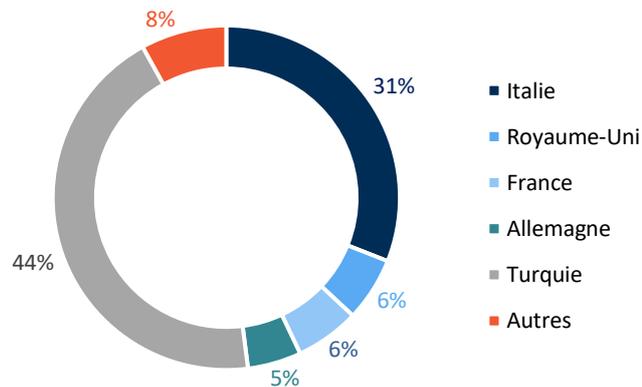
A court/moyen-terme, le groupe souhaite augmenter sa capacité de production en Inde, avec le développement de nouvelles lignes de production. L'objectif est de se positionner en tant que leader sur ce marché prometteur où la concurrence se concentre autour de produits à faible valeur ajoutée. En effet, l'Inde est le pays d'origine du premier producteur de tracteur au monde (Mahindra Tractor), représentant c.8% de la production mondiale.



b. Répartition géographique de la division OEM

Le chiffre d'affaires de la division OEM est généré à 48% en Europe et à 44% en Turquie – les 8% restants regroupent une quinzaine de pays, principalement le Brésil, l'Inde et les US.

Répartition des ventes de la division OEM par pays



Source : Société

Cette répartition géographique concentrée s'explique par l'importance du premier client de la division OEM, le Turque Yaris Kabin. Le groupe ayant vocation à davantage développer sa relation commerciale avec ce dernier, trois usines, un entrepôt de stockage, un centre de R&D et un centre d'ingénierie sont aujourd'hui installés en Turquie.

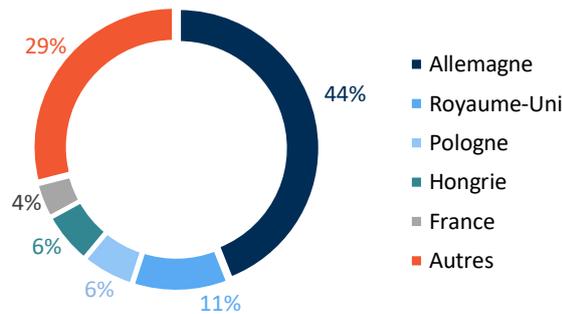
A moyen terme, nous considérons qu'il pourrait être stratégique pour le groupe de développer son implantation en Chine – le pays étant le premier production de tracteurs au monde (avec 29% de la production). Le groupe dispose aujourd'hui d'un siège administratif dans le pays, mais il pourrait être stratégique d'installer un centre d'ingénierie – afin de mettre en avant la grande qualité de ses produits, dans un pays où la concurrence est principalement concentrée sur des produits à bas coûts et faible valeur ajoutée – voir VII Positionnement stratégique.



c. Répartition géographique de la division Aftermarket

Le chiffre d'affaires de la division Aftermarket provient à plus de 70% de la région EMEA, et plus particulièrement de l'Allemagne pour 44%.

Répartition des ventes de la division AM par pays

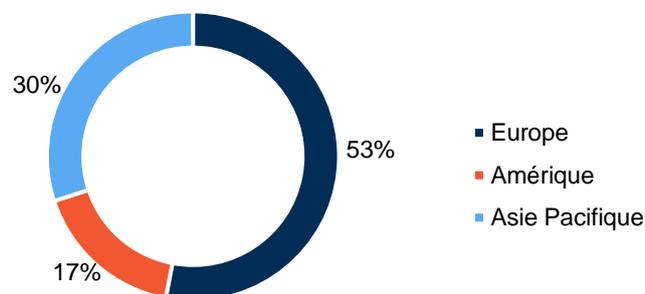


Source : Société

Tout comme pour la division OEM, il est stratégique pour Cofle d'être au plus proche de ses clients pour développer les activités de la division AM. Dans les faits, cela implique d'accompagner les principaux clients dans leur expansion géographique.

Preuve de la bonne maîtrise de cette stratégie par Cofle, la répartition géographique des ventes de la division Aftermarket correspond sensiblement à celle de ses deux principaux clients, i.e. Bosch et SBS – avec une concentration en Europe, et plus particulièrement en Allemagne.

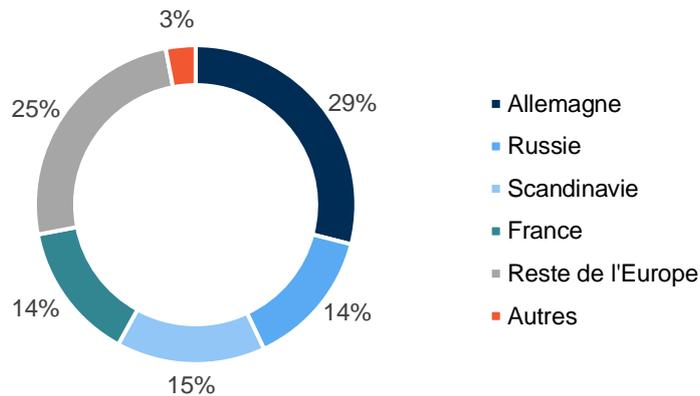
Répartition des ventes de Bosch par régions



Source : Société



Répartition des ventes de SBS par pays



Source : Société

Concernant la production, la division AM repose sur deux usines : une en Turquie et une en Inde, d'une capacité totale de 5+ millions de pièces. Cofle dispose également d'un centre logistique en Italie, stratégique pour approvisionner l'ensemble de l'Europe. En somme, ce positionnement stratégique permet l'optimisation de la structure de coûts tout en gardant une forte exposition aux marchés attractifs, i.e. les pays où les principaux clients B2B sont implantés. Nous considérons également l'Europe de l'Est comme hautement stratégique – en raison de l'âge moyen des véhicules dans la région, poussant la demande pour des pièces de rechanges.

La première problématique de cette division étant la logistique des pièces détachées, le fin maillage géographique construit par Cofle est un avantage concurrentiel qui devrait lui permettre de pérenniser, si ce n'est développer, ses relations commerciales avec les revendeurs tiers.

d. Perspectives

En plus de développer sa capacité de production en Inde, Cofle souhaite développer sa présence à l'international, notamment au LatAM – marché peuplé de tracteurs agricoles obsolètes où le groupe pourra mettre en avant ses technologies différenciantes et son savoir-faire unique. Les ventes de tracteurs dans cette région prometteuse devraient croître de 43% à horizon 2027 (versus 2020), contre 35% dans en Amérique du Nord.

De plus, nous considérons que le groupe devrait être en mesure de tirer parti de sa capacité de production en Turquie et en Inde pour développer son exposition à l'Europe de l'Est, utilisant l'Italie comme un hub stratégique de distribution.



VI. Analyse sectorielle

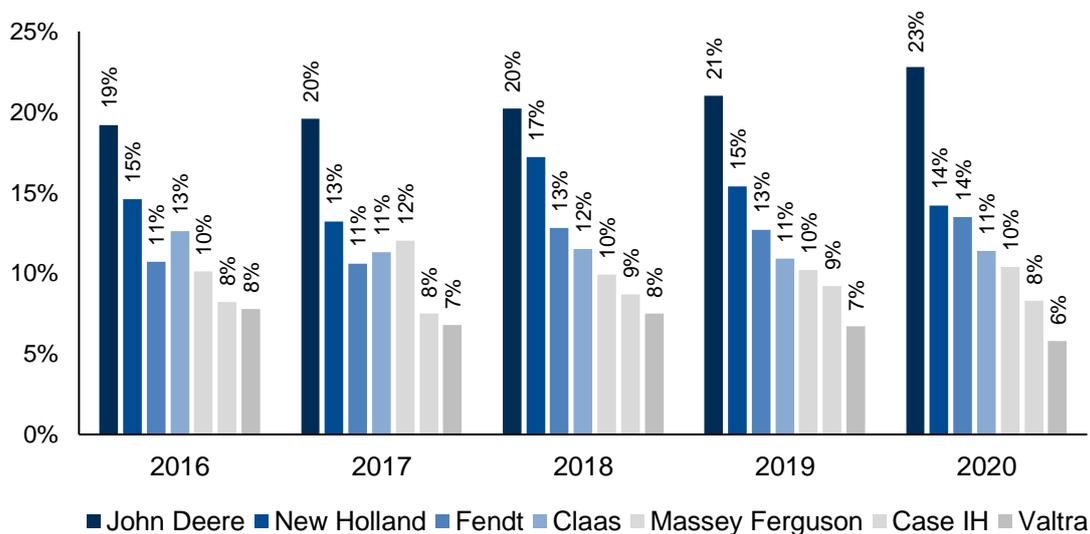
a. Etat des lieux du marché OEM

L'agriculture de précision gagnant en popularité, les acteurs du secteur des machines et équipements agricoles sont sous pression pour développer de nouvelles solutions permettant d'augmenter la production des exploitations avec toujours moins d'intrants. De fait, la demande en tracteur dans les pays développés se concentre autour d'un nombre limité de constructeurs avec une avance technologique leur permettant de proposer les solutions innovantes pour augmenter la productivité et des économies d'échelles pour garantir des prix attractifs.

Preuve de cette concentration de la demande, John Deere historique numéro 1 du secteur, a été capable de renforcer sa position de leader du marché en augmentant de 3 points sa part de marché entre 2016 et 2020 – une situation qui devrait bénéficier à Cofle, le groupe étant récemment devenu son fournisseur. Hautement stratégique, ce nouveau client devrait permettre au groupe italien de poursuivre son internationalisation avec des volumes garantissant des économies d'échelles significatives – ce qui devrait se matérialiser dans les chiffres dès FY22.

Nous considérons que le marché devrait continuer à se concentrer autour des actuels leaders. La qualité de son portefeuille clients, son positionnement haut de gamme et innovant et son haut niveau de services proposés sont autant d'atouts qui devraient lui permettre de bénéficier de cette tendance.

