



Dolfines

Ingénierie lourde / France

Résultats 2021 : une recapitalisation face à l'accélération des investissements dans les énergies renouvelables.

Publication Res./CA - 03/05/2022

Les résultats 2021 sont inférieurs à nos attentes, la Covid-19 ayant entravé la mobilité et pesé de fait sur les activités dans le pétrole et le gaz. Toutefois, le bon début d'année confirme la reprise en cours. Face à l'accélération des investissements, le groupe a annoncé une recapitalisation d'environ 4m€, répartis entre conversion de la dette et une augmentation de capital. Cette dernière devrait assurer le financement des activités de recherche & développement dans les énergies renouvelables, tant pour le nouveau flotteur que pour le bras télescopique destiné à l'inspection des plateformes éoliennes offshore.

Actualité

Chiffre d'affaires : 3,93m€ (+55% par rapport à 2020)

EBITDA : 1,46m€ (contre 1,85m€ en 2020)

Résultat net ajusté : 1,62m€ (contre 1,97m€ en 2020).

Résultat net : 1,56m€ (contre 2,26m€ en 2020)

Dette nette : 2,13m€ (contre 0,66m€ en 2020)

Analyse

Augmentation de capital: le groupe prévoit de lever environ 4m€ pour financer ses investissements dans le flotteur (trussFloat15) comme dans les services dans l'éolien. Les investissements pour le TrussFloat15 avaient d'ores et déjà accélérés au S2 2021, avoisinant 325k€, soit 480k€ sur l'ensemble de 2021. La répartition entre conversion des obligations avec NEGMA et émission d'actions n'est pas connue à ce stade.

S2-2021: Dans le pétrole et le gaz, malgré la flambée des prix du pétrole, le chiffre d'affaires a baissé d'environ 10 % au S2 par rapport au S1 (1,8m€ contre 2m€), la pandémie de Covid-19 entravant toujours les déplacements internationaux. Globalement, d'un semestre sur l'autre, le chiffre d'affaires agrégé des activités d'assistance technique et d'inspection & audit est resté stable au S2, à 1,65m€, mais sa composition a évolué au terme d'une progression sur 12 mois de 17% pour l'assistance technique (873k€) contre une baisse de 13 % pour l'audit et l'inspection (775k€). Notons toutefois que le groupe avait d'ores et déjà fait savoir que le début d'année 2022 était bon, avec une hausse de 52% du chiffre d'affaires au T1 (1,95m€) en intégrant 8.2 France (dont nous estimons la contribution comprise entre 500k€ et 600k€), soutenue par la division Audit & Inspection grâce à plusieurs contrats remportés dans les pays dynamiques du Golfe (Arabie saoudite, EAU, Oman).

Dans les **énergies renouvelables**, comme indiqué plus haut, Dolfines a démarré le projet Trussfloat15 (extension du Trussfloat6). Certaines évolutions positives ont également été constatées dans les services éoliens, l'acquisition de 8.2 France étant désormais finalisée. 8.2 France a publié un chiffre d'affaires de 2,31m€ en 2021 (0,54m€ depuis l'intégration), en hausse de 28% par rapport à 2020. Dolfines développe une solution de maintenance pour les éoliennes offshore à



Kevin VO

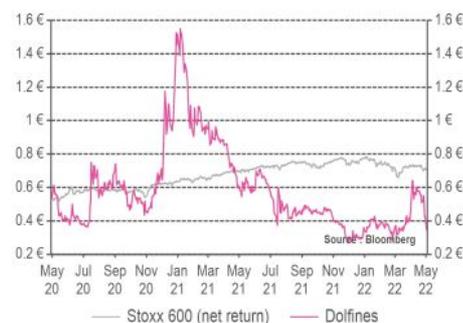
capitalgoods@alphavalue.eu

+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-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Achat	Potentiel: 57,5 %
Cours objectif à 6 mois	0,54 €
Cours	0,34 €
Cap. boursière M€	6,60
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	0,27 ▶ 0,71
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	-34,3 %	-27,1 %	-13,4 %	-42,6 %
Biens d'investissement	-3,47 %	-9,83 %	-15,6 %	-15,7 %
STOXX 600	-0,29 %	-3,17 %	-6,96 %	1,47 %

Dernière maj : 01/04/2022	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté (x)	-3,44	-10,7	-14,1	-10,6
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-5,76	-16,4	-55,2	-23,0
BPA ajusté (€)	-0,15	-0,06	-0,02	-0,03
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€)	2 525	5 800	7 320	8 041
Marge d'EBIT (%)	-67,5	-17,8	-3,85	-6,21
Résultat net pdg (k€)	-2 323	-1 315	-642	-884
ROE (après impôts) (%)	-121	-64,0	-45,5	-76,8
Taux d'endettement (%)	79,4	78,7	186	190

