



# Dolfines

Ingénierie lourde / France

## Dolfines dans la tempête du refinancement

Question de financement - 26/09/2022

Lors d'un récent tour de table de financement en fonds propres via des obligations convertibles, Dolfines a pu récolter 4 135k€. Ce montant a permis au groupe de rembourser sa dette, de financer une nouvelle acquisition et d'investir dans un certain nombre de projets de R&D.

Le coût de l'opération pour les actionnaires existants s'est avéré très élevé en raison du plongeon du cours de l'action. Néanmoins, au vu de la situation bilancielle, cette solution était probablement la seule viable et la société et ses actionnaires peuvent maintenant espérer que ce refinancement, certes coûteux, permette d'accélérer la génération de cash via les investissements.

### Actualité

Le titre de cette note ne fait pas référence à la saison des ouragans sur les côtes occidentales de l'océan Atlantique.

Il s'agit plutôt d'une métaphore des difficultés que rencontre un groupe de taille moyenne sur le front de son financement.

Le conseil d'administration de Dolfines, small cap française prestataire de services d'ingénierie opérant dans le secteur du pétrole et du gaz, s'est lancé dans une tâche titanesque visant à restructurer le bilan du groupe et à remettre ce dernier d'aplomb financièrement. Le mode de financement choisi, à savoir une equity line au travers de l'émission d'OCABSAs, a singulièrement compliqué la réalisation de cet objectif. (OCABSA : obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions).

Pour une ligne de crédit correspondant à 4 135K€, la société avait tiré 1 654 obligations d'une valeur nominale de 2 500€. Sur ces 1 654 obligations convertibles, 1 252 ont été immédiatement converties en actions. En effet, la conversion en actions des obligations intervient dès l'instant où le groupe a recours au financement. Cette conversion a entraîné la création de 70,8m d'actions nouvelles, soit une dilution massive pour les actionnaires.

Le prix de conversion est fixée à 92% du plus bas prix de l'action observé lors des 15 jours de bourse précédant l'opération. Au 19/09/2022, le cours du titre avait atteint un plus bas de 0,07€ sur les 15 derniers jours, donnant un prix de conversion de 0,064€.

Par ailleurs, au delà de la dilution, le coût de financement de cette transaction s'élève à EUR2m dus au prêteur comme frais d'initiation.

Notons, que sur cette dernière tranche d'equity line, le solde d'OCABSA pouvant être converties est de 402 (soit environ EUR1m de nominal) mais qu'elles ne pourront être tirées avant le 26 octobre 2022.

Au moment où nous écrivons ces lignes, au 23/09/2022, l'action vaut 0,055€.



Elif BINICI

capitalgoods@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

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

Achat	Potentiel: 618 %
Cours objectif à 6 mois	0,41 €
Cours	0,06 €
Cap. boursière M€	1,08
Momentum du cours	<b>NÉGATIF</b>
Extrême 12 mois	0,05 ▶ 0,64
Sustainability score	5,5 / 10
Credit Risk	DDD →
Bloomberg	ALDOL FP Equity
Reuters	ALDOL.PA

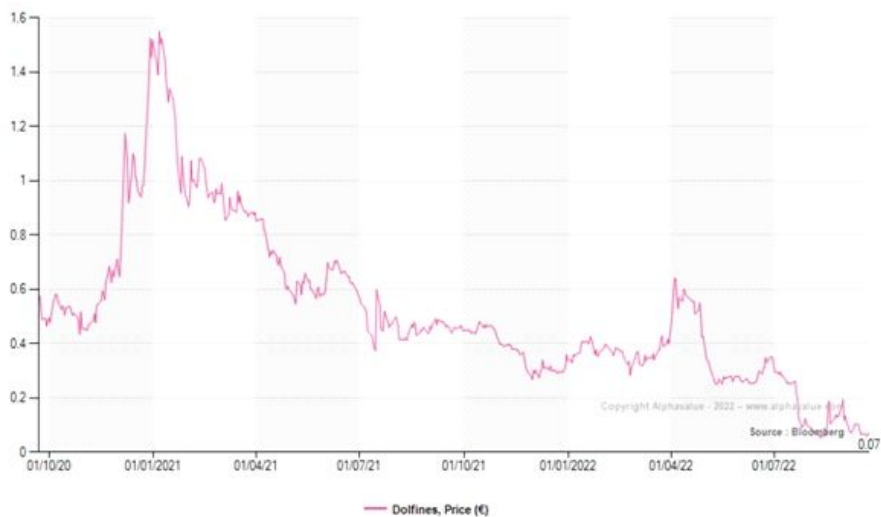
[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)



