



Dolfines

Ingénierie lourde / France

Jusqu'ici malmené, Dolfines améliore ses perspectives avec l'acquisition de HSE

Publication Res./CA - 29/05/2023

Après avoir longtemps cherché une nouvelle acquisition profitable, Dolfines a décidé de renforcer ses activités sur le marché de la santé, de la sécurité et de l'environnement et de racheter AEGIDE International et ses 200 clients éparpillés partout dans le monde. Le chiffre d'affaires de ce dernier a atteint 2,75m€ en 2022 et a progressé en moyenne de 15% par an au cours des trois derniers exercices. Selon nous, l'acquisition donnera accès à de nouvelles opportunités à Dolfines et renforce de fait les perspectives du groupe.

Actualité

- Dolfines, la micro-cap française spécialisée dans les services aux champs pétroliers et à l'industrie des énergies renouvelables, a finalisé l'acquisition d'AEGIDE International – le groupe présent dans le secteur des services de santé, de sécurité et d'environnement (HSE) comptant plus de 200 clients.
- Un cabinet de conseil indépendant a estimé la valorisation à 100 % de la société à 1,901m€.
- 70% de ce montant est payé en numéraire à partir de la trésorerie de Dolfines, les 30% restant étant financés par l'émission de 110,3m actions Dolfines.
- A l'issue de cette opération, Adrien Bourdon-Feniou, qui s'avère être le fils du président de Dolfines, Jean-Claude Bourdon, détiendra 18 % du capital de Dolfines.
- En 2022, AEGIDE International a généré un chiffre d'affaires de 2,75m€, portant à 15% le taux de croissance annuel moyen sur les trois derniers exercices. La marge d'EBITDA a atteint 9%.
- Dans le cadre d'une précédente opération de financement de ses acquisitions, Dolfines a levé 2m€ via l'émission de 800 d'obligations convertibles en actions avec bons de souscription (OCABSA).
- La conversion des obligations en février et en mars a conduit à la création de 200m d'actions.

Analyse

Poursuite de la diversification des activités via des acquisitions profitables à des prix élevés

Au terme de l'acquisition réussie de France 8.2, qui regroupe désormais les activités de Dolfines dans les énergies renouvelables et a généré 40% du chiffre d'affaires du groupe en 2022 (3,1m€), Dolfines était à la recherche de cibles présentant un fort potentiel de développement. Une acquisition dans la santé, la sécurité et l'environnement (HSE) a semblé idéale, l'accélération de la transition énergétique entraînant une diversification du secteur.

AEGIDE International, un expert leader sur le marché HSE fort d'une expérience de 30 ans, a été identifié comme une bonne opportunité d'acquisition, une telle opération ayant un effet relutif sur les résultats et cadrant avec la stratégie de Dolfines.

Alors que Dolfines opère déjà sur le secteur HSE au travers de ses audits d'appareils de forage sur des plateformes O&G, la nouvelle société lui permettra



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: 995 %
Cours objectif à 6 mois	0,06 €
Cours	0,01 €
Cap. boursière M€	1,45
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	0,00 ▶ 0,35
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	-16,4 %	10,9 %	-32,9 %	-98,1 %
Biens d'investissement	-1,31 %	6,46 %	8,06 %	24,5 %
STOXX 600	-1,59 %	-0,39 %	0,81 %	5,41 %

Dernière maj :	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
01/02/2023				
PER ajusté (x)	-7,65	-43,7	-1,99	3,61
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-11,2	ns	-11,9	1,89
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](#)

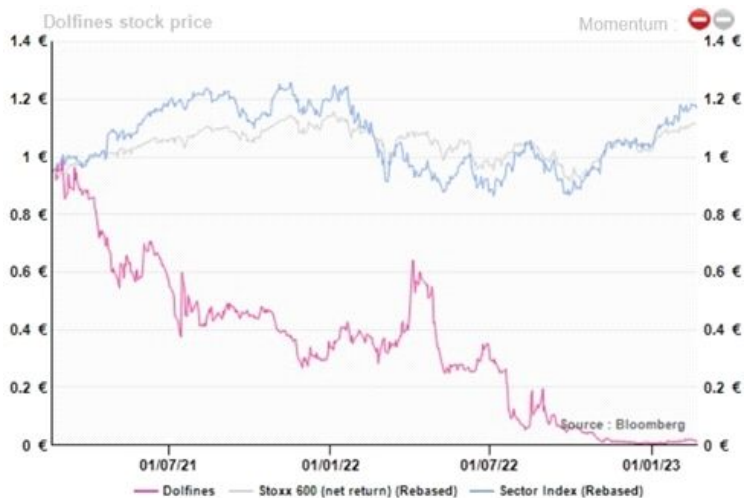
de renforcer sa présence sur ce marché en plein développement.

