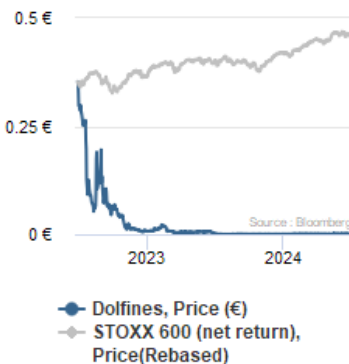


Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Opinion	Accumuler
Upside (%)	24,7
Cours (€)	0,00
Objectif de cours (€)	0,00
Bloomberg Code	ALDOL FP
Capitalisation boursière (M€)	9,63
Enterprise Value (k€)	11 649
Momentum	FORT
Sustainability	5/10
Credit Risk	CCC

Analyste financier

Isabelle Zhang
+33 (0) 1 70 61 10 50
capitalgoods@alphavalue.eu



Dolfines

Acquisitions and new management ensure growth but financing still a headache

POUR

- 8.2 France (wind services) will reduce the group's exposure to oil price fluctuations and lower its cyclicality
- Floating offshore wind is a >200GW (by 2050) mostly untapped market in which Dolfines can contribute its extensive off-shore know-how and experience
- Oil & gas activities see a rebound in 2022 and supported by high oil prices

CONTRE

- Client concentration and project delays can have a large impact on a small company
- In the floating offshore wind market, Dolfines' main competitors are several years ahead in terms of developments
- The increased size of future offshore wind auctions could restrain small players' access to market

Chiffres Clés	12/21A	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	-7,65	-7,03	-7,99	ns	23,8
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-11,2	-43,4	-47,2	28,2	8,85
BPA ajusté (€)	-0,08	-0,03	0,00	0,00	0,00
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (k€)	4 392	7 650	7 817	9 833	14 304
Marge d'EBIT (%)	-29,7	-13,3	-12,8	3,02	7,65
Résultat net pdg (k€)	-1 558	-3 996	-2 392	-110	405
ROE (après impôts) (%)	-81,8	-181	-104	-5,42	12,7
Taux d'endettement (%)	168	81,1	117	94,8	36,4

Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Oui
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté	x	-7,03	-7,99	ns	23,8
VE/EBITDA	x	-43,4	-47,2	28,2	8,85
P/ANC	x	18,2	23,4	3,88	2,48
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow libre	%	-7,85	-7,10	-3,47	2,19
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-181	-104	-5,42	12,7
Rendement des capitaux investis	%	-24,2	-17,2	0,51	10,3
Dette nette/EBITDA	x	-0,81	-3,17	4,89	0,69

Compte d'exploitation consolidé

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	k€	7 650	7 817	9 833	14 304
EBITDA	k€	-1 280	-846	413	1 180
Résultat opérationnel courant	k€	-1 596	-1 192	37,2	774
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-1 596	-1 192	37,2	774
Résultat financier net	k€	-2 400	-1 200	-136	-136
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-3 996	-2 392	-99,3	637
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	0,00	-11,2	-232
Résultat net pdg	k€	-3 996	-2 392	-110	405
Résultat net ajusté, pdg	k€	-4 176	-2 392	-110	405

Tableau de financement

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Cash flows d'exploitation total	k€	-1 280	-846	402	948
Investissements matériels	k€	-600	-600	-600	-600
Flux d'investissement net	k€	-600	-600	-600	-600
Dividendes (maison mère)	k€				
Augmentation de capital	k€	4 000	1 000	1 000	1 000
Flux financiers totaux	k€	1 600	-200	864	864
Variation de la dette nette	k€	-280	-1 646	666	1 211
Cash flow disponible (avant div)	k€	-4 280	-2 646	-334	211

Bilan

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Survaleurs	k€				
Total actif incorporel	k€	3 860	4 114	4 338	4 532
Immobilisations corporelles	k€	24,3	24,3	24,3	24,3
BFR	k€	1 071	1 071	1 071	1 071
Actif total (net des engagements CT)	k€	6 289	6 543	6 767	6 961
Capitaux propres part du groupe	k€	2 990	1 593	2 483	3 888
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	1 040	2 686	2 020	809
Passifs totaux	k€	6 294	6 543	6 767	6 961
Gross Cash	k€	2 560	914	1 580	2 791
Garanties données hors bilan	k€	405	405	405	405
Obligations conditionnelles	k€	150	150	150	150

Données par action

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,03	0,00	0,00	0,00
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,03	0,00	0,00	0,00
Actif net comptable par action	€	0,01	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	132 462	4 936 697	9 627 615	9 626 615

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	9
Valorisation.....	14
DCF.....	16
Actif net	17
Dettes.....	18
A Savoir.....	19
Durabilité.....	20
Gouvernance & Management.....	21
Environnement.....	22
Social.....	24
Mises à jour.....	26
Objectif de cours & Opinion.....	27
Graphiques.....	28
Comptes.....	29
Méthodologie.....	37

Activités et tendances

Dolfines (formerly Dietswell) is an engineering contractor to the energy sector (oil, gas, renewables). It has an expertise in offshore and onshore drilling, with a presence in seven countries since 2000 and c.50 employees.

It is a flexible company with technical knowledge that can provide cost-effective solutions to its clients along the complete drilling value chain. Engineers (Solutions and Contracting divisions), located at the headquarters, assist clients in design and engineering projects; and the workforce abroad (Factorig and Services divisions) ensures rig performance and technical assistance.

As part of its diversification strategy, Dolfines is using its competencies gained in offshore activities to design and develop an offshore floater for wind turbines. This is not the first time an oil and gas contractor has moved to offshore wind (e.g. subsea 7) and Dolfines' long track record in offshore drilling should prove to have an edge over companies specialised in onshore wind as it has transferable skills and is used to tight capital spending.

Being an asset-light company, it managed to weather the 2014-17 oil crisis (which extended into 2018 for oil services companies) by reducing its cost base significantly (overhead costs were down 35% between 2014 and 2018), with the audit and inspection divisions keeping the company afloat while research and development was geared towards renewable energies.

In this report, we successively address the oil & gas activities first, followed by the New Energies segment.

Oil & Gas activities

Dolfines operates three main activities in oil & gas:

1. Audit & Inspection (Factorig);
2. Technical assistance;
3. Engineering & Technologies

In practice this means Dolfines is focused on activities that are closer to production rather than to exploration, which are deemed less volatile in the upstream value chain:



Oil prices support drilling activity

More than the type of drilling done, what matters to Dolfines is the drilling intensity in the regions it is implemented. The company has expertise in both

offshore and onshore drilling. It gives it the flexibility to perform many different tasks throughout the whole project cycle.

As a contractor focused on exploration and production, Dolfines' activities depend largely on oil companies' capital spending and drilling activity. The downturn in oil prices during 2014 and 2017 had a large impact on its order book, and so did the 2020 downturn.