Evolution des parts de marché des tractoristes



Source : Axema



b. OEM, les drivers

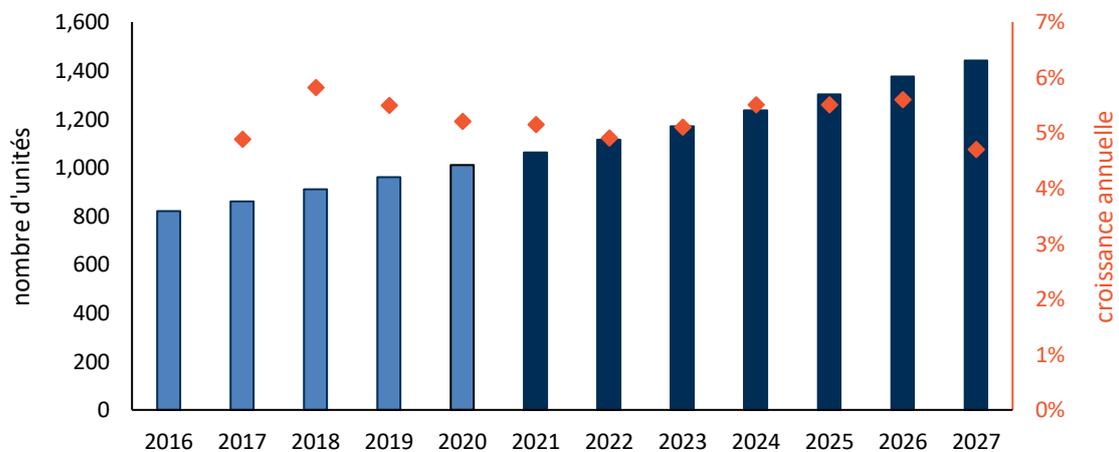
Les premiers drivers sectoriels sont macro-économiques. La population mondiale étant en constante augmentation, la demande alimentaire croît mécaniquement année après année. La FAO¹ estime que pour nourrir la population mondiale en 2050, la production alimentaire devra augmenter de 70%.

Parallèlement à cette demande en perpétuelle croissance, les volumes de terres agricoles autour du globe n'augmentent que marginalement, et rien ne laisse présager d'un changement de tendance – voir annexe.

Du fait de cette dissonance entre l'évolution de la demande (en croissance) et de l'offre (stable), l'industrie agroalimentaire doit investir massivement et faire augmenter ses rendements – ce qui explique, en partie, l'augmentation des volumes de ventes de tracteurs et autres machines agricoles.

Les ventes mondiales de tracteurs devraient croître jusqu'à 1.44 millions unités en 2026, soit une augmentation de 42% comparé à 2020 – le marché mondial devrait alors atteindre une taille de 85.5\$mld (contre 66.7\$mld en 2020).

Perspective de croissance du secteur des tracteurs



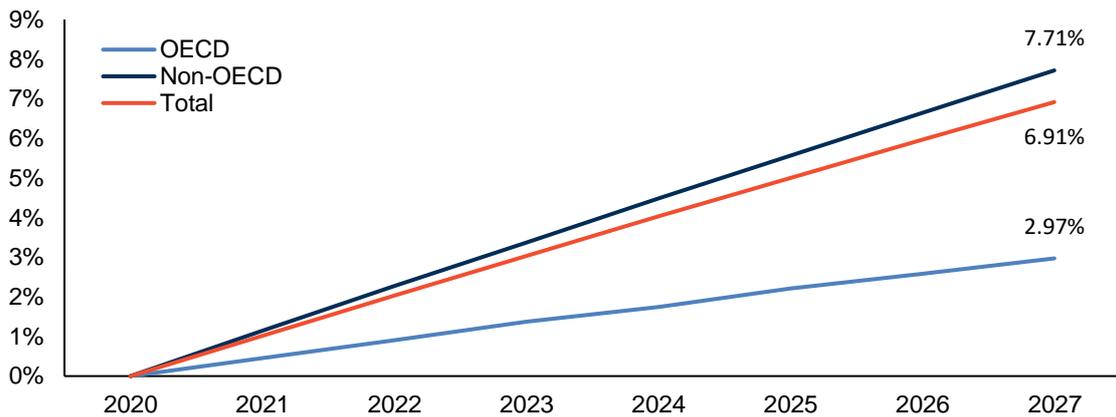
Source : HNY Resarch, Juin 2021

¹ Organisation des nations unies pour l'alimentation et l'agriculture

c. Fort potentiel de croissance dans les pays en développement

Comme expliqué, la croissance démographique est le premier facteur influençant la demande en produits alimentaires, et donc en machines agricoles. C'est particulièrement vrai dans les pays en développement, où la croissance démographique à horizon 2027 devrait être 2.6x plus importante que dans les pays de l'OCDE (+2.9% contre +7.7%, sur la base de 2020).

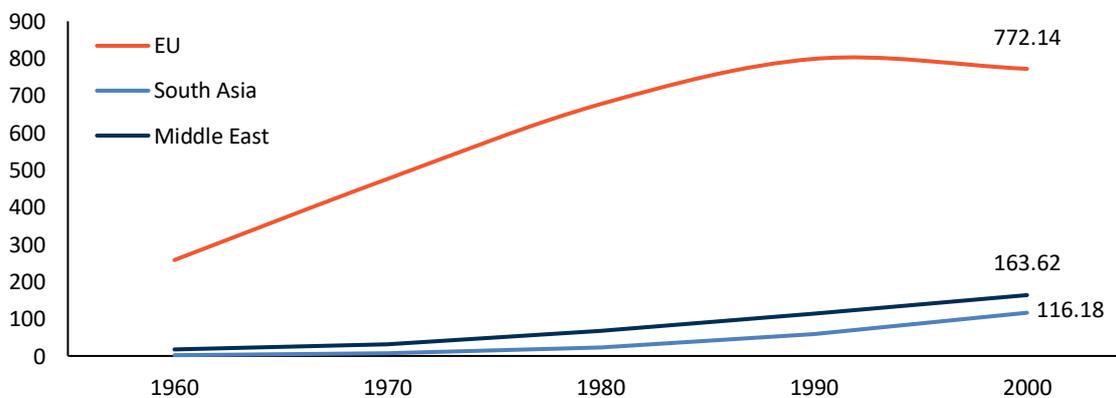
Croissance démographique, base 100 en 2020



Source : OECD

A moyen terme, en plus de cette croissance naturelle liée à l'augmentation de la population, la croissance de la demande en tracteurs et machines agricoles dans les pays émergents devrait également émaner d'une augmentation du taux d'équipement. En effet, les pays d'Asie du Sud et de la région Moyen-Orient ont un taux d'équipement en tracteurs respectivement 6.6x et 4.7x inférieur à l'Europe. Comme expliqué dans la partie V. Présence à l'international, ces zones géographiques représentent donc des relais de croissance prometteurs pour le groupe.

Taux d'équipement - Tracteurs pour 100km² de terre agricole



Source : OECD



d. Retour à une agriculture locale dans les pays matures

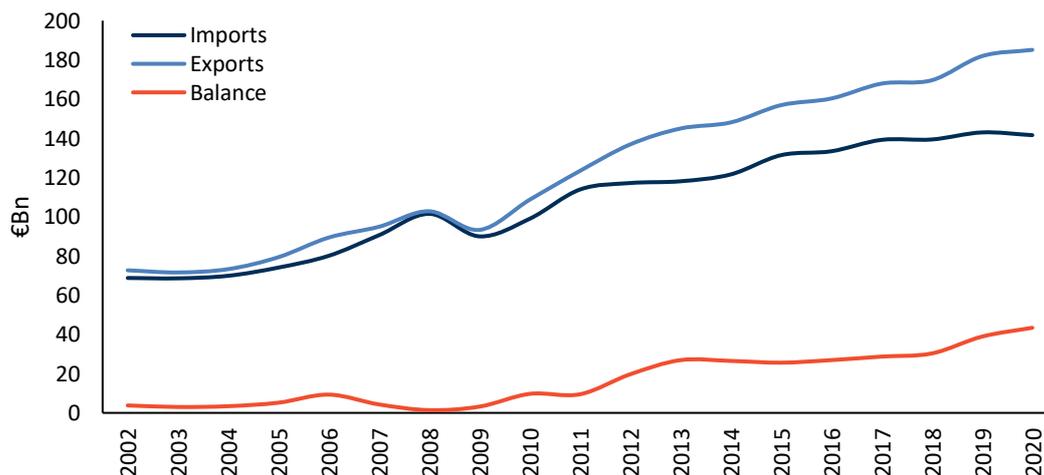
La demande dans les régions développées devrait bénéficier du retour à une agriculture locale, notamment avec l'essor du bio.

Le bio s'accompagnant le plus souvent d'une relocalisation de la production et d'une consommation en circuit-court, cette tendance sociétale devrait avoir un impact positif sur l'industrie agro-alimentaire dans les pays développés, notamment en Union Européenne.

Le marché du bio est aujourd'hui évalué à 15mlrds€ en Allemagne, 13,2mlrds€ en France et 4,4mlrds€ en Italie² - dans son entièreté, le marché européen devrait croître à un CAGR de 8.34% entre 2020 et 2025³

Ces éléments sont déjà visibles dans les chiffres : les importations européennes de produits agro-alimentaires connaissent un ralentissement, alors que les exportations s'intensifient.