Estimé à environ 6,7md\$ en 2022, le marché HSE devrait afficher un taux de croissance annuel moyen de 7,5% à l'horizon des prochaines années, porté par l'importance croissante des critères ESG, la pression des investisseurs et les changements réglementaires. AEGIDE apporte donc un nouveau souffle à Dolfines et contribuera à améliorer la rentabilité de l'ensemble. L'ampleur de cette opportunité se retrouve dans le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires d'AEGIDE sur les trois derniers exercices, de 15%, soit un niveau appréciable pour une société de services dans l'ingénierie. En outre, la nouvelle acquisition relative pourrait entraîner un bond de 25% à 30% du chiffre d'affaires généré en 2024.

Par région, l'acquisition complètera les activités de Dolfines en Europe, en Afrique et au Moyen-Orient, et conduira à une forte présence au Brésil.

Concernant les détails de l'opération, la société a été valorisée à 1,901m€. 70% de ce montant sera payé en numéraire à partir de la trésorerie de Dolfines, les 30% restant étant financés par l'émission de 110,3m actions. De fait, le nombre total d'actions devrait excéder 594m.

La nouvelle aurait dû être saluée par les investisseurs. Le risque sur le financement via l'equity line a toutefois accentué les tensions baissières sur le titre, ce dernier chutant de 45% depuis l'annonce de l'acquisition en février 2023. Il convient de signaler que les pressions à la vente ont probablement été en grande partie déclenchées par Negma – l'intermédiaire financier à l'origine de l'émission d'obligations convertibles de Dolfines.



L'acquisition ouvre la voie à de nouvelles possibilités

Si elle a pour but de se développer sur les marchés en croissance et de générer de nouveaux flux de trésorerie, l'acquisition apporte un nouvel éclairage sur les options stratégiques à disposition de Dolfines à l'horizon des prochaines années.

A l'issue de cette opération, le président d'AEGIDE International, Adrien Bourdon-Feniou, qui s'avère être le fils du président de Dolfines, Jean-Claude Bourdon, détiendra 18 % du capital de Dolfines. Une telle situation pourrait être difficile à faire accepter par les investisseurs lors de l'assemblée générale de juin, ces derniers pouvant demander une évaluation indépendante de la cible. A court terme, les indicateurs clés de performance et les perspectives de croissance d'AEGIDE devraient toutefois rassurer les investisseurs.

L'assemblée de juin devrait conduire à un changement radical du mode de gouvernance de l'entreprise. Un nouveau conseil d'administration pourrait ainsi

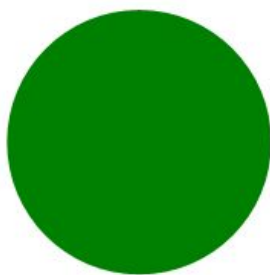
être créé et accélérer la mutation de Dolfines en une société de services à la fois plus dynamique et plus disciplinée.

Pour les actionnaires, un point doit être clarifié : Negma a-t-il cédé l'ensemble des actions qu'il détenait au travers des obligations convertibles ? Si tel n'était pas le cas, quelle devrait être sa stratégie vis-à-vis de Dolfines ? Depuis 2022, les actionnaires ont été sévèrement pénalisés par les opérations de financement par actions, Negma ayant cédé l'essentiel des d'actions après la conversion.

■ Impact

Nous mettons actuellement à jour notre modèle pour tenir compte de la nouvelle acquisition, et notamment de son impact sur nos prévisions de résultats 2024.

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
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€			
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
Eléments 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. surval. 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	0,01 €	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	-1,99
Rendement du cash flow disponible	%	-17,9	-2,12	-64,5
P/ANC	x	8,41	11,5	0,29
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€	12 061	54 499	1 448
+ 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	2 348
VE/EBITDA(R)	x	-11,2	ns	-11,9
VE/CA	x	3,61	7,30	0,25

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