The international rig count (excluding North America) seems to be a good proxy to assess Dolfines' activity in its traditional businesses. As a small company competing for contracts that can occupy a large share of the workforce, the results will be volatile, and timing will be impacted by operational constraints and delays in the advancement of the project.

Worldwide rig count (excluding North America)



Source: Baker Hughes

As a result of the plunging oil prices, drilling receded sharply in the first half of 2020. The situation is improving with the increasing oil price.

New Energies

Based its strong experience in the design, construction and operation of floating platforms in the offshore oil and gas industry, Dolfines is designing a semi-submersible float able to support 15MW of offshore wind turbines. We address its potential and market in this section.

Offshore wind a perfect fit for cheap and clean energy

Global warming, increased air pollution and rising public awareness of climate change have pushed politicians to plan ways of progressively reducing the world's dependency on fossil-fuel energy. Of all the alternatives, wind, solar and hydro have been the preferred sources of energy as their scale and design allow for utility-sized production at reasonable costs. However, building new hydro-power plants proves increasingly challenging in developed economies,

onshore wind developers find it difficult to convince neighbourhood associations to accept high capacity wind turbines, while the scarcity of suitable land plots start to slow the development of major solar projects. For these reasons, offshore wind is considered as a huge opportunity, able to solve many issues other renewables are facing, while offering several Terawatts of low-cost capacity.

Unsubsidised levelised cost of energy comparison



Source: Lazard, LCOE 15.0, 2021

Today, around 30-40GW of capacity has been installed offshore, while we estimate the global technically-exploitable potential to range between 3,500 and 5,000GW. Considering that 80% of the world’s total offshore wind resources is blowing above waters too deep for anchored turbines (depth above 40m), floating offshore wind turbines offer a huge, mostly-untouched potential for coastal countries.

Growth is expected to be supported by a drastic cut in costs per MWh, similar to the fixed offshore industry, where costs have declined to c. €80/MWh. Cost drivers will include higher turbine capacity, higher load factors compared to fixed turbines, decreasing cost of financing and the increased scale of wind farms (more information on this topic in the Worth Knowing section). Regulation is set to be another important driver as subsidies will be needed to boost the industry during its infancy. Engineering will also rein in the launch of the sector as new standards have to be set to meet slightly narrower technical requirements inherent to mobile structures.

The first pilot project – the Hywind wind farm – is owned by Equinor and located off the Scottish coast. It has already delivered encouraging results, and is the best performing farm in the UK, with load factors above 55% (vs an average of around 40% in UK).

Market size

As of the end of 2021, the total installed capacity was estimated at below 100MW globally, of which 30MW from the Hywind wind farm. Other pilot projects were launched in Norway (2.3MW), Portugal (2MW), Japan (14MW) and France (2MW). In the mid-term, we expect the total floating wind installed capacity to reach c.3GW. We expect this number to climb to c.12GW by 2030. Our forecasts are broadly consistent with research studies (Global Wind

Energy Council sees 16GW by 2030) as well as corporates' stated outlook (e.g. Equinor). Note that this can be viewed as conservative given some countries' stated objectives like France's 6GW target by 2030. The strong growth should nonetheless happen in the next decade (Carbontrust sees 70GW by 2040) with a c. 20% CAGR.

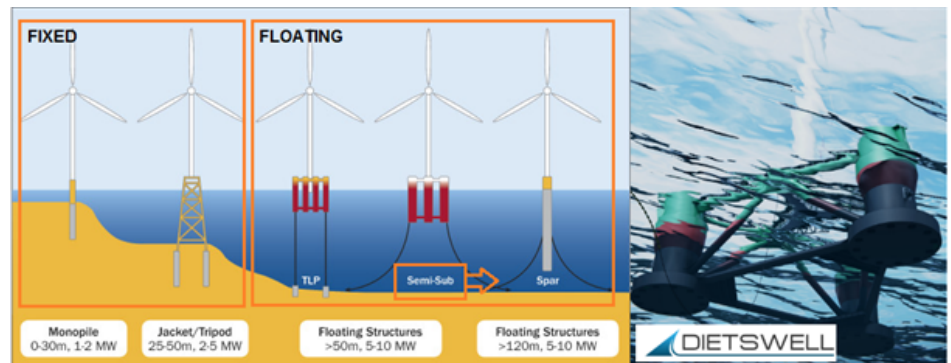
Competition

The Dolfines design is a steel semi-submersible structure with no active ballast and a centred turbine (see below). The total structure is relatively light weight (c.2,200 tons) and only needs limited maintenance due to steel's innate robustness.

Competitors include BW Ideol, with its ring-shaped concrete structure and, more importantly, the US-based Principle Power Inc. PPI has developed a triangular-shaped floating wind turbine foundation (WindFloat). The company is in a more advance stage as it has already been built, tested and decommissioned its first 2MW prototype between 2011 and 2016 and plans several new projects in Europe.

Competition also comes from other designs, such as tension leg platforms or TLPs (Glosten, DBD Systems, Iberdrola) or simple spar buoys like the ones used at the Hywind wind farm in Scotland (Equinor). However, even if some markets such as Japan or Norway have waters that are deep enough to install spar buoys, semi-submersible structures should prevail in most instances as their flexibility allows them to adapt to almost any site's characteristics.

Dolfines's design vs competitors ones



Other end markets

The oil services industry could be another driver for floating wind turbines as small-to-medium size floating wind farms could be used both economically and environmentally to power offshore oil & gas drilling and production installations. Depending on wind speeds, these kinds of installations could result in a wind energy penetration of 30-40%, the rest of the supply being provided by gas turbines, which are commonly used to power this kind of platform. Besides lower gas consumption, savings can be made at the emission tax level.

The first project of this kind currently intended consists of 11 floating turbines aimed at providing c.35% of the power needed by Equinor's Gullfaks and Snorre oilfields.

The size of the market is particularly hard to call, given the variety of influencing factors (distance from shore, winds speeds, technology costs, gas prices, emission taxes). For now, the market is still in its infancy. In this upcoming market, Dolfines is already active and landed a contract for a preliminary study in H2 18.

8.2 France

In 2021, Dolfines acquired 8.2 France, a specialist in wind services. We expect 8.2 France to perform recurring activities around the lifetime of the wind turbine (e.g. technical inspection of rotor blades), which will help in mitigating the volatile oil & gas environment.

8.2 France started a three-year contract for an offshore wind farm (Parc éolien de Guérande, Saint-Nazaire), possibly leveraging on the partnership with Dolfines, as this was 8.2 France's first contract in offshore wind.