Balance commerciale de l'Union Européenne pour les produits agro-alimentaires



Source : Eurostat

² <https://agriculture.gouv.fr/infographie-lagriculture-biologique>

³ <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/europe-organic-food-and-beverages-market>



e. Perspectives pour l'OEM : De fournisseur à partenaire des exploitants de agricole

Les nouvelles technologies développées pour augmenter la précision et maximiser la production agricole tout en limitant l'apport en intrants bouleversent le secteur du machinisme agricole. Une filière « agritech » est en train de se développer et de se structurer autour de start-ups ou des bureaux de R&D des grands groupes. Par exemple, le Suisse Bücher Industries, via sa filiale Kuhn, mise sur la robotisation et prévoit à court terme la mise en vente du premier robot de distribution alimentaire totalement autonome

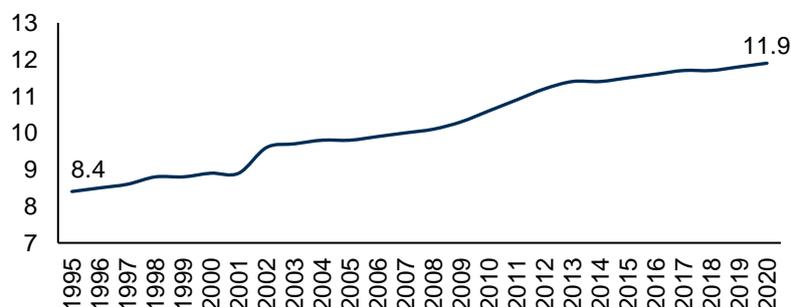
Avec cette montée en puissance des technologies dans le monde agricole, les équipementiers tendent à orienter leur modèle économique vers les services – se positionnant comme des partenaires des exploitants et non plus de simples fournisseurs de matériel. Les agriculteurs étant de plus en plus confrontés au durcissement des contraintes environnementales et aux exigences liées à une compétitivité accrues, les industriels œuvrant pour augmentation de la productivité via la collecte et l'exploitation de données devraient également connaître un momentum positif à court/moyen-terme. Nous considérons donc que les axes de R&D développés par Cofle, notamment en ce qui concerne les capteurs mais également la mécatronique, sont en parfaite adéquation avec les besoins de demain.

f. Aftermarket, les drivers

Par nature anticyclique, le marché des pièces de rechanges bénéficie d'un momentum positif lors d'incertitudes macro-économiques, i.e. quand les automobilistes préfèrent rénover ou réparer leur véhicule plutôt que d'en acheter un neuf.

L'augmentation graduelle de l'âge moyen du parc automobile (+42% en 25 ans), implique également une hausse de la demande pour des pièces de rechanges. C'est particulièrement le cas en Europe de l'Est : la Lituanie, l'Estonie et la Roumanie ont la flotte de véhicule la plus vieille, avec des véhicules de plus de 16 ans en moyenne⁴ - cette région est donc considérée comme fortement prometteuse.

Age moyen du parc automobile aux US (années)

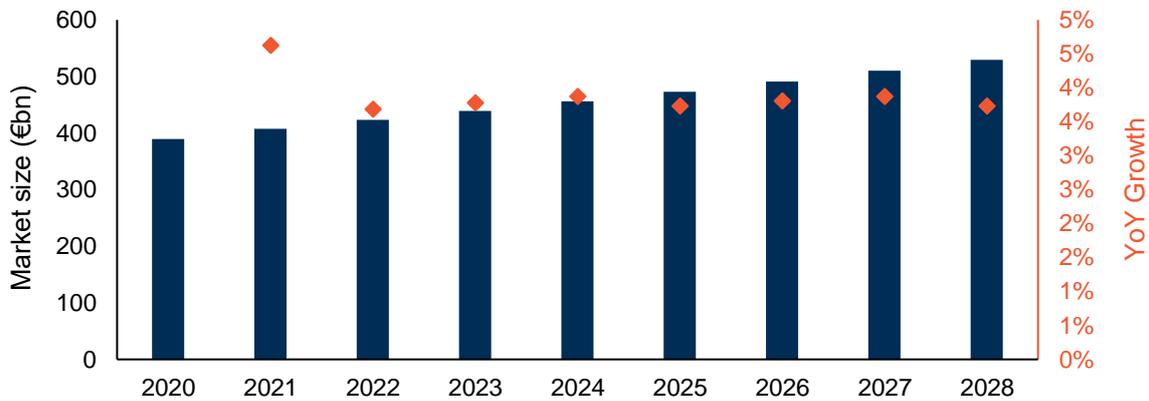


Source IHS

⁴ Source: Acea Auto, «Average age of the EU motor vehicle fleet, by vehicle type» (2021); BCG

En somme, le marché global de la pièce détachée automobile est valorisé à plus de 390mlrds\$, et ce après l'impact de la pandémie. Portée par la volonté des automobilistes de maximiser la durée de vie de leurs véhicules, ce marché devrait croître à un CAGR de 3,8%, entre 2021 et 2028 - pour atteindre une taille de 529mlrds\$.

Prévisions de croissance pour le marché de l'Aftermarket automobile mondial (en Mds de \$)

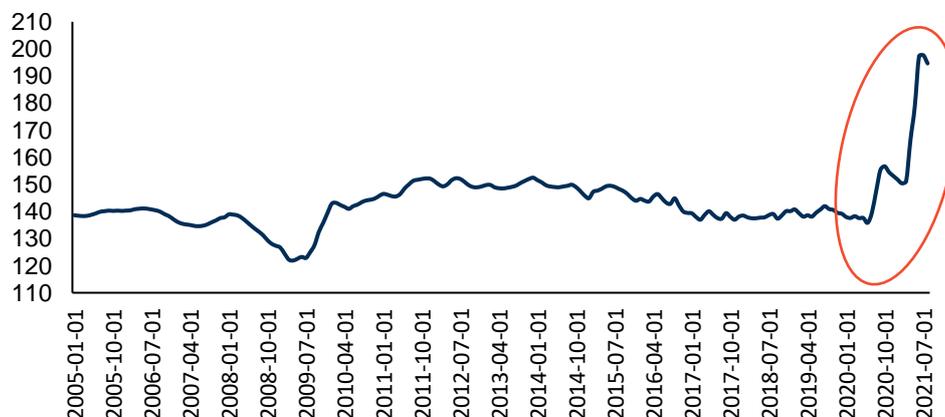


Source: Grand View Research, Inc – Aftermarket Automotive Parts Markets 2020

g. Perspectives de l'aftermarket, bénéficie de la crise de semi-conducteurs

Nous considérons qu'à court/moyen-terme la division Aftermarket devrait être portée par la pénurie de composants. Le volume de production n'étant pas suffisant pour pleinement satisfaire la demande, cette dernière devrait mécaniquement se diriger vers les véhicules d'occasions – poussant la croissance du marché des pièces détachées, pour augmenter la durée de vie du véhicule et/ou le conditionner avant une vente. Supportant cette hypothèse, la hausse de la demande en véhicules d'occasions est déjà matérialisée dans l'indice de la FRED, qui bondi de 41% en YTD.

Indice de prix des véhicules d'occasions (aux US)



Source : FRED



VII. Positionnement stratégique

a. OEM

Comme expliqué, la grande force de la division OEM est le savoir-faire et l'expertise du groupe, lui permettant de proposer des services co-conception et de personnalisation à ses clients.

En effet, le groupe développe ses produits conjointement avec ses clients pour les faire correspondre exactement à leurs besoins. Avec des phases de conception et d'ingénierie durant en moyenne de 1 à 3 ans, ce modèle économique permet au groupe de tisser des liens uniques avec ses clients et donc d'ériger des barrières concurrentielles significatives.

L'autre point clef pour la réussite de Cofle est son excellent rapport qualité prix. Fort de ses 50+ années d'expériences, le groupe a développé un processus industriel unique qui lui permet de garantir sa compétitivité. L'excellent rapport qualité prix des produits du groupe est un argument commercial de poids face à la montée en puissance des concurrents d'industriels venant de pays en développement comme Suprajit (Inde) ou Ningbo (Chine), entre autres – qui sont le plus souvent concentrés sur une proposition commerciale low-cost.

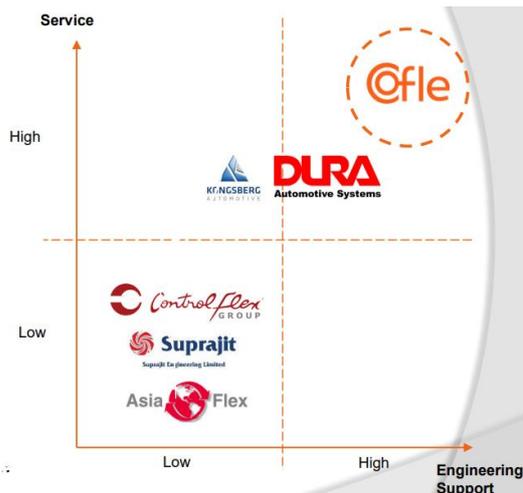
Preuve de la pertinence de l'offre commerciale du groupe et de ses qualités intrinsèques, une pièce signée Cofle été présente dans c.15% de l'ensemble des tracteurs produit dans le monde en 2020 – faisant du groupe le leader de son secteur d'activité.

Positionnement stratégique de la division OEM

Position stratégique pour les produits



Position stratégique pour les services



Source : Société



Liste des principaux concurrents de la division OEM

Entreprise	Origine	Description
	Kongsberg Danemark	Fabricant OEM, coté à la bourse d'Oslo, ayant réalisé un CA 2020 de 1€mrd. 43.2% en Europe, 35.9%aux US. La vente de groupe motopropulseur et de châssis représente c.1/3 des ventes.
	Dura US	Fournisseur spécialisé dans la conception, l'ingénierie et la fabrication de solutions pour faire évoluer la mobilité. Le groupe réalise >1\$mrd de chiffre d'affaires.
	Suprajit Inde	Côté au NYSE, le groupe indien se concentre sur la production de câbles et de lampes halogènes. Le groupe a réalisé un CA de >200€M en 2020.
	Controlflex Brésil	Principalement basé au Brésil, le groupe concentre sa production autour de la production de câbles et génère un chiffre d'affaires de <30\$M
	Ningbo Chine	Fabricant chinois de câbles et autres pièces d'équipements à destination de l'industrie automobile.

Source : Société, TP ICAP, Factset

À Moyen/long terme, la stratégie du groupe est de développer sa division OEM **i)** en solidifiant les relations commerciales avec les clients stratégiques actuels et de développer faire monter en puissance ses ventes auprès de John Deere **ii)** en augmentant sa part de marché, principalement avec les lancements de nouveau produits à forte valeur ajoutée, i.e. des systèmes de contrôles **iii)** en investissant dans la R&D pour continuellement accroître son avantage compétitif **iv)** en augmentant sa capacité de production pour faire face à la croissance de la demande.

