



# Dolfines

Ingénierie lourde / France

## Amélioration opérationnelle prometteuse malgré une baisse de 50 % des recettes, problème clé de liquidités

Publication Res./CA - 03/11/2023

À la suite du remaniement de la direction en juin 2023, Dolfines a fait l'objet d'une importante restructuration afin de réduire les coûts et de résoudre ses problèmes opérationnels. Les ajustements de stratégie ont entraîné une baisse de 50 % du chiffre d'affaires de Dolfines, tandis que les autres sociétés du groupe ont enregistré des performances stables. Compensant l'annulation de contrats au premier semestre, l'entreprise en a également signé de nouveaux pour soutenir le chiffre d'affaires au cours de l'année à venir. La position de trésorerie et le niveau d'endettement restent un problème vital malgré l'amélioration de la dynamique opérationnelle.

### Actualité

Chiffre d'affaires : 3,25 millions d'euros (-26% par rapport à l'année précédente)

- Dolfines : 1,17 M€ (-51% par rapport à l'année précédente)
- 8.2 France : 1,58 M€
- Aegide International : 1,46 M€

Trésorerie brute : 0,75 M€ (-54% par rapport à décembre FY22)

Dette financière nette : 3,57 M€ (contre 2,76 M€ en décembre FY22).

### Analyse

#### Les performances opérationnelles s'améliorent après une tempête majeure.

Le chiffre d'affaires du groupe a baissé de 26% en glissement annuel pour atteindre 3,25 millions d'euros, alors que le résultat a été principalement soutenu par les filiales 8.2 France et Aegide International. Les revenus propres à Dolfines ont chuté de 51% en S1 par rapport à l'année précédente. L'EBITDA du groupe a reflété les coûts plus élevés du premier semestre et a chuté à -0.98 millions d'euros (contre 0.35 millions d'euros au premier semestre de l'exercice 22).

\*Les retards et les annulations de contrats dus à des difficultés opérationnelles, la perte de personnel technique clé et la faiblesse structurelle de la demande des clients traditionnels dans le domaine du forage expliquent la baisse du chiffre d'affaires. Du côté positif, l'entreprise a décroché trois contrats en offshore profond avec des compagnies pétrolières internationales au Brésil, dans le Golfe du Mexique et en Malaisie, ainsi que des contrats supplémentaires en Afrique de l'Ouest et au Moyen-Orient. Ces contrats, qui confirment la solidité des performances sous-jacentes et de la clientèle de Dolfines, auront un impact positif sur le chiffre d'affaires au cours des 12 à 18 prochains mois.

Quant aux filiales 8.2 France et Aegide International, acquise en mai, leur chiffre d'affaires est resté stable.

8.2 France a contribué à l'achèvement du premier projet offshore en France et continue à travailler avec EDF et GE sur d'autres projets éoliens offshore. En collaboration avec Dolfines, 8.2 France a développé une activité d'assistance technique au début de l'année, qui a généré des revenus modestes. Une



Elif BINICI

capitalgoods@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

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

Achat	Potentiel: 154 %
Cours objectif à 6 mois	0,00 €
Cours	0,00 €
Cap. boursière M€	3,85
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	0,00 ▶ 0,02
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	0,00 %	-20,0 %	100 %	-98,1 %
Biens d'investissement	4,55 %	-3,17 %	-11,8 %	12,3 %
STOXX 600	2,37 %	0,63 %	-3,77 %	7,28 %

Dernière maj : 02/11/2023	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	-7,03	-0,83	-34,9	9,51
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-43,4	-7,73	14,2	3,95
BPA ajusté (€)	-0,03	0,00	0,00	0,00
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€)	7 650	7 817	9 833	14 304
Marge d'EBIT (%)	-13,3	-12,8	3,02	7,65
Résultat net pdg (k€)	-3 996	-2 392	-110	405
ROE (après impôts) (%)	-181	-104	-5,42	12,7
Taux d'endettement (%)	81,1	117	94,8	36,4

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

**restructuration similaire à celle de Dolfines est en cours chez 8.2 France, ainsi qu'un changement de direction et une réduction des effectifs, générant une baisse de 20% des frais de personnel. En complément de ces changements, un regain d'activité a permis d'améliorer la trésorerie tout en assurant des perspectives prometteuses.**

Le chiffre d'affaires d'Aegide International est stable par rapport à l'année précédente à environ 1,5 M€ avec un carnet de commandes de 1,4 M€. A cela s'ajoutent 2,2 millions d'euros de commandes actuellement en négociation qui soutiendront la croissance. Cette récente acquisition continue d'être la seule entité rentable du groupe avec un EBITDA positif.