Chiffre d'affaires par division

Secteur		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Chgt 23E/22		Chgt 24E/23E	
						k€	% du total	k€	% du total
Chiffre d'affaires		7 650	7 817	9 833	14 304	167 ↑	100 %	2 016 ↑	100 %
Services	Ingénierie lourde	2 000	1 800	2 500	4 000	-200	-120 %	700	35 %
Factorig	Ingénierie lourde	2 390	3 100	3 500	6 000	710	425 %	400	20 %
Solutions	Ingénierie lourde	130	100	600	500	-30	-18 %	500	25 %
Contracting	Ingénierie lourde	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
New Energies	Ingénierie lourde	3 130	2 817	3 233	3 804	-313	-187 %	416	21 %
Other									

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	5,0 %	5,0 %	0,0 %
Dollar	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Other	100,0 %
-------	---------

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

Dolfines has two divisions which ensure most of the current revenue (Factorig and Services), another two divisions which are lumpier and more dependent on exploration and production spending (Solutions and Contracting), and one wild card division with high growth potential (New Energies). Lastly, 8.2 France, now part of Dolfines, has shown strong growth in recent years and is supported by the dynamic wind market.

Oil & Gas Services

The company has a vast network of qualified manpower that it can send to production sites around the world on an individual basis or as a multidisciplinary team. Customers are exploration and production companies and larger oil and gas services companies. Typically, the customer will contract the workforce for a specific mission, but Dolfines also has several multi-year agreements with long-standing clients.

Providing a technical workforce is a high volume, low margin business. Contractual prices for assistance and temporary manpower are competitive in the oil and gas industry and this is a fragmented market with low barriers to entry. EBIT margins can reach 6-7%, higher than generalists in workforce solutions (Adecco has an EBIT margin of c.4.5%), reflecting the specialised talents Dolfines can provide.

Dolfines uses its network and technical knowledge to allocate its team around the various projects in which it is working on. A higher number of contracts allows for optimisation of manpower and usually improves margins when talents are in demand. The strength of Dolfines in this activity is its ability to recruit talent on a timely basis (and avoiding costly inter-contracts).

We expect the trend in manpower outsourcing to continue in oil and gas, especially on operational activities, due to the nature of exploration and production which requires specific competencies at each step of the project.

Factorig

Dolfines is an independent third-party rig and QHSE (quality, health, system, and environment) auditor. It assists oil and gas contractors in reducing their operational risks. Works include full condition surveys once the rig has been delivered to the client, rig inspection during operation, inspection of new equipment prior to its integration, etc. The Factorig division is based in Abu Dhabi and has a strong presence in the Middle East.

The company can recertify blow-out preventers (BOP). It has both ISO9001 and API Q2 certifications, which are crucial quality management system requirements for contractors. A BOP is some safety equipment which is used to hold well pressure and prevent uncontrolled flow.

Inspecting and auditing a rig is a recurring business that occurs throughout the whole lifespan of the asset:



In addition to rig inspection, the company can also recertify BOPs from Shenkai.

The BOP recertification market is a good addition to the Factorig division. Safety regulations have increased after the Macondo oil spill in 2010, at which the BOP failed, with BOPs recertification occurring every five years. BOP manufacturers are strongly incentivised to stick to safety requirements. As a reminder, Cameron International Corp, the BOP manufacturer for Macondo well, agreed to a \$250m settlement with BP in 2011.

Good execution from Dolfines on the Shenkai BOPs could give them access to partnerships with additional BOP manufacturers.

The Factorig division operates in a niche market where EBIT margins could be c. 20% in an upcycle, with customers that are not likely to switch from one contractor to another. The recurrence of the activity associated with customer retention gives audit and inspection a singular and attractive feature within oil services.

Solutions & Contracting

Dolfines is at heart a firm of engineers and has a good track record, with projects realised for various contractors (mainly European and Middle Eastern companies).

Contracting: Dolfines provides project management and services throughout the whole lifespan of a rig. It is focused mainly on complex drilling operations, using the expertise of its other divisions to offer an integrated solution to its clients.

Solutions: This is Dolfines' engineering unit. The company has been involved in many projects, including the designs of rigs that required ad hoc specifications and studies on modular cluster rigs. It also has expertise in offshore with designs done on jack-up rigs, tender-assisted drilling barges and swamp barges. The Solutions division also offers technical support to the Factorig and Services divisions.

Its size makes it less vulnerable to bigger engineering firms (such as Technip Energies and Saipem) as it will compete for smaller projects and will typically serve those contractors when it can bring its expertise (such as rig reactivation services).

There is also hidden value with having the engineering division located at the headquarters and providing technical support to the units abroad. For instance,

Dolfines has done an engineering study to upgrade a rig for Perenco that required a BOP system. Dolfines can participate in these types of projects thanks to its API Q2 certification and the engineering branch.

New Energies

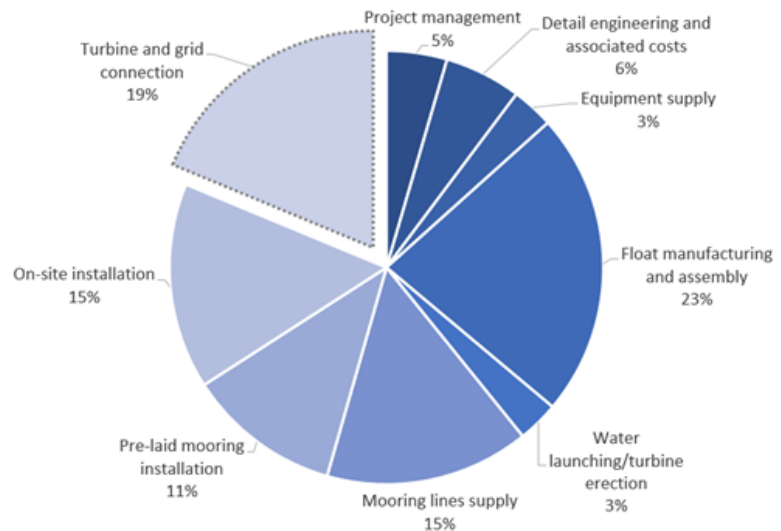
Business model

Dolfines will be contracted by developers. The scope of Dolfines' activities can vary according to developers' needs. Dolfines' responsibilities can include:

1. project management (project follow-up including construction and installation);
2. detailed engineering (engineering, licensing, software, certification);
3. supply of equipment (ballasts, crane, chain connection, power generation for installation);
4. on-site installation (towing, mobilisation, connection to pre-laid moorings, supervision);
5. supply of mooring lines (chains, anchors, buoys, shackles);
6. water launching and provision of the yard during the erection of the turbine.

With regards to the construction of the floater, several solutions are being envisioned. The first one is a joint venture where Dolfines doesn't earn fees on the construction contract. The second one is where Dolfines handles the entire process (float and BOP) under the form of an EPCI contract. The third one is on commercialising the offering throughout licensing to a larger Engineering, Procurement & Construction (EPC) contractor, rather than on Dolfines handling the procurement and construction (on top of the engineering and design). In our view, this option is justified as Dolfines now targets a floater that can support a 15MW turbine, with a potential order intake that could be large and executed by an EPC company. The total cost of an installed unit should indeed range between €30m and €35m for an order of one unit only, while prices for bigger orders are expected to be reduced by c.€3-4m. We expect that a licensing contract should range between €250k-300k per unit.