Afin de répondre à l'ensemble de ces axes stratégiques, le groupe se dit prêt à réaliser des opérations de croissance externe. La crise sanitaire, suivie de la pénurie de composants, a eu un impact sans précédent sur le secteur, aggravant la santé financière de certains acteurs. Nous considérons donc qu'une consolidation du marché est inéluctable. En effet, nous pensons que les entreprises bénéficiant d'un bilan solide, comme Cofle, devraient profiter des bas niveaux de valorisations sur le secteur pour étendre leur périmètre d'activité et augmenter leur part de marché.



b. Description des deux principaux concurrents

Kongsberg Automotive

Entreprise norvégienne, cotée sur le Oslo Stock Exchange avec une capitalisation de 250m€ au 10/15/21. En 2020, Kongsberg Automotive a réalisé un chiffre d'affaires de €969m. Le chiffre d'affaires provient de 3 segments d'activités différents :

1- Groupe motopulseurs et châssis : cette division est à destination des voitures particulières et des véhicules commerciaux. Le portefeuille de produits intègre des commandes par câbles sur-mesure, des systèmes de changement de vitesses, des systèmes d'actionnement d'embrayage, des câbles de changement de vitesse et des tours de changement de vitesse pour les transmissions. Ce segment représente 38% du chiffre d'affaires du groupe en 2020 avec comme principaux clients Ford, General Motors ou encore John Deere.

2- Produits spécialisés : fournissant des systèmes de traitement des fluides pour les marchés de l'automobile et des véhicules commerciaux, des systèmes de couplage pour les circuits d'air comprimé dans les véhicules lourds, des systèmes de commande pour les sports motorisés, la construction, l'agriculture, les équipements électriques de plein air et des produits basés sur l'électronique. Cette division représente 33% du chiffre d'affaires en 2020 et les principaux clients sont Volvo, Scania, John Deere ou encore Jaguar.

3- Intérieure : sur ce segment, le groupe est un des leaders mondiaux dans le développement et la fabrication de systèmes de confort et de commandes de mouvement mécaniques et électro mécaniques pour véhicules légers. La gamme de produits comprend des câbles de réglage des sièges et d'autres systèmes de câblage, des supports lombaires et des traversins latéraux, des systèmes de chauffage, de ventilation et de massage des sièges et des appui-tête. Cette division représente 28% du chiffre d'affaires et les principaux clients sont Adient, Faurecia ou encore Jaguar.

Eléments financiers de Kongsberg

	2018	2019	2020
Gross Margin	54.7%	55.8%	54.8%
EBITDA Margin	7.9%	9.5%	6.2%
EBIT Margin	4.8%	5.3%	1.1%
Net profit margin	2.1%	2.4%	-12.1%

Source : Société



Suprajit Group

Suprajit Group est un groupe indien, 3^e plus grand fabricant de câbles de commandes pour véhicules légers au monde et le plus grand fabricant d'ampoules halogènes pour véhicules en Inde. Comme Cofle, le groupe Suprajit a une longue expérience dans l'industrie des câbles (35+ ans pour les câbles automobiles, 75+ ans pour les non-automobiles).

Le groupe est coté sur le Bombay Stock Exchange et a une capitalisation de ₹46 Mds, soit environ €552m (10/15/2021). En FY20-21, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de ₹16744.47m, soit environ €201m. Pour l'année 2020-2021, 80% du chiffre d'affaires de Suprajit provenait de la vente câbles et les 20% restant des ampoules. Suprajit est divisé en 3 marques différentes :

1- Suprajit Engineering, qui fournit des câbles pour l'industrie automobile. Les principaux clients de cette division sont BMW, Ford, Renault, Jaguar ou même Bosch.

2- Phoenix Lamps, qui produit et vend des lampes halogènes pour les phares de voitures.

3- Wescon Controls, qui s'occupe de la fabrication de câbles non automobiles, comme pour les bateaux, les tracteurs, les sports motorisés etc. Les principaux clients de cette branche sont MTD, Toro, Piaggio, Honda, John Deere ou même Whirlpool. Suprajit produit toutes sortes de câbles, comme des câbles de frein, d'embrayage, de démarrage, de changement de vitesse ou encore de contrôle de vitesse.

Eléments financiers de Suprajit

	2018-2019	2019-2020	2020-2021
Gross Margin	45.9%	42%	43%
EBITDA Margin	14.6%	13.9%	14.4%
EBIT Margin	12.1%	10.3%	10.7%
Net profit margin	8.2%	6.6%	8.6%

Source : Société



c. Aftermarket

Comme expliqué précédemment, l'objectif de Cofle est d'avoir la production la plus standardisée possible, afin **i)** de diminuer les coûts de production – bénéficiant d'économies d'échelles et **ii)** d'être compatible avec le maximum de véhicules - les produits de Cofle sont déjà compatibles avec l'ensemble des constructeurs automobiles européens et japonais.

Tout comme pour la division OEM, Cofle se démarque par la grande qualité de ses produits, tout en affichant des prix attractifs. Ceci est rendu possible grâce à l'implantation géographique des actifs de production du groupe, principalement en Inde Turquie avec l'Italie en hub logistique pour distribuer dans l'ensemble de l'Europe.

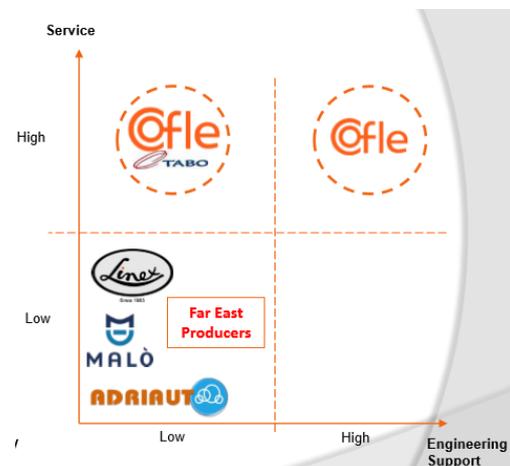
Grâce à ce bon positionnement le groupe Cofle bénéficie de relations commerciales uniques avec des leaders de l'aftermarket comme Bosch ou Continental, mais aussi avec des distributeurs internationaux comme Federal Mogul ou Unix.

Positionnement stratégique de la division Aftermarket

Position stratégique pour les produits



Position stratégique pour les services



Source : Société



Liste des principaux concurrents de la division aftermarket



LINEX Sp.zo.o. is Polish manufacturer of automotive control cables on the Polish and European markets.



Malò S.p.A. is an Italian based company specialized in the distribution of aftermarket of a wide range of automotive aftermarket products.



Adriauto S.r.l. is an Italian based company specialized in the production of flexible cables for cars and industrial vehicles

**Far East
Producers**

In the last decades far east producers emerged as low quality, low price producers of aftermarket products

Source : Société

La stratégie de développement de Cofle pour sa division AM est de **i)** renforcer sa part de marché en Europe de l'Est, un marché jugé fortement prometteur - du fait de l'âge moyen des véhicules supérieur à la moyenne européenne **ii)** saisir les opportunités liées au développement du frein de stationnement électrique (Electric parking brake, ou EPB) et une gamme de tuyaux de frein.

Pour ce faire, tout comme pour la division OEM, le groupe reste ouvert à de potentielles acquisitions afin d'augmenter sa part de marché, d'étoffer son catalogue de produits ou de développer des nouveaux réseaux de distribution.

VIII. Analyse financière

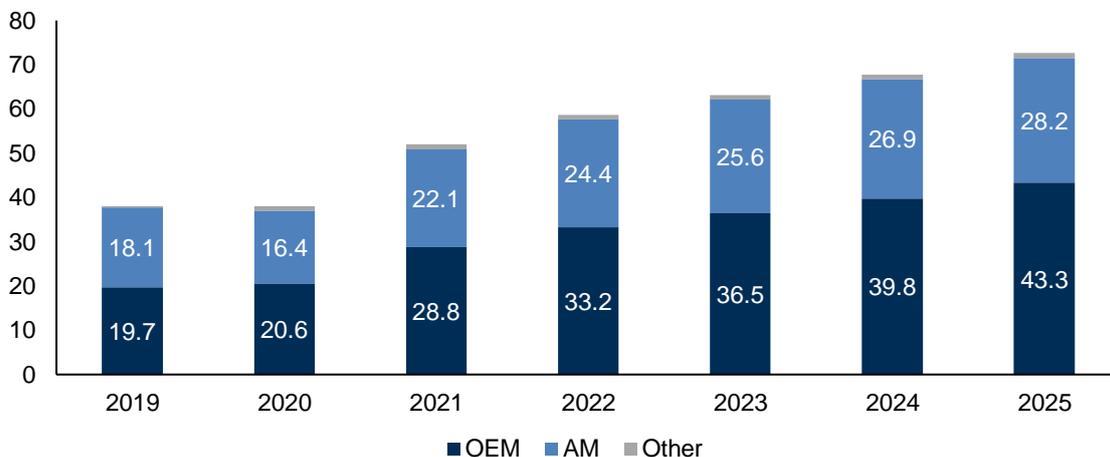
a. Analyse du chiffre d'affaires

En baisse de 8.9%, principalement du fait de l'impact COVID-19, la division Aftermarket affiche cependant une forte résilience par rapport au marché de référence – en baisse de 14.4%⁵. A l'inverse, malgré le contexte difficile et des ralentissements sur différents projets, le groupe a réussi à faire croître ses activités OEM (+8.9%). En somme, le modèle économique de Cofle a prouvé sa grande résilience dans cette période particulièrement perturbée.

Suite aux retards survenus en 2020, les années 2021 et 2022 devraient être marquées par un effet de rattrapage du secteur automobile et de la production de tracteurs. Basé sur les tendances sectorielles et l'historique surperformance de Cofle par rapport à son secteur de référence, nous prévoyons donc une croissance soutenue à moyen terme : CA en hausse de 36.7% et 12.6% pour FY21 et FY22, respectivement.