**Bien que le premier semestre ait été une période extrêmement difficile pour Dolfines, des changements radicaux en matière de gouvernance, une réduction rapide des coûts et l'engagement de la clientèle ont permis d'améliorer la performance opérationnelle, ce qui facilitera la génération rapide de liquidités lorsque/(si) les problèmes de bilan seront résolus.**

#### **La voie à suivre en matière de financement**

Bien que nous soyons heureux de voir Dolfines exécuter fermement une stratégie de transformation sous la direction du nouveau PDG Adrien Bourdon-Feniou, les problèmes de financement importants éclipsent actuellement la dynamique opérationnelle de l'entreprise.

La dette nette du groupe, qui s'élève à 3,57 millions d'euros (dont 87 % sont à la charge de Dolfines), est trop élevée pour la taille de l'entreprise. Dans un contexte de redressement de l'activité, le problème de trésorerie rend difficile le financement des besoins en fonds de roulement et le remboursement de la dette.

La trésorerie s'élève à environ 0,75 M€ (0,9 M€ en septembre 2023), soit une baisse de 54% par rapport au S1 FY22, car elle s'est fortement dégradée au cours de l'année écoulée. **Bien que la société puisse générer un flux de trésorerie d'exploitation grâce à une meilleure performance opérationnelle au second semestre, les problèmes de fonds de roulement continuent de brûler les liquidités, ce qui nous amène à la question du bilan.**

Avec un bilan trop tendu, Dolfines doit trouver un nouveau financement dès que possible – soit sous forme de capitaux propres, soit sous forme de dette. Aucune information concernant les options n'a été révélée jusqu'à présent, mais il est certain que **le financement sera dilutif.**

Le principal problème dans la recherche de capitaux réside dans les 350 obligations convertibles détenues par NEGMA – les obligations émises dans le cadre du financement de l'année dernière. NEGMA est actuellement empêchée de convertir ces actions, mais elles pèsent sur Dolfines et ses actionnaires comme une épée de Damoclès.

**À ce stade, il est difficile d'estimer l'ampleur de la dilution résultant d'un nouvel instrument de financement. Dolfines a cependant besoin d'environ 2 millions d'euros pour financer ses besoins en fonds de roulement.** 2 millions d'euros de fonds propres reviennent à tripler la capitalisation boursière actuelle (1 million d'euros), ce qui implique que le nombre d'actions doit passer d'environ 3 milliards à environ 10 milliards. Cela est techniquement difficile car les actions se négocient actuellement en dessous du nominal. On peut supposer qu'une recapitalisation ne peut se faire qu'en même temps qu'un regroupement d'actions d'un facteur (à notre avis) de 1 000. Le recours à l'endettement (en supposant qu'un prêteur soit trouvé) ne modifierait pas la dilution supplémentaire implicite du bénéfice par action. Pour les besoins de notre modélisation, nous supposons que

2 millions d'euros seront levés pour un financement en fonds propres au prix de l'action de 0,0003 €/sh – bien inférieur à la valeur nominale de 0,01 € – créant ainsi 6,65 milliards d'actions nouvelles.

Lorsque l'entreprise sera en mesure de financer son BFR, sa capacité à générer des liquidités contribuera au désendettement.

**La trajectoire d'amélioration des opérations grâce à la modification de la structure de gouvernance pourrait faire de Dolfines une société à trésorerie nette d'ici 2025 si le bilan peut reprendre son souffle grâce à une nouvelle injection.**

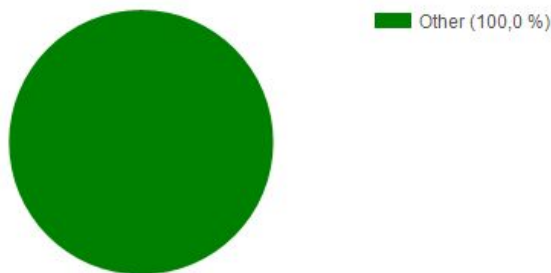
## ■ Impact

Nous avons mis à jour notre modèle après cette publication pour tenir compte de la dilution potentielle et réduire nos prévisions de revenus.