Total cost breakdown, for one unit



Source: Dolfines, AlphaValue estimates

Like in any nascent, high potential market, we expect margins to remain relatively low during the first years as the company invests in research & development. We then estimate a 60% EBITDA margin due to the light asset base (provided that Dolfines sells on a licensing basis). This is similar to GTT's business model (and margins) which designs and engineers membranes for LNG carriers.

Capex is expected to remain modest given the lightness of the business model. We forecast small intangible investments, mostly software licences in the vicinity of c.€12k per year and per employee. As for the number of staff, we use Dolfines' estimates of five employees per unit ordered, for pilot and small wind farms, and fewer employees per turbine for bigger orders as the their scale allow for some cost reduction.

Risks

The main risk comes from timing and competition as Dolfines' main competitors are several years ahead in terms of developments. Principle Power Inc. has already tested and decommissioned a full-scale 2MW prototype of its WindFloat design. Ideol's first demonstration (Floatgen) became operational in September 2018 and has already been delivering power to the grid since then. SBM Offshore is developing Provence Grand Large with EDF Renouvelables.

Another disadvantage could be Dolfines' own size as the company's current revenue is lower than the price of a single floater. Therefore, the development of the New Energies division will be limited to pilot and small-scale wind farms during the first years and bigger developers are likely to prefer to wait to see the first unit in operation before placing large orders.

EBIT par division

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Chgt 23E/22		Chgt 24E/23E	
					k€	% du total	k€	% du total
Total	-1 019	-998	297	1 094	21 ↑	100 %	1 295 ↑	100 %
Services	-200	-145	-29,1	-29,1	55 ↑	262 %	116 ↑	9 %
Factorig	-467	-211	-34,5	457	256 ↑	1 219 %	177 ↑	14 %
Solutions	-65,0	-10,0	-60,0	-60,0	55 ↑	262 %	-50 ↓	-4 %
Contracting	0,00	0,00	0,00	0,00	0 ↑	0 %	0 ↑	0 %
New Energies	-287	-632	421	725	-345 ↓	-1 643 %	1 053 ↑	81 %
Other/cancellations								

Marge d'EBIT par division

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Total	-13,3 %	-12,8 %	3,02 %	7,65 %
Services	-10,0 %	-8,07 %	-1,16 %	-0,73 %
Factorig	-19,5 %	-6,80 %	-0,99 %	7,62 %
Solutions	-50,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-12,0 %
Contracting				
New Energies	-9,17 %	-22,4 %	13,0 %	19,1 %

Valorisation

Oil & Gas

We expect 2020 to be the nadir in activity, yet maintain a cautious stance as oil majors continue to exert a strong capital discipline.

We expect the Solutions and Contracting divisions to win c. €400-600k of awards from 2022 to 2024. Dolfines has expertise that can be applied early in the cycle, such as technical refurbishment, yet offshore drilling remains subdued.

The DCF is based on a 4% EBITDA growth for the oil and gas activities.

New Energies

We have decided to isolate the New Energies division and show the sum of its discounted cash flows in 2023. This gives more clarity on the contributions of both the Oil and Gas and New Energies divisions and allows for a more suitable modelling of start-up projects. We expect Dolfines to receive c.50 orders for 15MW floaters, c. 5% of the total market. From 2033 onwards, we have applied a long-term EBITDA and capex growth rate of 9%. Note that, worldwide, floating wind installations are expected to grow by close to 20% CAGR from 2030 to 2040.

Key DCF metrics for selected years

k€	2024E	2026E	2028E	2030E	2032E
Units ordered	-	1	5	5	5
Units delivered	-	1	1	5	5
Staff number	5	10	15	20	25
Revenue	-	550	1 650	2 750	2 750
EBITDA	(764)	(1 005)	(820)	(525)	(1 344)
Capex	(204)	(312)	(600)	(1 056)	(1 320)
FCF	(968)	(1 317)	(1 420)	(1 581)	(2 664)
Discounted FCF	(800)	(900)	(802)	(738)	(1 027)

Sum of the parts

Our sum of the parts valuation is based on multiples from comparable companies in each business line. 8.2 France is valued at the transaction price (c. €800k).

We value the Audit & Inspection division (Fatorig) at 8.5x 2023-24 EBIT, vs 15-17x for pure plays in inspection, testing and certification (Bureau Veritas, SGS, Eurofins Scientific), and justified by the cyclicity of the oil and gas sector.

The Services division is value at a multiple of 0.2x to 2023 sales, a 40% discount over its peers specialised in human resources and support services (Randstad, Adecco) and justified by the volatility in activity.

For the Contracting and Services divisions, we have applied a multiple of 5x to 2023 EBIT, using a discount to engineering companies operating in the energy field (Elecnor, Technip Energies) in order to reflect the risks inherent to a smaller company.

For the NAV of the New Energies division, we value the floating offshore wind division using a DCF method as applying a multiple on EBIT or EBITDA would

require to select arbitrarily a reference year and therefore be dependent on a still uncertain timing. As a reminder, we use a 8% cost of debt and a 10% WACC.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		0,00	-8 %	35 %
Somme des parties		0,00	229 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	0,00	-32 %	20 %
P/E	Comparables	0,00	-13 %	10 %
Rendement	Comparables	0,00	-100 %	10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	0,00	-14 %	5 %
Objectif de cours		0,00	25 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	43,0	7,67	2,00	3,01
Ratios Dolfines	64,5	13,9	3,02	0,00
Prime	30,0 %	30,0 %	30,0 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Nordex SE	89,6	7,96	2,57	0,00
Elecnor	23,4	7,26	1,47	7,85

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	9,86	Dettes (trésorerie) nette moyenne	k€	2 353	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	k€	3 622	Provisions	k€	3,34
Free cash flow de l'année 11	k€	1 563	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	k€	0,00
"g" de Durabilité	%	1,85	Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	0,00
Valeur terminale	k€	19 512	Valeur des fonds propres	k€	8 883
Valeur actuelle de la valeur terminale	k€	7 618	Nombre d'actions	Th	9 626 ...
en % de la valeur totale	%	67,8	DCF par action	€	0,00
Valeur totale actuelle	k€	11 240	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-1,60

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	800
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	11,5
Taux d'impôt normalisé	%	25,0	Bêta de la société (endettée)	x	1,32
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	27,9
Bêta sectoriel	x	1,16	Dettes/VE	%	21,8
Bêta de la dette	x	1,60	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	10,1
Capitalisation boursière	k€	9 626	Coût de la dette	%	8,63
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	k€	2 686	Coût des fonds propres desendettés	%	9,30
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	k€	1 733	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	9,86