A moyen terme, le groupe devrait connaître une période de normalisation de sa croissance. Nous prévoyons un CAGR des ventes de 13.7% pour la période entre FY20 et FY25. A long terme, Cofle ayant les principaux acteurs de l'industrie dans son portefeuille de clients, la croissance de son chiffre d'affaires devrait être sensiblement comparable à celle du secteur (le LTGR est de 1% dans notre DCF).

Evolution du chiffre d'affaires de Cofle



Source : TP ICAP

⁵ D'après le rapport ANFIA 2020



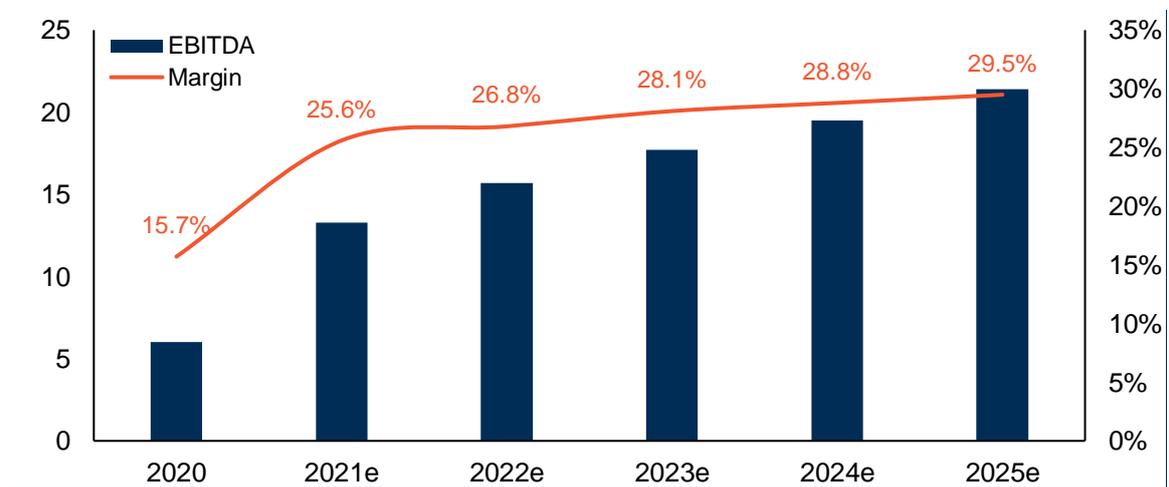
b. Analyse des marges

A horizon 2025, le groupe vise à augmenter sa marge d'EBITDA de l'ordre d'un point par an. Nous considérons que les deux principaux leviers d'action pour atteindre cet objectif sont **i)** une plus grande robotisation des processus de production, augmentant le rendement des usines existantes et **ii)** l'augmentation de la capacité de production en Inde, avec des investissements dans de nouvelles lignes de production et de nouvelles machines. Notre modèle prévoit une réduction du poids des frais de personnel par rapport au chiffre d'affaires de 3points entre FY20 et FY25 (20% versus 23%).

De plus, nous considérons que la structure de coûts actuelle du groupe affiche un potentiel pour plus d'économies d'échelles – le coût des baux & locations des usines actuelles est conservé constant dans notre modèle de prévisions et devront donc représenter l'équivalent de 1.5% du CA en FY25 versus 2.9% en FY20. Le poids par rapport au CA des autres principaux coûts, i.e. coût des services (c.18% du CA) et des matières premières (c.31% du CA), sont eux maintenus constants sur la période prévisionnelle.

A court/moyen-terme, des éléments exogènes, comme le prix des matières premières, pourraient provoquer une volatilité des marges. Toutefois, ce risque est à nuancer étant donné qu'une réévaluation régulière des prix de ventes pour tenir compte de l'évolution du prix des matières premières est incluse dans les contrats entre Cofle et ses principaux clients.

Evolution de la marge d'EBITDA – m€ & %



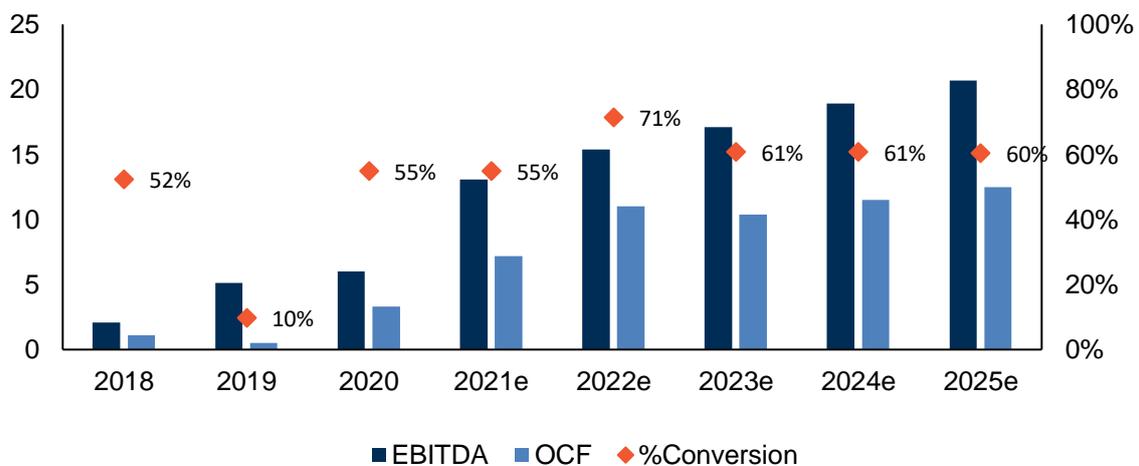
Source : TP ICAP



c. Analyse de la génération de trésorerie

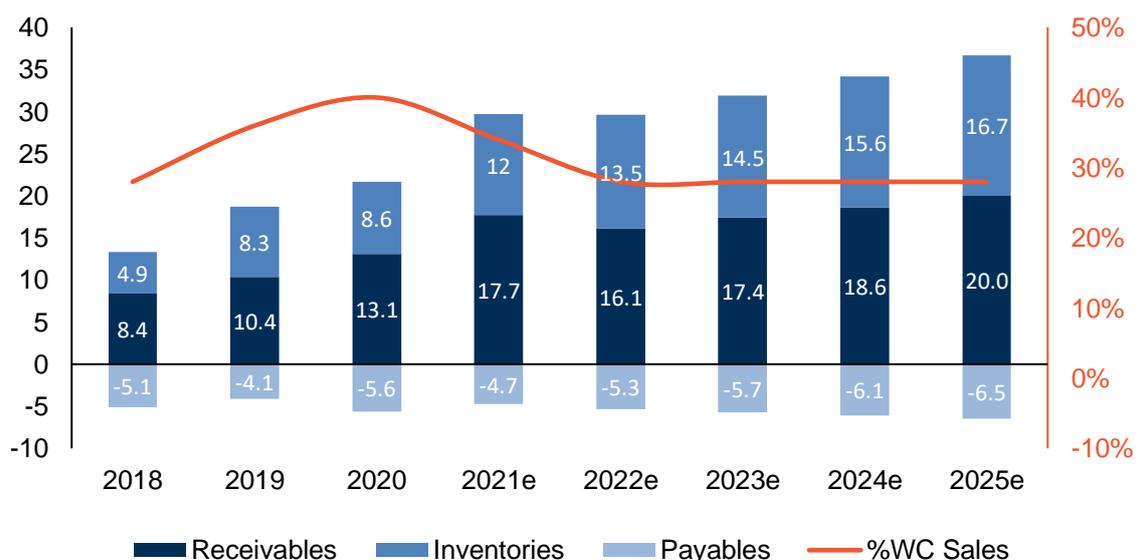
Le besoin en fonds de roulement est le premier élément provocateur de volatilité dans la génération de cash du groupe. Par exemple, la hausse des stocks explique principalement le faible ratio de conversion pour l'année FY19 – hors effet BFR, la conversion de cash pour l'année FY19 était même supérieur qu'en FY18 (112% contre 95%). Atteignant 3.3m€, le cash-flow opérationnel a fait preuve d'une forte résilience lors de la crise sanitaire, tout comme l'EBITDA. A long terme, notre modèle se base sur normalisation du BFR vis-à-vis du chiffre d'affaires, conduisant à un taux de conversion gravitant autour de 60%.

Evolution de la conversion opérationnelle



Source : TP ICAP

Evolution du besoin en fonds de roulement



Source : TP ICAP



IX. Analyse extra-financière

a. Environnement

Conscient de l'urgence climatique, Cofle veille à constamment limiter son impact sur l'environnement. Cela se formalise via plusieurs actions concrètes.

Premièrement, les sites de production du groupe sont certifiés ISO14001, garantissant que le processus de production est conforme aux exigences réglementaires et au respect de l'environnement. Allant plus loin que la réglementation en vigueur, Cofle a pour ambition de faire coexister ses usines avec les parcs et espaces de biodiversité aux alentours – ceci passe par un contrôle strict et permanent de l'ensemble des déchets générés par ses activités.

De plus, le groupe améliore constamment son efficacité énergétique et sa consommation d'eau. Par exemple, dès 2012, des panneaux solaires ont été installés pour fournir les usines en électricité renouvelable. Le groupe a également le projet 'Plastic Free', favorisant l'utilisation de matériaux recyclables ou recyclés pour une production plus respectueuse de l'environnement.

Dernièrement, le groupe a adhéré en 2021 au programme « Corporate Golden Donor » du fond italien pour l'environnement FAI afin de protéger et gérer les ressources naturelles.

Cependant, nous considérons que le manque d'objectifs chiffrés, permettant un suivi de l'évolution des pratiques de l'entreprise, reste un axe à développer afin d'améliorer la communication ESG.

b. Social

Dans l'optique de solidifier le savoir-faire de ses employés et de renforcer son positionnement comme acteur innovant, Cofle met en place différentes formations à destination de ses collaborateurs – leur permettant de monter en compétences et limitant le « turnover » des employés. Preuve de l'engagement du groupe sur cette question, des solutions ont été mises en place pour garantir les formations même durant la crise sanitaire.

L'autre axe d'action de Cofle est la sécurité des différents corps de métiers intervenant au sein de ses usines. L'entreprise veille à évaluer ses pratiques en matière de sécurité et à adopter des précautions opérationnelles protégeant au mieux ses collaborateurs.

