



Dolfines

Ingénierie lourde / France

Une nouvelle acquisition financée par de nouveaux fonds propres marque l'entrée du groupe sur le marché de l'EHS

M&A /Corp. Action - 02/03/2023

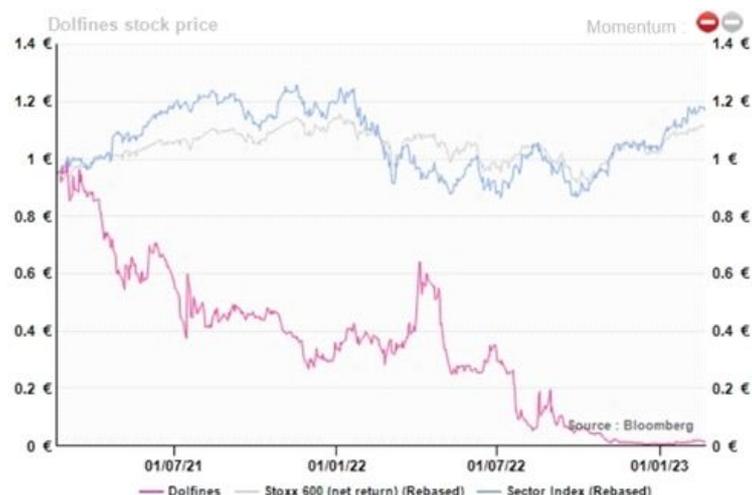
En 2022, Dolfines a consolidé son bilan et financé une nouvelle acquisition au travers d'un programme de financement en fonds propres. De fait, le cours de l'action n'a pas cessé de se replier tout au long de l'année, la baisse sur l'ensemble de la période étant même vertigineuse (98%). Ayant opté pour une stratégie donnant la priorité à la croissance du chiffre d'affaires et aux gains de parts de marché, Dolfines a saisi une nouvelle opportunité d'acquisition génératrice de liquidités en 2023, de nouveau en ayant recours à un programme de financement en fonds propres, ce qui devrait entraîner une pression baissière sur le titre dans le meilleur des cas jusqu'à la fin du T1.

■ Actualité

2022 aura été une année faste pour les groupes du secteur des services pétroliers et gaziers, portés par une "quasi-résurrection" des investissements. Mais tous n'ont pas été logés à la même enseigne. Dolfines a connu une année difficile, pénalisée par un financement très fortement dilutif visant à lever 6,1m€ (4,1m€ de cash et 2m€ de frais associés).

En raison des difficultés rencontrées pour accéder aux solutions de financement telles que les obligations, le crédit ou l'émission d'actions, Dolfines a eu recours aux obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (OCABSA).

La conversion de 2 454 obligations tirées par les Dolfines a entraîné l'émission d'environ 246m d'actions en 2022, impliquant une multiplication par 13 du nombre total d'actions. Negma, l'intermédiaire financier qui souscrit aux obligations convertibles, a immédiatement cédé ses actions sur le marché. Les OCA ont été converties par Negma sur la base d'un ratio de conversion correspondant à 92% du plus bas cours moyen pondéré par les volumes de l'action des quinze jours de bourse précédant la date de conversion.



Elif BINICI

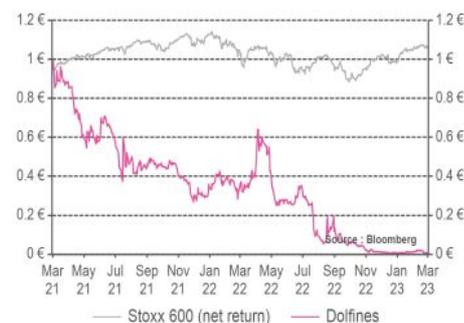
capitalgoods@alphavalue.eu

+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-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

Achat	Potentiel: 611 %
Cours objectif à 6 mois	0,06 €
Cours	0,01 €
Cap. boursière M€	2,21
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	0,01 ▶ 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	4,00 %	-34,5 %	-32,2 %	-97,8 %
Biens d'investissement	0,85 %	2,52 %	8,97 %	8,54 %
STOXX 600	-0,98 %	0,72 %	3,09 %	3,46 %

Dernière maj : 01/02/2023	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	-7,65	-43,7	-3,05	5,52
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-11,2	ns	-15,8	2,55
BPA ajusté (€)	-0,08	-0,01	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€)	4 392	7 600	9 279	10 754
Marge d'EBIT (%)	-29,5	-4,89	-3,51	9,88
Résultat net pdg (k€)	-1 558	-672	-680	404
ROE (après impôts) (%)	-81,8	-21,7	-13,8	7,66
Taux d'endettement (%)	168	50,2	18,3	14,7

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

Les investisseurs s'étaient préparés à une nouvelle acquisition relative, après 8.2

France à l'origine de 40% du chiffre d'affaires du groupe en 2022. Dolfines a toutefois ajourné l'acquisition de Maintcontrol, découragé par le niveau atteint par le coût de l'opération. Afin de pénétrer le marché florissant de l'EHS (Environnement, Santé et Sécurité), le groupe a annoncé l'acquisition d'une autre société étrangère. L'opération se traduira par l'acquisition de 100% des droits de vote de cette dernière.