Calcul du DCF

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Croissance	12/26E	12/33E
Chiffres d'affaires	k€	7 650	7 817	9 833	14 304	13,0 %	16 163	38 025
EBITDA	k€	-1 280	-846	413	1 180	13,0 %	1 333	3 136
Marge d'EBITDA	%	-16,7	-10,8	4,20	8,25		8,25	8,25
Variation du BFR	k€	0,00	0,00	0,00	0,00	8,00 %	0,00	0,00
Cash flow d'exploitation total	k€	-1 280	-846	413	1 180		1 333	3 136
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	0,00	-11,2	-232	8,00 %	-251	-430
Bouclier fiscal	k€	-600	-300	-34,1	-34,1	8,00 %	-36,8	-63,1
Investissements matériels	k€	-600	-600	-600	-600	8,00 %	-648	-1 111
Investissements matériels/CA	%	-7,84	-7,68	-6,10	-4,19		-4,01	-2,92
Cash flows libres avant coût du financement	k€	-2 480	-1 746	-232	313		397	1 533
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	k€		24 648					
Free cash flow ajustés	k€	-2 480	22 902	-232	313		397	1 533
Free cash flow actualisés	k€	-2 480	22 902	-211	260		300	598
Capitaux investis	€	4,96	5,21	5,43	5,63		6,08	10,4

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (k€)	Valorisation participation (k€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Dietswell New Energies	100 %	DCF		25 160	25 160	0,00	72,8 %
Aegide International	100 %	EV/EBITDA	10	3 000	3 000	0,00	8,68 %
Dietswell Factorig	100 %	EV/EBIT	8,5	2 980	2 980	0,00	8,63 %
8.2 France	100 %	AlphaValue valuation		1 500	1 500	0,00	4,34 %
Dietswell Services	100 %	EV/Sales	5	1 400	1 400	0,00	4,05 %
Dietswell Solutions	100 %	EV/EBIT	5	500	500	0,00	1,45 %
Dietswell Contracting	100 %	EV/EBIT	5	10,0	10,0	0,00	0,03 %
Autre							
Actif brut					34 550	0,00	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-2 686	0,00	-7,77 %
Engagements donnés					-150 ⁽¹⁾	0,00	-0,44 %
Engagements reçus							
Somme des parties					31 714	0,00	91,8 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					9 626 615		
Somme des parties par action (€)					0,00		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)					69,6		

1. Off-balance sheet agreements

Dette

OCABSA:

The company has a financing line of up to €36m with Negma group, in the form of convertible bonds into shares with share warrants ("OCABSA"). At FY21, the company has drawn €1.4m from the funding line.

At FY21 the company has:

- Zero rate loan from BPI France with €270k outstanding (with quarterly payments up to 2024)
- Loans guaranteed by the state (PGE) for a total of €1,200k (amortisation starting from 2022 to 2026)
- Green bonds for €850k outstanding (with quarterly payments up to 2023)

Lastly, there is €1.7m of advances from the Ademe on the Eolfloat project.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	k€	-1 280	-846	413	1 180
Cash flow des opérations	k€	-3 680	-2 046	266	811
Fonds propres	k€	2 990	1 593	2 483	3 888
Dettes brutes	k€	3 600	3 600	3 600	3 600
+ Trésorerie brute	k€	2 560	914	1 580	2 791
= Dette nette / (trésorerie)	k€	1 040	2 686	2 020	809
Ratio d'endettement	%	81,1	117	94,8	36,4
Fonds propres/Actif total (%)	%	47,5	24,3	36,7	55,8
<i>Dettes nettes ajustées/EBITDA(R)</i>	x	-0,81	-3,17	4,89	0,69
<i>Dettes brutes ajustées/EBITDA(R)</i>	x	-2,82	-4,26	8,72	3,05
<i>Dettes brutes ajustées/(Dettes brutes ajustées+Fonds ...)</i>	%	54,7	69,3	59,2	48,1
<i>Ebit cover</i>	x	-0,67	-0,99	0,27	5,67
<i>CF des opérations/dettes brutes</i>	%	-102	-56,8	7,37	22,5
<i>CF des opérations/dettes nettes</i>	%	-354	-76,2	13,1	100
<i>FCF/Dettes brutes ajustées</i>	%	-119	-73,4	-9,28	5,86
<i>(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dettes CT</i>	x	-1,04	-1,05	0,75	1,81
<i>FCF/Dettes CT</i>	x	-2,58	-1,60	-0,20	0,13

A Savoir

Reducing the cost per MWh

To deploy fully, a floating wind turbine will have to reduce its cost per MWh to below €100, a target deemed by many as possible by 2025-30. Equinor, owner of the Hywind farm, has already stated its objectives of achieving a €40-60/MWh cost of energy by 2030. Cost savings will stem from the increase in turbine capacity as higher capacity allows for fewer installations, lower maintenance and operation costs. In ten years, the size of turbines has already more than doubled from 3.5MW to 9MW, while 12MW turbines are just around the corner (GE's Haliade-X). First onshore tests will start in 2019 while first offshore operations will begin by 2021. We expect the floating wind industry to be the first to adopt these higher turbine capacities.

Another big driver will be wind speeds and steadiness. The further from the shore, the stronger and more stable the winds generally are, giving floating wind farms a bid advantage. Moreover, the relation between wind speed and energy output is cubed, meaning that a 26% increase in wind speeds will double the total output, thus decreasing the costs per MWh by the same amount.

Besides these basic principles, floating wind turbines allow for lower installation and maintenance costs as turbines can be constructed and checked on the quayside and then pulled into position easily and affordably.

While many of these cost drivers are outside Dolfines's control, its unique and scalable design will allow it to take advantage of the use of higher turbine capacity. According to Dolfines' estimates, doubling the turbine capacity from 6MW to 12MW will only result in a 35-40% increase in costs. It is likely that other designs like solid steel-reinforced concrete structures will not benefit as much from this race for higher turbine capacity.

Sedlar Rig 160

As part of its efforts to refocus on value-added activities and being an asset-light company, Dolfines has been trying to sell a hydraulic rig it designed and built in 2007. The unit was written down to zero in 2019. Although, we do not take it into account in our estimate, there is value remaining in it and a sale could bring extra cash flow to the company.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
NEGMA Group	8,37 %	8,37 %	0,00 %
Jean-Claude Bourdon	3,16 %	6,20 %	0,00 %
Dominique Michel	0,08 %	0,15 %	0,00 %
Flottant			88,4 %

Sustainability

All in all, the group's focus towards renewables is sound and in line with the ongoing energy transition. The acquisition of 8.2 France in 2021 reinforces this and allows for a recurring activity in wind services.

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	6/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	0/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✗	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	10/10	25 %
Prélèvement d'eau	1/10	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	5 %
Satisfaction au travail	0/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
Score de durabilité	4,6/10	100%

Gouvernance & Management

Jean-Claude Bourbon is the CEO and founder of Dolfines. He has been in the drilling industry for over thirty years, working for other oil and gas services companies (Schlumberger, Forasol-Foramer). Bourdon has a 11% stake in the company.