De plus, dans l'optique d'améliorer le bien-être au sein de l'entreprise, l'entreprise a commencé dès 2019 la construction de ses bâtiments de service avec des structures modernes et spacieuses qui permettent d'assurer le respect des règles de distanciation sociale.



c. Gouvernance, membres du conseil d'administration

Walter Barbieri – Président CEO



CEO depuis 2010 et General Manager depuis 1996, Walter Barbieri a commencé sa carrière chez Cofle en tant que concepteur technique pour ensuite devenir responsable de la production.

Alessandra Barbieri – Membre



Responsable de la communication interne et externe, Alessandra Barbieri gère et assure également la relation avec les autorités, la presse et les médias italiens et étrangers afin de promouvoir la notoriété du groupe.

Diego Galbussera – CFO



Directeur administratif et financier, Diego Galbussera est également directeur des ressources humaines depuis 1998.

Les tâches comprennent :

- La rédaction d'états financiers
- Les déclarations fiscales
- La gestion d'une équipe de 3 personnes

Gianni Crespi – Head of OEM



Responsable des ventes de la division OEM, Gianni Crespi travaille dans le groupe Cofle depuis 1987.

Ses principales responsabilités sont :

- Les ventes et le développement du marché
- L'examen de l'analyse des coûts
- La fixation des prix de vente
- La mise en place du budget des ventes
- Le suivi des clients

Valentina Ressa – Head of AM



Valentina Ressa a rejoint Cofle comme responsable des ventes de la division AM en 2015, elle était précédemment en charge des exports chez Gaviota Simbac

Elle est aujourd'hui responsable de l'approche stratégique, de la fixation des prix, du développement du marché et du suivi de la clientèle de la division Aftermarket mondiale.

Massimo Mandelli



Directeur responsable de la qualité, Massimo Mandelli a rejoint Cofle dès 1994. Responsable des essais et des prototypes depuis la co-ingénierie et l'analyse du nouveau produit avec le client (choix des matériaux, conception, optimisation des composants), il gère la Turquie, le Brésil, l'Italie, la Chine et l'Inde. M Mandelli est également manager d'usine en Italie.

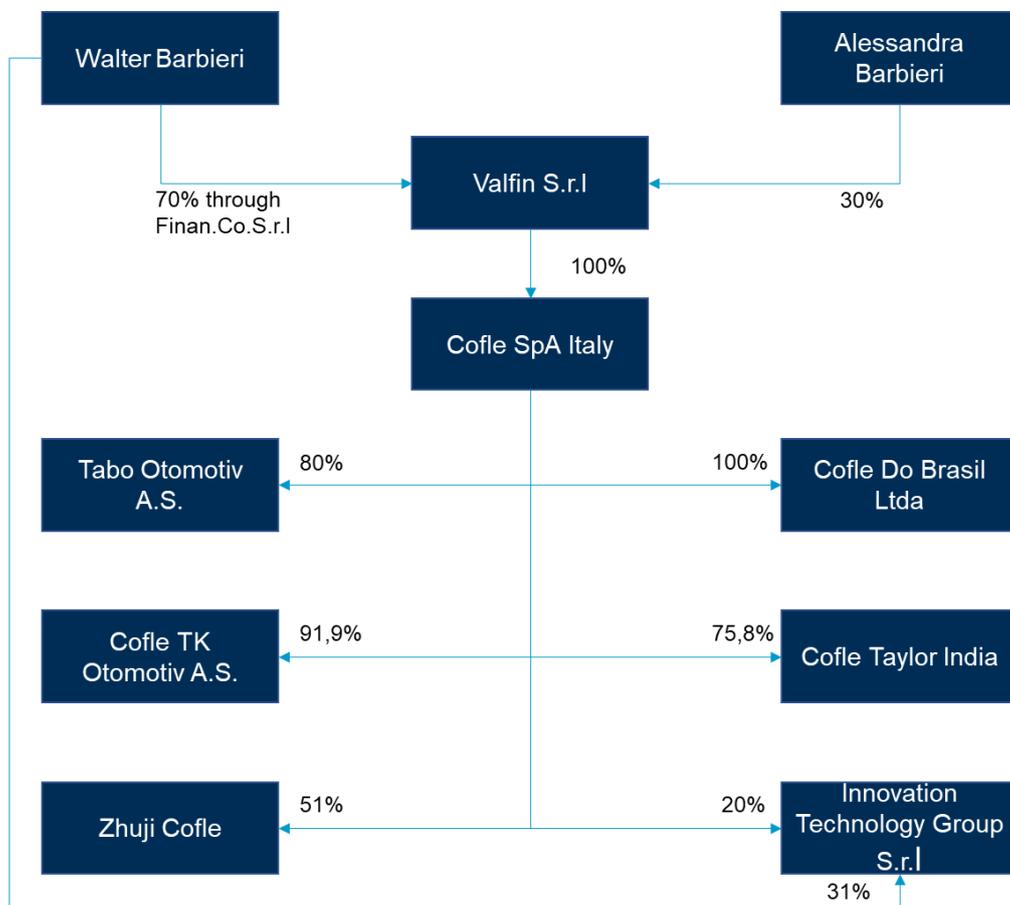


Matteo Merla



Précédemment manager chez Acerbis, Matteo Merla a rejoint Cofle en 2008 comme responsable de la chaîne d'approvisionnement. Il est aussi Chef de projet dans le démarrage et l'intégration des nouvelles usines du groupe, et est également présent à travers la mise en œuvre opérationnelle de logiciel de gestion ERP.

Structure de l'entreprise



Source : Société, TP ICAP



X. Valorisation

a. DCF – 131.5m€

Cofle offre donc une exposition à un potentiel de croissance attractif à court-terme combiné à des relais de croissance prometteurs et une considérable augmentation de la marge d'EBITDA à moyen terme – le tout avec un profil de risque limité grâce à la résilience de son chiffre d'affaires. Afin de refléter au mieux les qualités intrinsèques de l'entreprise, nous avons privilégié une valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie (FCFF)

Valorisation par le DCF

DCF €m	> Forecasts					> Transition period					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Sales	38.1	52.1	58.6	63.2	67.7	72.6	77.0	80.7	83.5	85.4	86.2
Growth (%)	0.0%	36.7%	12.6%	7.7%	7.2%	7.3%	6.0%	4.8%	3.5%	2.3%	1.0%
EBIT	4.7	11.9	14.2	16.1	17.7	19.5	20.1	20.6	20.7	20.6	20.3
Margin (%)	12.3%	22.9%	24.2%	25.4%	26.1%	26.8%	26.2%	25.5%	24.8%	24.2%	23.5%
NOPAT	3.7	9.3	11.1	12.5	13.8	15.2	15.7	16.0	16.2	16.1	15.8
%Sales	9.6%	17.9%	18.9%	19.9%	20.4%	20.9%	20.4%	19.9%	19.4%	18.8%	18.3%
Non cash expenses	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6
%sales	3.4%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%
CAPEX	0.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6
%Sales	2.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%
Delta NWC	1.5	2.4	-1.6	1.2	1.3	1.4	1.0	0.8	0.5	0.2	0.0
%Sales	3.9%	4.6%	-2.6%	2.0%	1.9%	1.9%	1.3%	0.9%	0.6%	0.3%	0.0%
Unlevered FCF	2.6	6.2	11.8	10.4	11.6	12.9	13.9	14.6	15.2	15.6	15.8
dFCFF		5.90	9.91	7.78	7.73	7.62	7.33	6.86	6.34	5.80	5.23

WACC calculation	
Kd	4.1%
Tax	22%
Net Kd	3.2%
Wd	27%
Rf	0.5%
Raw Beta	1.10
Premium risk	8.0%
Specific risk	6.5%
Ke	15.8%
We	73%
WACC	12.4%
LTGR	1.0%

Terminal value	
TV m€	140.7
Discount	33%
Poids	52%

EV (M€)	117.0
Debt (M€)	11.6
Cash (M€)	26.1
Equity (M€)	131.5
Target Price	24.35€

Source : TP ICAP, Factset



Sensibilité du DCF

	WACC	9.9%	10.4%	10.9%	11.4%	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%	14.4%	14.9%
L	0.0%	157.5	150.1	143.4	137.2	131.7	126.5	121.8	117.5	113.5	109.7	106.2
T	0.2%	159.2	151.6	144.7	138.4	132.7	127.5	122.7	118.2	114.1	110.3	106.8
G	0.4%	161.0	153.1	146.0	139.6	133.8	128.4	123.5	119.0	114.8	111.0	107.4
R	0.6%	162.8	154.7	147.5	140.9	134.9	129.4	124.4	119.8	115.5	111.6	107.9
	0.8%	164.8	156.4	149.0	142.2	136.0	130.4	125.3	120.6	116.3	112.3	108.5
	1.0%	166.8	158.2	150.5	143.5	137.2	131.5	126.3	121.5	117.0	112.9	109.2
	1.2%	168.9	160.0	152.1	144.9	138.5	132.6	127.2	122.3	117.8	113.6	109.8
	1.4%	171.1	162.0	153.8	146.4	139.8	133.7	128.3	123.2	118.6	114.4	110.4
	1.6%	173.4	164.0	155.5	147.9	141.1	134.9	129.3	124.2	119.5	115.1	111.1
	1.8%	175.9	166.1	157.3	149.5	142.5	136.2	130.4	125.1	120.3	115.9	111.8
	2.0%	178.4	168.3	159.2	151.2	143.9	137.4	131.5	126.1	121.2	116.7	112.5

Source : TP ICAP

b. Comparables – 130.1m€

Afin d'inscrire Cofle dans la dynamique de marché actuelle et de refléter la bonne performance boursière des acteurs du secteur, nous avons également valorisé le groupe via la médiane EV/Sales FY21e de ses comparables. Un discount de 10% a été appliqué afin de refléter les potentiels risques liés à la faible liquidité du titre.