Performance	1s	1m	3m	12m
Dolfines	-19,4 %	-59,6 %	-83,9 %	-87,7 %
Biens d'investissement	-4,51 %	-11,5 %	-3,59 %	-31,9 %
STOXX 600	-4,37 %	-9,64 %	-2,98 %	-16,5 %

Dernière maj : 10/05/2022	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	-7,65	-2,30	-2,10	7,09
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-11,2	-15,2	-6,99	2,97
BPA ajusté (€)	-0,08	-0,02	-0,03	0,01
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (k€)	4 392	7 340	8 062	9 937
Marge d'EBIT (%)	-29,5	-4,46	-7,06	8,83
Résultat net pdg (k€)	-1 558	-634	-900	275
ROE (après impôts) (%)	-81,8	-20,4	-18,6	5,46
Taux d'endettement (%)	168	49,4	20,5	20,4

[Valorisation](#) - [Comptes](#)



## ■ Analyse

Généralement, les investisseurs participant à la ligne de financement en fonds propres – soit les détenteurs d’obligations convertibles – cèdent quasi immédiatement leurs actions sur le marché et n’entrent pas au capital du groupe.

Pour Dolfin, le coût de ce financement a été important. Les EUR2m de commissions figureront au compte de résultat de 2022 et apparaîtront au bilan comme frais de conversion. Cependant, il s’agissait du seul mode de financement disponible pour le groupe alors qu’il devait assurer sa survie financière, alors même que les perspectives à moyen terme demeurent bonnes.

Les brevets en instance dans l’éolien offshore flottant, le développement ininterrompu de cette technologie et les dernières acquisitions laissent entrevoir un avenir encourageant pour ce segment d’activité, qui représente déjà 37% du chiffre d’affaires. En effet, l’acquisition de la société 8.2 France a entraîné une amélioration des performances dans les énergies renouvelables. Dolfin sait choisir ses acquisitions stratégiques pour générer de la valeur. Selon nous, le groupe devrait poursuivre dans cette voie et améliorer ses performances dans ce segment avec de nouvelles acquisitions.

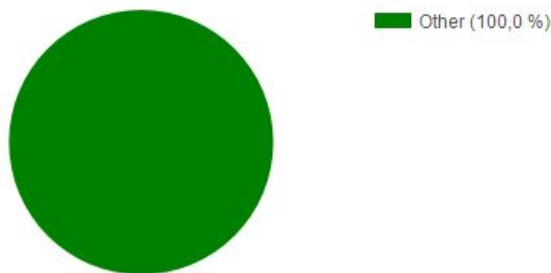
En diversifiant ses activités et son chiffre d’affaires, tant au sein de son secteur historique du pétrole et du gaz que dans celui des énergies renouvelables, Dolfin cherche à convaincre les investisseurs que ses projets peuvent générer du cash et être rentables.

Selon nous, compte tenu de l’amélioration attendue de la génération de cash, Dolfin reste un titre offrant, à moyen terme un potentiel d’appréciation. La poursuite des acquisitions et du refinancement devraient soulager le groupe. Reste que pour 2022, la ligne de financement en fonds propres représente un véritable défi.