Notre modèle tient désormais compte de la dilution potentielle après le refinancement imminent, les actions en circulation s'élevant à près de 10 milliards.

Nous avons réduit notre prévision de chiffre d'affaires pour l'année fiscale 23 de près de 15% à 7,82 millions d'euros et notre prévision de chiffre d'affaires pour l'année fiscale 24 de 5%.

## Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé		12/22A	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	k€	7 650	7 817	9 833
Croissance du CA	%	74,2	2,18	25,8
Variation des coûts de personnel	%	152	6,76	-1,33
EBITDA	k€	-1 280	-846	413
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>-16,7</b>	<b>-10,8</b>	<b>4,20</b>
Dotations aux amortissements	k€			
Résultat opérationnel courant	k€	-1 596	-1 192	37,2
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>k€</b>	<b>-1 596</b>	<b>-1 192</b>	<b>37,2</b>
Résultat financier net	k€	-2 400	-1 200	-136
dt serv. des engagts de retraites	k€		0,00	0,00
Éléments except. et autres (avt impôts)	k€	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	0,00	-11,2
Mises en équivalence	k€			
Intérêts minoritaires	k€			
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>k€</b>	<b>-4 176</b>	<b>-2 392</b>	<b>-110</b>
NOPAT	k€	-1 197	-894	27,9

## Tableau de financement

EBITDA	k€	-1 280	-846	413
Variation du BFR	k€	0,00	0,00	0,00
Dividendes reçus des SME	k€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€		0,00	-11,2
Éléments exceptionnels	k€			
Autres cash flow d'exploitation	k€			
Cash flow d'exploitation total	k€	-1 280	-846	402
Investissements matériels	k€	-600	-600	-600
Flux d'investissement net	k€	-600	-600	-600
Charges financières nettes	k€	-2 400	-1 200	-136
Dividendes (maison mère)	k€			
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	4 000	1 000	1 000
Flux financiers totaux	k€	1 600	-200	864
Variation de la trésorerie	k€	-280	-1 646	666
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>k€</b>	<b>-4 280</b>	<b>-2 646</b>	<b>-334</b>

## Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Th	245 779	9 625 615	9 625 615
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	132 462	4 936 697	9 627 615
<b>BPA ajusté (at amort. survial. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</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	0,00 €	35 %	● Nordex SE
Somme des parties	0,00 €	20 %	● Elecnor
VE/Ebitda	0,00 €	20 %	
P/E	0,00 €	10 %	
Rendement	0,00 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	0,00 €	5 %	
Objectif de cours	0,00 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

Bilan		12/22A	12/23E	12/24E
Survaleurs	k€			
Total actif incorporel	k€	3 860	4 114	4 338
Immobilisations corporelles	k€	24,3	24,3	24,3
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	k€			
BFR	k€	1 071	1 071	1 071
Autres actifs courants	k€	67,1	67,1	67,1
Actif total (net des engagements CT)	k€	6 289	6 543	6 767
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>k€</b>	<b>2 990</b>	<b>1 593</b>	<b>2 483</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€	1 031	1 031	1 031
Autres charges	k€	1 230	1 230	1 230
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>k€</b>	<b>1 040</b>	<b>2 686</b>	<b>2 020</b>
Passifs totaux	k€	6 294	6 543	6 767

## Capitaux employés

Capitaux investis	k€	4 955	5 209	5 433
-------------------	----	-------	-------	-------

## Ratios de profits & risques

<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>-181</b>	<b>-104</b>	<b>-5,42</b>
Rendement des capitaux investis	%	-24,2	-17,2	0,51
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>81,1</b>	<b>117</b>	<b>94,8</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-0,81	-3,17	4,89
Couverture des frais financiers	x	-0,67	-0,99	0,27

## Ratios de valorisation

<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>-7,03</b>	<b>-0,83</b>	<b>-34,9</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-7,85	-68,7	-8,68
P/ANC	x	18,2	2,42	1,55
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€	54 499	3 850	3 850
+ 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€	1 040	2 686	2 020
+ 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€	55 543	6 540	5 874
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>-43,4</b>	<b>-7,73</b>	<b>14,2</b>
VE/CA	x	7,26	0,84	0,60

Analyste : Elif Binici, Changements de prévisions : 02/11/2023.