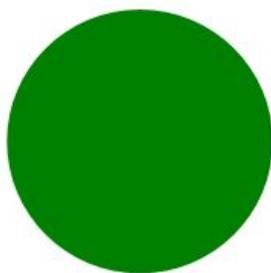
[Valorisation](#) - [Comptes](#)

partir d'un bras télescopique. Le groupe pourrait avoir recours aux fonds de l'IPA4 (Investment for the Future 4). Enfin, 8.2 France développe un drone permettant l'inspection des turbines éoliennes offshore.

■ Impact

Nous allons ajuster notre modèle pour tenir compte de cette publication.

Géographie du chiffre d'affaires



Other (100,0 %)

Compte d'exploitation consolidé		12/20A	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	k€	2 525	5 800	7 320
Croissance du CA	%	-58,1	130	26,2
Variation des coûts de personnel	%	-49,6	137	12,8
EBITDA	k€	-1 827	-853	-166
Marge d'EBITDA(R)	%	-72,4	-14,7	-2,26
Dotations aux amortissements	k€			
Résultat opérationnel courant	k€	-1 934	-1 125	-452
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-1 934	-1 125	-452
Résultat financier net	k€	-71,6	-191	-191
dt serv. des engagts de retraites	k€		-2,85	-3,51
Éléments except. et autres (avt impôts)	k€	-306	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€	-11,8	0,00	0,00
Mises en équivalence	k€			
Intérêts minoritaires	k€			
Résultat net ajusté, pdg	k€	-2 323	-1 315	-642
NOPAT	k€	-1 354	-785	-314

Tableau de financement

EBITDA	k€	-1 827	-853	-166
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€	-1 827	-1 053	-166
Investissements matériels	k€	-300	-300	-300
Flux d'investissement net	k€	-300	-1 300	-300
Charges financières nettes	k€	-71,6	-191	-191
Dividendes (maison mère)	k€			
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	3 200	1 860	0,00
Flux financiers totaux	k€	3 128	3 553	-1 385
Variation de la trésorerie	k€	1 001	1 200	-1 851
Cash flow disponible (avant div)	k€	-2 199	-1 544	-656

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Th	18 546	19 146	19 146
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	15 637	22 376	26 206
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	-0,15	-0,06	-0,02
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	0,90 €	35 %	● Saipem
Somme des parties	1,01 €	20 %	● Nordex SE
VE/Ebitda	0,00 €	20 %	● Elecnor
P/E	0,17 €	10 %	
Rendement	0,00 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	0,17 €	5 %	
Objectif de cours	0,54 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan		12/20A	12/21E	12/22E
Survaleurs	k€			
Total actif incorporel	k€	3 009	3 038	3 052
Immobilisations corporelles	k€	10,3	10,3	10,3
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	k€			
BFR	k€	821	1 021	1 021
Autres actifs courants	k€	82,7	57,1	57,1
Actif total (net des engagements CT)	k€	4 204	4 407	4 421
Capitaux propres part du groupe	k€	2 374	1 733	1 091
Quasi-fonds propres et actions de préf.	k€			
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	k€		164	166
Autres prov. pour risques et charges	k€	25,5	25,5	25,5
Total des prov. pr risques et charges	k€	25,5	189	192
Charges d'IS	k€	781	781	781
Autres charges	k€	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	1 023	1 704	2 357
Passifs totaux	k€	4 204	4 407	4 421

Capitaux employés

Capitaux investis	k€	3 840	4 069	4 083
-------------------	----	-------	-------	-------

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	-121	-64,0	-45,5
Rendement des capitaux investis	%	-35,2	-19,3	-7,68
Ratio d'endettement	%	79,4	78,7	186
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-0,56	-2,00	-14,2
Couverture des frais financiers	x	-27,0	-5,99	-2,41

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-3,44	-10,7	-14,1
Rendement du cash flow disponible	%	-23,2	-12,8	-9,95
P/ANC	x	3,99	6,96	6,04
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€	9 473	12 061	6 596
+ Provisions	k€	25,5	189	192
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	1 023	1 704	2 357
+ 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€	10 521	13 955	9 144
VE/EBITDA(R)	x	-5,76	-16,4	-55,2
VE/CA	x	4,17	2,41	1,25

Analyste : Kevin Vo, Changements de prévisions : 01/04/2022.