The deputy CEO is Yann Lepoutre, appointed in 2021, who has more than thirty years of experience in strategic and operational management in the oil and gas sector (Subsea 7, Forasol-Foramer).

Score de gouvernance

Société (Secteur)

4,3_(7,3)

Independent board

Oui

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	5	8	10/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	0	30	1/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	100	63	0/10	5,0 %
Age moyen des membres du CA	68	60	1/10	5,0 %
Type de société : Petite capitalisation, non contrôlée			10/10	25,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	60	50	6/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	5,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	5,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✗	5,0 %
Score de gouvernance			4,3/10	100,0 %

Management

Nom		Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
						Trésorerie	Rémunération en titres
Jean-Claude BOURDON	M	DG	1952				
Yann LEPOUTRE	M	DG Adjoint	1962	2021			
Delphine BARDELET	F	DAF					
Anne BARECELO	F	Head of Human Resources	1979	2019			
Dominique MICHEL	M	Executive Officer	1936				

Conseil d'administration

Nom		Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)	
									Valeur des titres, en k€ (année)
Jean-Claude BOURDON	M	✗	Président		1952	2000			
Dominique MICHEL	M	✗	Deputy Chairman		1936	2005			
Martin FERTÉ	M	✓	Membre		1958	2015			
Yann LEPOUTRE	M	✓	Membre		1962	2019			
Benoit VERNIZEAU	M	✓	Membre		1969	2018			

Environnement

A lack of data given the size of the company, yet as an engineering company with no hard assets, we expect Dolfines' direct emissions to be minimal and tied to its consumption of energy (i.e. fuel for transport, electricity in offices).

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Emissions CO ²	10/10	7/10	30 %
Prélèvement d'eau	1/10	5/10	30 %
Energie	1/10	5/10	25 %
Déchets	1/10	5/10	15 %
Score d'Environnement	3,7		100%

Société (Secteur)










3,7 (5,9)

Paramètres environnementaux

			Société				Secteur
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2022
Énergie (GJ) par million d'euros de capital employé	0	0	0				377
			1,4	7,8	10,0	3,7	4,4
Tonnes de CO ² par million d'euros de capitaux employés	0	0	0	0			21
Tonnes de déchets générés par million d'euros de capitaux employés	0	0	0				9
Mètre cube d'eau prélevée par million d'euros de capitaux employés	0	0	0				126

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
Datwyler		6/10	1 145 210	90 116	1 782 699	21 488
Dürr		9/10	485 377	21 269	177 373	13 208
KION Group		9/10	2 212 046	183 286	553 000	101 934
NORMA Group		8/10	453 852	5 064	171 943	11 456
SFS Group		6/10	1 218 740	95 000		21 249
VAT Group		9/10	161 713	14 456	114 081	4 876
Dolfines		4/10	0	0	0	0
Siemens Energy		8/10	5 186 000	181 000	6 520 000	154 000
Nel		9/10	60 224	6 579	20 614	2 561 089
Landis+Gyr Group AG		10/10	134 999	13 107	95 836	3 809
AutoStore		4/10		8 119		
Siemens		9/10	9 115 000	550 000	14 260 000	261 200
ABB		9/10	4 672 800	151 000	2 545 000	167 000
Schneider Electric		9/10	4 047 577	202 232	1 899 190	124 139
Alstom		9/10	3 056 400	139 000	1 514 000	77 480
Atlas Copco		10/10	1 865 000	108 000	403 000	39 112
Sandvik		10/10	3 745 000	303 000	4 040 000	421 765
Vestas Wind Systems		9/10	2 368 800	109 000	279 000	44 400
Schindler		8/10	2 474 942	145 726	651 100	55 491
Kone		10/10	1 933 560	116 700	295 200	40 000
GEA Group		9/10	827 528	31 725	316 618	13 089
Metso Corporation		8/10	1 645 000	127 206	381 000	77 455
Alfa Laval		10/10	1 086 023	21 364	788 000	28 926
Wärtsilä		7/10	977 144	56 003	23 451 000	11 756
Prysmian		6/10	9 631 104	616 059	7 040 079	235 162
IMI		8/10	523 997	38 604	186 171	321 000

FLSmidth & Co		6/10		36 767	178 064	
Sulzer		1/10	878 109	81 339	987 576	19 546
Legrand		9/10	1 382 400	84 524	686 000	51 000
Bilfinger		9/10	720 112	45 317	173 564	4 776
Quadient		10/10	60 707	9 299	20 770	1 127
Nexans		6/10	4 060 242	242 728	1 446 937	71 345
OC Oerlikon		8/10	1 547 640	145 000	769 300	22 974
Nordex SE		7/10	899 511	54 460	151 700	29 340
Georg Fischer		6/10	3 394 000	214 000	2 105 000	91 000
Elecnor		4/10		83 833		94 312
ANDRITZ		6/10	2 194 175	134 229	1 678 832	54 905
Heidelberger Druck		8/10	795 600	65 717	165 224	35 264
Aalberts		7/10	3 872 460	251 000	1 509 096	44 825
Rieter		8/10	448 000	50 000	287 000	12 750
Danieli & Co		2/10	7 314 724	762 507	2 135 000	165 758
Bekaert		5/10	16 362 000	1 471 912	7 097 000	98 278
Bucher Industries		5/10	1 366 776	81 962	0	
Vossloh		7/10	678 293	42 332	182 988	
Krones		7/10	422 157	24 298	189 878	1 963
Jungheinrich Pref.		9/10	1 062 407	85 700	293 000	24 014
Burckhardt Compression		8/10	212 785	20 070	78 687	3 530
HUBER+SUHNER		7/10	190 314	7 735	677 027	4 221
RATIONAL		9/10	48 802	2 397	19 846	1 762
Semperit		6/10	2 652 746	225 796	4 800 000	17 820
Koenig & Bauer		9/10	121 995	20 752	52 366	9 371
Komax		9/10	96 872	5 686	42 060	1 042
Schweiter Technologies		5/10	1 201 568	93 030		18 678
Jenoptik		9/10	242 917	5 032	92 444	1 312
Bossard		7/10	81 202	5 692		1 548
Interroll		6/10	11 178 000	9 531	43 000	4 286
Rosenbauer		9/10	206 661	11 942	80 858	3 963
ITM Power		5/10	15 723	184	0	129
CNH Industrial N.V.		3/10	3 532 441	241 000 000	1 348 000	148 038
Ocado Group PLC		6/10	8 526	118 299		

Social

Given the size of the company, there is limited information on social matters.