## ■ Impact

Nous allons ajuster le nombre d’actions et l’objectif de cours.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	k€	4 392	7 340	8 062
Croissance du CA	%	73,9	67,1	9,84
Variation des coûts de personnel	%	39,5	94,1	10,7
EBITDA	k€	-1 423	-181	-417
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>-32,4</b>	<b>-2,47</b>	<b>-5,18</b>
Dotations aux amortissements	k€			
Résultat opérationnel courant	k€	-1 486	-497	-763
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>k€</b>	<b>-1 492</b>	<b>-497</b>	<b>-763</b>
Résultat financier net	k€	-136	-136	-136
dt serv. des engagts de retraites	k€		0,00	0,00
Eléments except. et autres (avt impôts)	k€	70,9	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€	-0,15	0,00	0,00
Mises en équivalence	k€			
Intérêts minoritaires	k€			
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>k€</b>	<b>-1 552</b>	<b>-634</b>	<b>-900</b>
NOPAT	k€	-1 040	-348	-534

## Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E
EBITDA	k€	-1 423	-181	-417
Variation du BFR	k€	0,00	-200	0,00
Dividendes reçus des SME	k€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€		0,00	0,00
Eléments exceptionnels	k€			
Autres cash flow d'exploitation	k€			
Cash flow d'exploitation total	k€	-1 423	-381	-417
Investissements matériels	k€	-600	-600	-600
Flux d'investissement net	k€	-1 600	-600	-600
Charges financières nettes	k€	-136	-136	-136
Dividendes (maison mère)	k€			
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	660	4 000	1 000
Flux financiers totaux	k€	524	3 121	864
Variation de la trésorerie	k€	-2 500	2 140	-154
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>k€</b>	<b>-2 160</b>	<b>-1 118</b>	<b>-1 154</b>

## Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Th	19 146	32 479	32 479
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	18 846	25 812	33 479
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	0,66 €	35 %	● Nordex SE
Somme des parties	0,83 €	20 %	● Saipem
VE/Ebitda	0,00 €	20 %	● Elecnor
P/E	0,03 €	10 %	
Rendement	0,00 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	0,11 €	5 %	
Objectif de cours	0,41 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

		12/21A	12/22E	12/23E
Survaleurs	k€			
Total actif incorporel	k€	3 576	3 860	4 114
Immobilisations corporelles	k€	24,3	24,3	24,3
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	k€			
BFR	k€	1 277	1 477	1 477
Autres actifs courants	k€	70,4	67,1	67,1
Actif total (net des engagements CT)	k€	6 215	6 696	6 950
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>k€</b>	<b>1 434</b>	<b>4 792</b>	<b>4 892</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	k€			
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	k€	3,34	3,34	3,34
Total des prov. pr risques et charges	k€	3,34	3,34	3,34
Charges d'IS	k€	936	936	936
Autres charges	k€	40,0	40,0	40,0
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>k€</b>	<b>3 807</b>	<b>925</b>	<b>1 078</b>
Passifs totaux	k€	6 220	6 696	6 950

## Capitaux employés

		12/21A	12/22E	12/23E
Capitaux investis	k€	4 878	5 362	5 616

## Ratios de profits & risques

		12/21A	12/22E	12/23E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>-81,8</b>	<b>-20,4</b>	<b>-18,6</b>
Rendement des capitaux investis	%	-21,3	-6,49	-9,51
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>168</b>	<b>49,4</b>	<b>20,5</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-2,67	-5,10	-2,58
Couverture des frais financiers	x	-10,9	-3,65	-5,59

## Ratios de valorisation

		12/21A	12/22E	12/23E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>-7,65</b>	<b>-2,30</b>	<b>-2,10</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-17,9	-60,9	-62,9
P/ANC	x	8,41	0,38	0,38
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valeur d'entreprise

		12/21A	12/22E	12/23E
Capitalisation boursière	k€	12 061	1 835	1 835
+ Provisions	k€	3,34	3,34	3,34
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	3 807	925	1 078
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	k€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	k€			
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€			
= Valeur d'entreprise	k€	15 871	2 763	2 917
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>-11,2</b>	<b>-15,2</b>	<b>-6,99</b>
VE/CA	x	3,61	0,38	0,36

Analyste : Elif Binici, Changements de prévisions : 10/05/2022.