Valorisation par les comparables

Name	Ticker	Country	Market cap.	EV.	Sales	EBITDA	Net Inc.	EV/Sales
Exel Industries	EXE-FR	France	504.9	505.0	938.0	84.3	45.1	0.5
Graco	GGG-US	US	11,540.3	12,362.7	1,732.4	519.0	372.3	7.1
Bucher Industries	BUCN-CH	Switzerland	4,509.7	3,762.5	3,058.0	402.4	245.8	1.2
CNH Industrial	CNHI-US	US	19,273.7	34,345.8	27,348.4	2,748.7	1,502.1	1.3
Suprajit	532509-IN	Inde	731.8	444.4	225.2	34.4	21.6	2.0
Kongsberg	KOA-NO	Norway	313.6	5,239.2	1,122.9	86.8	5.6	4.7
Deere & Co.	DE-US	US	102,836.4	147,434.3	41,773.0	8,253.5	6,043.1	3.5

Median EV/Sales	1.97
Discount	10%
Post Discount	1.78
EV (M€)	104.1
Debt	11.6
Cash	37.6
Equity value (M€)	130.1
Target Price	24.09

Source : TP ICAP, Factset

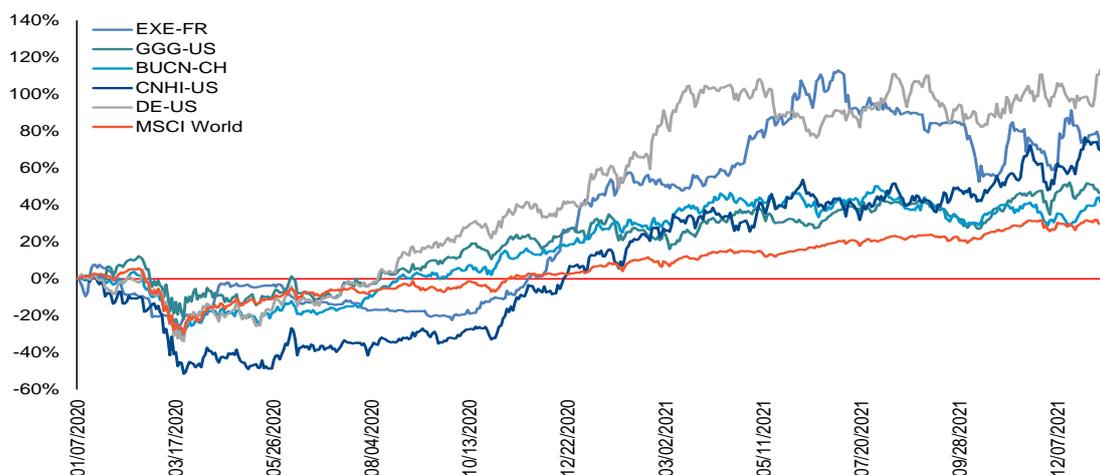


Chiffres financiers des comparables

	Exel	Graco	Bucher	CNHI	Suprajit	Kongsberg	Deere	Median
Sales n+1	867	1,970	3,177	32,260	18,852	110,975	40,154	25,556
Sales n+2	903	2,075	3,457	34,158	22,250	116,525	45,227	28,204
Sales n+2	930	2,180	3,599	34,861	25,112	122,347	47,436	29,987
EBITDA n+1	77	609	415	3,595	2,820	970	8,234	1,895
Margin	9%	31%	13%	11%	15%	1%	21%	14%
EBITDA n+2	86	659	455	3,985	3,499	1,199	9,583	2,349
Margin	10%	32%	13%	12%	16%	1%	21%	14%
EBITDA n+3	93	691	470	4,171	4,048	1,329	10,706	2,688
Margin	10%	32%	13%	12%	16%	1%	23%	15%
EBIT n+1	59	545	331	2,619	2,241	504	7,381	1,393
Margin	7%	28%	10%	8%	12%	0%	18%	11%
EBIT n+2	67	584	367	2,895	2,890	709	8,756	1,799
Margin	7%	28%	11%	8%	13%	1%	19%	11%
EBIT n+3	73	622	376	3,095	3,438	815	9,531	1,955
Margin	8%	29%	10%	9%	14%	1%	20%	11%
NI n+1	39	439	253	1,794	1,782	210	5,940	1,110
Margin	4%	22%	8%	6%	9%	0%	15%	8%
NI n+2	46	470	279	2,009	2,320	364	6,857	1,239
Margin	5%	23%	8%	6%	10%	0%	15%	8%
NI n+3	51	501	286	2,160	2,775	443	7,342	1,330
Margin	5%	23%	8%	6%	11%	0%	15%	8%

Source : TP ICAP, Factset

Performance boursière des comparables



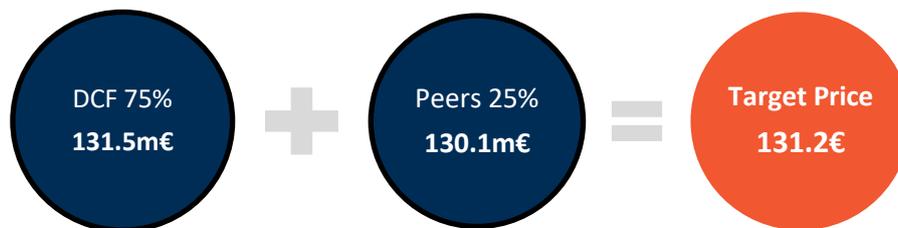
Source : TP ICAP, Factset



c. Synthèse

Pour refléter au mieux le potentiel de croissance et d'amélioration des marges à venir, la valorisation par le DCF a été pondérée à 75%, ce qui conduit à un objectif de capitalisation de 108m€

Résumé de la valorisation et multiples induits



	FY21e	FY22e	FYY23e	FY24e	FY25e
EV/Sales	2.24	1.99	1.85	1.72	1.61
EV/EBITDA	8.75	7.42	6.58	5.98	5.44
EV/EBIT	9.78	8.21	7.26	6.59	5.98
PE	14.08	11.82	10.45	9.49	8.62

Source : TP ICAP, Factset

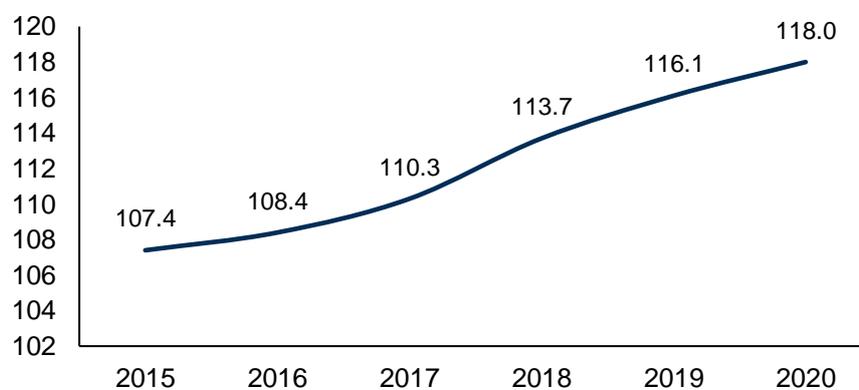


XI. Les risques à considérer

a. La montée en puissance de la mutualisation des achats

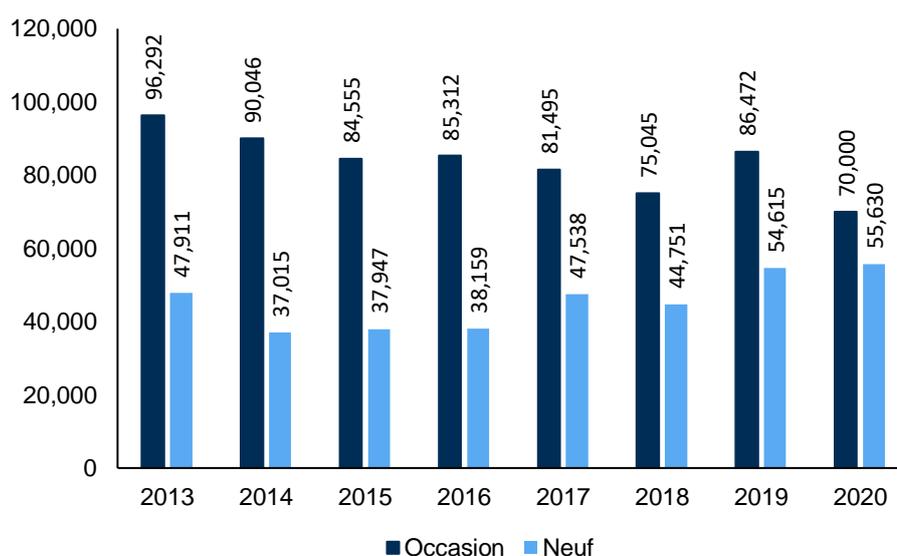
Du fait de **i)** l'augmentation constante des prix des machines agricoles et **ii)** le fait qu'un agriculteur utilise en moyenne 15 à 20 engins, nous considérons que le mode de consommation est susceptible de se diriger vers plus de mutualisation des achats ou vers des produits de seconde main – afin de limiter les coûts. Cela aurait un effet négatif sur les ventes de la division OEM. Cependant, bien que les tracteurs d'occasions représentent 50-60% des immatriculations françaises, aucun changement de paradigme n'est observé - pour le moment.