Social score

Société (Secteur)

4,3 (6,5)

Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	3/10	20 %
Evolution du salaire moyen	9/10	35 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	1/10	25 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	1/10	20 %
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	0 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	4,2/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	10/10	25 %
Developpement des ressources humaines	3/10	35 %
Paye	0/10	20 %
Satisfaction au travail	0/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	4,6/10	100%

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui  / Non 	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
Score Qualitatif	4,6/10	100.0%

Recent updates

27/06/2024

**Changement d'opinion, lié aux mouvements sur les marchés, de
Achat à Accumuler**

02/11/2023

More dilution on the horizon to solve the cash problem

Changement d'Objectif de cours € 0,00 vs 0,00 -61,8 %

The target price resets 62% lower having been negatively impacted by the massive dilution now accounted for in our model. We have increased the number of shares to 9.6 billion from 2.96 billion to reflect the dilutive repercussions of the equity funding the company needs and will have to carry out to prop up the balance sheet and solve the cash problem to be able to finance its WC requirement. Although the operations are improving rapidly and the company will be in a net cash position soon, a dilutive financing operation will still happen.

We have cut our FY23 turnover forecast by nearly 15% to 7.82m and our FY24 turnover forecast by 5%. While the net result will remain in negative territory for both years, we are estimating a return to a positive figure in FY25. The estimated dilution, however, has further reduced the EPS-based valuation.

Changement de NAV € 0,00 vs 0,01 -67,4 %

For the sizeable decrease in the NAV valuation, please see Target Price.

Cours & Objectif de cours

Bénéfices par action et Opinion


Momentum

L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).


Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.


Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

 : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissières des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

Moyenne mobile MACD & Volume

Secteur Biens d'investissement

Données financières

Clefs de valorisation		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté	x	-7,03	-7,99	ns	23,8
PER publié	x	-13,6	-15,6	-87,2	23,8
VE/EBITDA(R)	x	-43,4	-47,2	28,2	8,85
EV/EBIT	x	-34,8	-33,5	ns	13,5
EV/Sales	x	7,26	5,11	1,18	0,73
P/ANC	x	18,2	23,4	3,88	2,48
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-7,85	-7,10	-3,47	2,19
Cours moyen	€	0,22	0,00	0,00	0,00

Compte d'exploitation consolidé

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	k€	7 650	7 817	9 833	14 304
<i>Croissance du CA</i>	%	74,2	2,18	25,8	45,5
<i>CA par employé</i>	k€	403	391	410	530
Achats et coûts externes (incl. IT)	k€	2 687	1 964	2 744	3 828
R&D Costs	k€	600	600	600	600
R&D costs as % of sales	%	7,84	7,68	6,10	4,19
Coûts de personnel	k€	-6 280	-6 705	-6 616	-7 276
Loyers de location opérationnelle	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	k€				
EBITDA	k€	-1 280	-846	413	1 180
EBITDA(R)	k€	-1 280	-846	413	1 180
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	-16,7	-10,8	4,20	8,25
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	-67,4	-42,3	17,2	43,7
Dotations aux amortissements	k€				
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciations	k€	-316	-346	-376	-406
Dotations aux provisions	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat opérationnel courant	k€	-1 596	-1 192	37,2	774
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-20,9	-15,2	0,38	5,41
Autres revenus/dépenses (cash)	k€				
Résultat des JV	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-1 596	-1 192	37,2	774
Charges financières	k€	-2 400	-1 200	-136	-136
<i>dont effectivement décaissé</i>	k€	-2 400			
Produits financiers	k€				
Autres produits (charges) financiers	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat financier net	k€	-2 400	-1 200	-136	-136
<i>dont services des engagements de retraites</i>	k€		0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-3 996	-2 392	-99,3	637
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt courant	k€	0,00	0,00	-11,2	-232
Impôts différés	k€				
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	0,00	-11,2	-232
<i>Taux d'imposition</i>	%	0,00	0,00	-11,2	36,4
<i>Marge nette</i>	%	-52,2	-30,6	-1,12	2,83
Mises en équivalence	k€				
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	k€				
Intérêts minoritaires	k€				
Résultat des activités destinées à être cédées	k€				
Résultat net pdg	k€	-3 996	-2 392	-110	405
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	k€	-180			
Résultat net ajusté, pdg	k€	-4 176	-2 392	-110	405
Résultat corrigé et dilué	k€	-4 176	-2 392	-110	405
NOPAT	k€	-1 197	-894	27,9	580

Tableau de financement

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	k€	-1 280	-846	413	1 180
Variation du BFR	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont (augm./dimin. des créances clients</i>	k€		0,00	0,00	0,00
<i>dont (augm./dimin. des stocks</i>	k€		0,00	0,00	0,00
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	k€		0,00	0,00	0,00
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	k€		0,00	0,00	0,00
Dividendes reçus des mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€		0,00	-11,2	-232
Eléments exceptionnels	k€				
Autres cash flows d'exploitation	k€				
Cash flows d'exploitation total	k€	-1 280	-846	402	948
Investissements matériels	k€	-600	-600	-600	-600
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	190	173	160	148
Acquisitions de titres	k€				
Autres flux d'investissement	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	k€	-600	-600	-600	-600
Charges financières nettes	k€	-2 400	-1 200	-136	-136
<i>dont compasante cash</i>	k€	-2 400	-1 200	-136	-136
Dividendes (maison mère)	k€				
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	4 000	1 000	1 000	1 000
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	k€				
(Aug.)/réduction de la dette nette	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres flux financiers	k€				
Flux financiers totaux	k€	1 600	-200	864	864
Variation de la trésorerie	k€	-280	-1 646	666	1 211
Variation de la dette nette	k€	-280	-1 646	666	1 211
Cash flow disponible (avant div)	k€	-4 280	-2 646	-334	211
Cash flow opérationnel	k€	-1 280	-846	402	948
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	2 466	2 466	2 466	2 466

Bilan		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
R&D immobilisée	k€	3 860	4 114	4 338	4 532
Survaleurs	k€				
Autres immobilisations incorporelles	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	k€	3 860	4 114	4 338	4 532
Immobilisations corporelles	k€	24,3	24,3	24,3	24,3
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	k€				
Autres immo. financières (optique de placement)	k€	1 267	1 267	1 267	1 267
BFR	k€	1 071	1 071	1 071	1 071
<i>dont clients (+)</i>	<i>k€</i>	<i>2 316</i>	<i>2 316</i>	<i>2 316</i>	<i>2 316</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>k€</i>	<i>955</i>	<i>955</i>	<i>955</i>	<i>955</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>k€</i>	<i>290</i>	<i>290</i>	<i>290</i>	<i>290</i>
Autres actifs courants	k€	67,1	67,1	67,1	67,1
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>k€</i>				
Actif total (net des engagements CT)	k€	6 289	6 543	6 767	6 961
Capitaux propres part du groupe	k€	2 990	1 593	2 483	3 888
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	k€	3,34	3,34	3,34	3,34
Charges d'IS	k€	1 031	1 031	1 031	1 031
Autres charges	k€	1 230	1 230	1 230	1 230
Endettement net / (trésorerie)	k€	1 040	2 686	2 020	809
Passifs totaux	k€	6 294	6 543	6 767	6 961
Gross Cash	k€	2 560	914	1 580	2 791
Endettement net moyen / (trésorerie)	k€	2 423	1 863	2 353	1 415
Endettement net ajusté	k€	1 043	2 689	2 024	813
Garanties données hors bilan	k€	405	405	405	405
Obligations conditionnelles	k€	150	150	150	150