■ Analyse

Sur les 800 OCA émises pour participer au financement de la nouvelle acquisition, Negma a converti 60 obligations convertibles en actions, puis les a cédées sur le marché le 21/02/2023. Cette transaction a entraîné une augmentation de 15m du nombre d'actions en circulation, exacerbant la pression baissière sur le titre. Depuis l'annonce de l'opération (le 16/02/2023), ce dernier a perdu 60%. Le nombre d'actions correspondant aux obligations reste identique à celui observé sur la dernière tranche (en décembre 2022). **Le nombre total d'actions comptabilisées dans la capitalisation boursière avoisine 299m.**

Negma devrait très probablement céder davantage d'actions sur le marché, ce qui devrait amplifier la pression sur le titre. **Il convient toutefois de noter que Negma pourrait conserver une partie des actions en tant qu'actionnaire minoritaire.** Cette décision devrait dépendre du surcroît de valorisation apporté par l'acquisition et pourrait donc soutenir l'action.

La société acquise a généré un chiffre d'affaires de 2,75m€ en 2022, en progression de 17% par rapport à 2021. Compte tenu du niveau élevé de sa marge d'EBITDA (9,2%), la société affiche un excédent de trésorerie. **La nouvelle acquisition est susceptible d'entraîner un bond de 25% à 30% du chiffre d'affaires du groupe en 2024.**

La due diligence de l'opération devrait être finalisée début mars 2023 et ses conditions pourraient être communiquées plus tard dans le mois. Si le rapprochement devait être confirmé, Dolfines pourrait commencer à en tirer profit dès le T2 ou le T3 au plus tard.

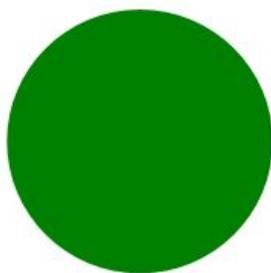
Dolfines est déjà intervenue sur le marché de l'EHS au travers d'audits d'appareils de forage sur des plates-formes O&G et la nouvelle société renforcera sa présence sur ce marché en plein essor. **Jusqu'à la publication des détails de l'opération, le titre restera néanmoins pénalisé par la conversion des obligations et les ventes d'actions de Negma.**

■ Impact

Dès que nous connaîtrons les détails de l'opération, nous intégrerons le potentiel de l'acquisition en matière de génération de cash dans notre modèle.

Pour le titre, la dilution devrait être supérieure à 5%.

Géographie du chiffre d'affaires



Other (100,0 %)

Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	k€	4 392	7 600	9 279
Croissance du CA	%	73,9	73,0	22,1
Variation des coûts de personnel	%	39,5	112	13,9
EBITDA	k€	-1 423	-219	-197
Marge d'EBITDA(R)	%	-32,4	-2,89	-2,13
Dotations aux amortissements	k€			
Résultat opérationnel courant	k€	-1 486	-536	-544
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-1 492	-536	-544
Résultat financier net	k€	-136	-136	-136
dt serv. des engagts de retraites	k€		0,00	0,00
Éléments 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€			
Résultat net ajusté, pdg	k€	-1 552	-672	-680
NOPAT	k€	-1 114	-402	-408

Tableau de financement

EBITDA	k€	-1 423	-219	-197
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
Éléments exceptionnels	k€			
Autres cash flow d'exploitation	k€			
Cash flow d'exploitation total	k€	-1 423	-419	-197
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	2 102	66,1
Cash flow disponible (avant div)	k€	-2 160	-1 156	-934

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Th	19 146	245 779	283 871
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	18 846	132 462	265 825
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	-0,08	-0,01	0,00
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	0,09 €	35 %	● Nordex SE
Somme des parties	0,10 €	20 %	● Elecnor
VE/Ebitda	0,01 €	20 %	
P/E	0,00 €	10 %	
Rendement	0,00 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	0,02 €	5 %	
Objectif de cours	0,06 €	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
Capitaux propres part du groupe	k€	1 434	4 754	5 074
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
Endettement net / (trésorerie)	k€	3 807	963	897
Passifs totaux	k€	6 220	6 696	6 950

Capitaux employés

Capitaux investis	k€	4 878	5 362	5 616
-------------------	----	-------	-------	-------

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	-81,8	-21,7	-13,8
Rendement des capitaux investis	%	-22,8	-7,49	-7,26
Ratio d'endettement	%	168	50,2	18,3
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-2,67	-4,39	-4,54
Couverture des frais financiers	x	-10,9	-3,93	-3,98

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-7,65	-43,7	-3,05
Rendement du cash flow disponible	%	-17,9	-2,12	-42,2
P/ANC	x	8,41	11,5	0,44
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€	12 061	54 499	2 214
+ 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	963	897
+ 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	55 465	3 114
VE/EBITDA(R)	x	-11,2	ns	-15,8
VE/CA	x	3,61	7,30	0,34

Analyste : Elif Binici, Changements de prévisions : 01/02/2023.