Indice de prix des matériels agricoles



Source : XERFI

Immatriculations de tracteurs agricoles d'occasion (en France)



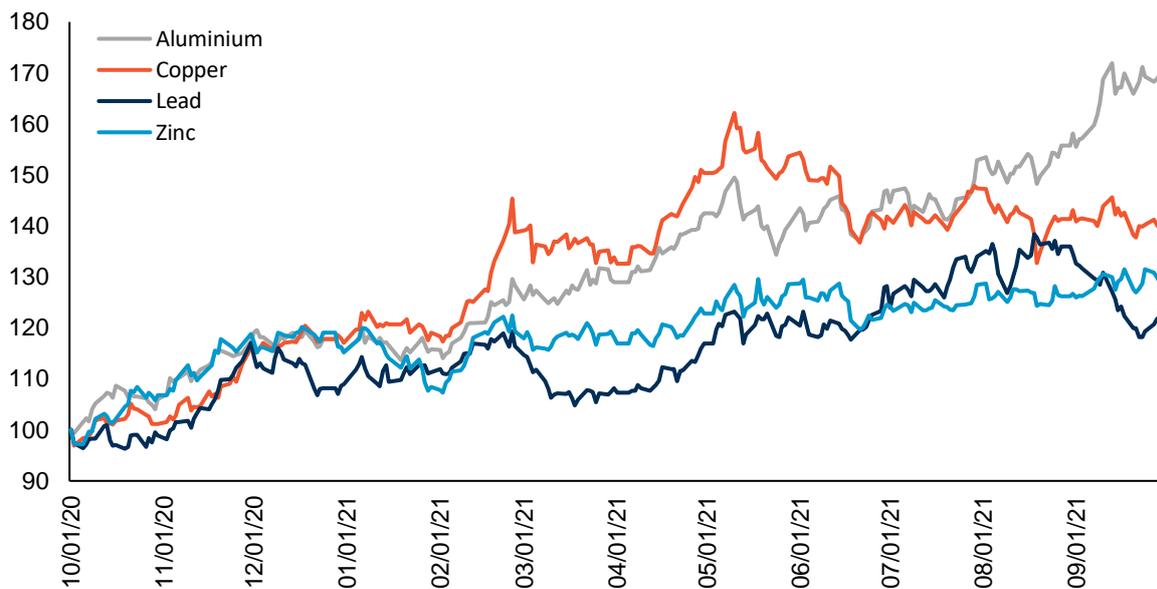
Source : XERFI



b. Le prix des matières premières

La récente évolution du prix des métaux, notamment de l'aluminium pourrait impacter négativement les marges du groupe. En effet, étant le premier poste de dépenses opérationnelles, l'achat de matières premières représente 30-35% du chiffre d'affaires. Toutefois, ce risque est à nuancer car la réévaluation régulière des prix de ventes pour tenir compte de l'évolution du prix des matières premières est incluse dans les contrats entre Cofle et ses principaux clients.

Evolution du prix de quelques matières premières (base 100)



Source : Factset



XII. Annexes

Résumé de produits proposés par Cofle pour l'Aftermarket

CORE PRODUCTS					
	Clutch Cables	Brake Cables	Brake Hoses	Gear Shift Cables	
	OTHERS				
		Bonnet Cables	Cable for Electric Puller	Choke Cables	
					
Accelerator Cables		EPB Servomechanism	Speedometer Cables		

Source : Société



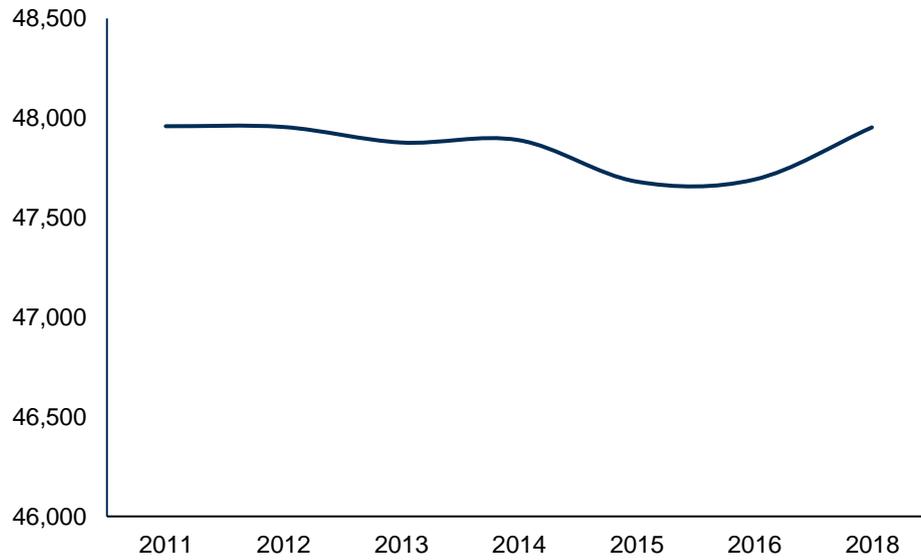
Type de procédés et de produits par filiales

Filiales	Procédés	Produits
Cofle Italy (Italie)	<ul style="list-style-type: none"> Assemblage Extrusion Soudage robotisé Usinage mécanique 	<ul style="list-style-type: none"> Boutons de contrôle électronique Tire-câbles Câbles de changement de vitesse Câbles de frein Joysticks mécaniques Tours de changement de vitesse Leviers PTO Colonnes de direction
TaboOtomotiv (Turquie)	<ul style="list-style-type: none"> Assemblage Extrusion Tôles 	<ul style="list-style-type: none"> Tires-câbles Freins de stationnement Câbles d'embrayage Câbles d'accélérateur
Cofle TK (Turquie)	<ul style="list-style-type: none"> Assemblage Extrusion Découpe laser Moulage par injection plastique Soudure Cintrage de tôles 	<ul style="list-style-type: none"> Leviers de frein Tires-câbles Câbles de changement de vitesse Leviers PTO Joysticks mécaniques Flexibles de frein
Cofle Taylor India (Inde)	<ul style="list-style-type: none"> Assemblage 	<ul style="list-style-type: none"> Tire-câbles Câbles de changement de vitesse Leviers de frein Leviers PTO Joysticks mécaniques
Cofle DO Brasil (Brésil)	<ul style="list-style-type: none"> Assemblage Injection plastique 	<ul style="list-style-type: none"> Tire-câbles Câbles de changement de vitesse Leviers de frein Leviers PTO Joysticks mécaniques Tours de changement de vitesse Colonnes de direction
Cofle Zhuji (Chine)	<ul style="list-style-type: none"> Emballage Livraison 	<ul style="list-style-type: none"> Tire-câbles Câbles de changement de vitesse Câbles et valves PTO Leviers de frein Leviers PTO Leviers de télécommande

Source : société



Terres agricoles disponibles dans le monde (Km²)



Source : Banque Mondiale

Répartition géographique de la demande en tracteurs – milliers unités vendues

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	CAGR
Namer	335	348	371	387	407	424	6.08%
E. Asia	278	293	306	329	352	366	7.49%
Europe	249	266	281	294	310	327	7.40%
S. Asia	51	54	56	59	62	66	7.01%
S.E. Asia	46	48	51	53	56	59	6.57%
Mid. East	49	52	55	58	61	64	6.97%
Africa	24	25	26	27	29	30	6.57%
Oceania	23	24	25	27	28	30	6.72%
S. Amer	54	56	59	63	66	69	6.46%
RoW	5	5	5	5	6	6	5.99%
Total	1 114	1 170	1 234	1 302	1 375	1 440	6.86%

Source : HNY Research



Données financières

Compte de résultat

M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
CA Total	38.3	38.1	52.1	58.6	63.2	67.7
<i>Croissance</i>	31%	0%	37%	13%	8%	7%
Marge brute	25.9	24.5	35.9	40.4	43.6	46.7
<i>% du CA</i>	68%	64%	69%	69%	69%	69%
Staff costs	-10.9	-9.8	-12.0	-12.9	-13.3	-13.9
Autres	-9.9	-8.7	-10.6	-11.8	-12.6	-13.4
EBITDA	5.1	6.0	13.3	15.7	17.7	19.5
<i>% du CA</i>	13%	16%	26%	27%	28%	29%
ROC	4.0	4.7	11.9	14.2	16.1	17.7
<i>% du CA</i>	10%	12%	23%	24%	25%	26%
Éléments non récurrents	-	-	-	-	-	-
Résultat financier	-0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Impôt sur les bénéfices	-0.9	-1.1	-2.6	-3.1	-3.5	-3.9
Taux d'IS	-23%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%
Résultat net	2.9	3.9	9.3	11.1	12.6	13.8

Bilan

M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Immobilisation corp. et incorp.	4.3	5.9	8.0	9.6	11.3	13.1
Immobilisation financières	1.1	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5
Actifs courants	20.7	23.5	32.2	32.3	34.7	37.1
Trésorerie	1.2	3.2	26.1	37.6	48.9	61.4
Actifs	27.3	33.6	67.3	80.9	96.3	113.1
Capitaux propres	7.0	10.1	31.0	34.0	36.9	39.8
Provisions	1.8	1.6	8.1	14.4	21.8	30.0
Dettes financières	5.6	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
Autres passif LT	0.3	1.5	1.8	4.4	8.3	12.8
Passif courant	12.4	11.3	17.0	18.5	19.6	20.6
Passif d'impôt	0.3	0.4	0.8	0.9	1.1	1.2
Passifs	20.4	23.5	36.3	46.9	59.4	73.3
Passifs + Capitaux propres	27.4	33.6	67.4	80.9	96.3	113.1

Tableau de flux

M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Cash des opérations	4.2	5.0	10.7	12.6	14.2	15.6
Delta BFR	5.6	1.5	2.4	-1.6	1.2	1.3
Capex	0.0	0.9	2.1	2.3	2.5	2.7
FCF	-1.4	2.6	6.2	11.8	10.4	11.6
Investissements financiers nets	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Variation d'emprunts	0.0	1.9	15.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes versés	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Variation de trésorerie	-1.2	2.6	22.4	11.5	11.3	12.5

Source : société, TP ICAP



Disclaimer

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts

Emetteur	Type de conflit
Cofle Spa	E, G

- A. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, détient plus de 5% du capital social de l'Émetteur ;
- B. L'Émetteur détient plus de 5% du total du capital social de Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée;
- C. Midcap, seule ou avec d'autres entités juridiques, est liée à l'Emetteur par d'autres intérêts financiers importants ;
- D. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est un teneur de marché ou un fournisseur de liquidité avec lequel un contrat de liquidité a été conclu concernant les instruments financiers de l'Émetteur ;
- E. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, a agi, au cours des douze derniers mois, en tant que chef de file ou co-chef de file dans une offre publique d'instruments financiers de l'Émetteur ;
- F. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est partie à tout autre accord avec l'Émetteur relatif à la fourniture de services d'investissement dans le cadre de l'activité corporate de Midcap
- G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur ;

Distribution des recommandations d'investissement

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse email suivante : marketing@midcapp.com.



Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.