Valeur d'entreprise		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
VE/EBITDA(R)	x	-43,4	-47,2	28,2	8,85
VE/EBIT	x	-34,8	-33,5	ns	13,5
VE/CA	x	7,26	5,11	1,18	0,73
EV/Capital investi	x	11,2	7,67	2,14	1,85
Capitalisation boursière	k€	54 499	37 262	9 626	9 626
+ Provisions (incluant les retraites)	k€	3,34	3,34	3,34	3,34
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	1 040	2 686	2 020	809
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	k€				
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€				
= Valeur d'entreprise	k€	55 543	39 952	11 649	10 438

Données par action

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,03	0,00	0,00	0,00
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
BPA publié	€	-0,02	0,00	0,00	0,00
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,03	0,00	0,00	0,00
Cash flow opérationnel par action	€	-0,01	0,00	0,00	0,00
Actif net comptable par action	€	0,01	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions ordinaires	Th	245 779	9 625 615 ⁽¹⁾	9 625 615	9 625 615
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Th	245 779	9 625 615	9 625 615	9 625 615
Nombre d'actions pour Capi.	Th	245 779	9 625 615	9 625 615	9 625 615
Autocontrôle (fin d'année)	Th				
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Th	245 779	9 625 615	9 625 615	9 625 615
Nombre d'actions ordinaires moyen	Th	132 462	4 935 697	9 625 615	9 625 615
Conversion d'instruments de dette en actions	Th				
Règlement de stock-options exerçables	Th		2 000	2 000	
Règlement probable de stock-options non exerçables	Th				
Autres engagements d'émettre des titres	Th				
Dilution (moyenne)	Th	0,00	1 000	2 000	1 000
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	132 462	4 936 697	9 627 615	9 626 615
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-0,03	0,00	0,00	0,00
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-0,03	0,00	0,00	0,00
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	0,00	0,00	0,00	

1. The number of shares reflects the impending dilution that will result from a much needed equity-funding to solve the cash problem.

Financement et liquidité

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	k€	-1 280	-846	413	1 180
Cash flow des opérations	k€	-3 680	-2 046	266	811
Fonds propres	k€	2 990	1 593	2 483	3 888
Dette brute	k€	3 600	3 600	3 600	3 600
dont échéance moins d'un an	k€	1 657	1 657	1 657	1 657
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	270	270	270	270
dont échéance moins de 2 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont échéance moins de 3 ans	k€	270	270	270	270
dont échéance moins de 4 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont échéance moins de 5 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont échéance à plus de 5 ans	k€	1 673	1 673	1 673	1 673
+ Trésorerie brute	k€	2 560	914	1 580	2 791
= Dette nette / (trésorerie)	k€	1 040	2 686	2 020	809
Autres financements	k€	3 600	3 600	3 600	3 600
Ratio d'endettement	%	81,1	117	94,8	36,4
Fonds propres/Actif total (%)	%	47,5	24,3	36,7	55,8
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-0,81	-3,17	4,89	0,69
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-2,82	-4,26	8,72	3,05
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	54,7	69,3	59,2	48,1
<i>Ebit cover</i>	x	-0,67	-0,99	0,27	5,67
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-102	-56,8	7,37	22,5
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-354	-76,2	13,1	100
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-119	-73,4	-9,28	5,86
<i>(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	-1,04	-1,05	0,75	1,81
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-2,58	-1,60	-0,20	0,13

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,00	1,00	1,11	0,64
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-20,9	-15,2	0,38	5,41
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	122	122	148	208
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	2,83	2,80	3,27	2,16
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-181	-104	-5,42	12,7
ROA	%	-32,2	-22,9	0,68	13,7

Réconciliation des capitaux propres

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Fonds propres année N-1	k€	2 139	4 963	1 593	2 483
+ Profits nets de l'année	k€	-3 996	-2 392	-110	405
- Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	k€	4 000	1 000	1 000	1 000
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	k€	2 820	-1 978	0,00	0,00
= Fonds propres fin d'année	k€	4 963	1 593	2 483	3 888

Personnel		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires par employé	k€	403	391	410	530
Coûts de personnel unitaire	k€	-331	-335	-276	-269
<i>Variation des coûts de personnel</i>	%	152	6,76	-1,33	9,99
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	%	112	1,42	-17,8	-2,23
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	%	126	114	94,1	86,1

Nombre d'employés moyen	utp	19,0	20,0	24,0	27,0
Europe	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	60,0	60,0	60,0	60,0
Coûts totaux de personnel	k€	-6 280	-6 705	-6 616	-7 276
Salaires	k€	-6 280	-6 705	-6 616	-7 276
<i>dont contributions sociales</i>	k€	-1 580	-1 687	-1 665	-1 831
Coûts relatfs aux retraites	k€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	k€	7 650	7 817	9 833	14 304
Services	k€	2 000	1 800	2 500	4 000
Factorig	k€	2 390	3 100	3 500	6 000
Solutions	k€	130	100	600	500
Contracting	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
New Energies	k€	3 130	2 817	3 233	3 804
Other	k€				

Résultat par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBIT Analysis					
Services	k€	-200	-145	-29,1	-29,1
Factorig	k€	-467	-211	-34,5	457
Solutions	k€	-65,0	-10,0	-60,0	-60,0
Contracting	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
New Energies	k€	-287	-632	421	725
Other/cancellations	k€				
Total	k€	-1 019	-998	297	1 094
EBIT margin	%	-13,3	-12,8	3,02	7,65

Géographie du chiffre d'affaires		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Other	%	100	100		

ROCE		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Rendement des capitaux investis	%	-24,2	-17,2	0,51	10,3
CFROIC	%	-86,4	-50,8	-6,15	3,75
Survaleur	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Immobilisations incorporelles	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Couvertures à LT	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	k€	3 860	4 114	4 338	4 532
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	k€	24,3	24,3	24,3	24,3
<i>Amortissements cumulés</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
BFR	k€	1 071	1 071	1 071	1 071
Autres actifs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	k€	4 955	5 209	5 433	5 627
Capitaux employés avant amortissement	k€	4 955	5 209	5 433	5 627

Capitaux employés par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Services	k€				
Factorig	k€				
Solutions	k€				
Contracting	k€				
New Energies	k€				
Other	k€	4 955	5 209	5 433	5 627
Total capital employed	k€	4 955	5 209	5 433	5 627

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%