

Dolfines

Secteur : Services Energie

France

Code ISIN :

FR001400SP13

Mnémonique : ALDOL

4 juin 2025

Calendrier

CA S1: fin
juillet

Actionariat

Thesiger International * : 40,67 %

Salariés du groupe nominatif : 8,90%

Autres nominatifs :

19,47%

Flottant : 30,96%

*détenue à 100% par Adrien Bourdon-Fenion

Valorisation

Cours 2,74 €

Capitalisation 7,0 M€

Fair value / DCF 4,24€/10,2 M€

Données Financières

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CA (M€)	8,03	10,24	10,94	12,25	13,66
Evolution (%)	5,00%	27,50%	6,80%	12,00%	11,50%
EBITDA (M€)	-1,74	0	0,16	0,45	0,69
Marge d'EBITDA (%)	-21,70%	0,00%	1,50%	3,70%	5,10%
REX (M€)	-1,51	-0,14	0,04	0,38	0,64
Marge d'explt (%)	-18,90%	-1,40%	0,40%	3,10%	4,70%
Res. Net. Pg (M€)	-24,55	-0,51	1,2	0,34	0,61
Marge nette (%)	NS	-5,00%	10,90%	2,80%	4,50%

Ratios Financiers

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
VE / CA	1,1	0,7	0,5	0,5	0,4
VE / EBITDA	Ns	Ns	35,9	12,6	8
VE / REX	Ns	Ns	140,9	14,9	8,6
P / E	Ns	Ns	5,9	20,5	11,6
Gearing (%)	372%	15%	-35%	-33%	-33%
Dette nette / EBITDA	-1,1	123,3	-7,9	-2,9	-2,2

DOLFINES

Recentrage stratégique sur les services d'experts dans l'énergie

L'arrêt de son activité bureau d'étude et du projet Ohme a recentré Dolfines comme pure player sur les services à destination des acteurs de l'énergie (Oil & Gas et éolien essentiellement), autour de 4 Business Units : les Audits techniques et QHSE, l'Assistance Technique, le Conseil et la Formation.

L'ADN du groupe repose sur sa très forte expertise technique et sa capacité à se projeter à l'international (44 pays facturés en 2024), une prise de marché basée sur la performance opérationnelle de ses clients (>300) ; ses équipes sont basées en France, aux Émirats Arabes Unis, au Brésil et en Espagne.

Situation financière et actionariat totalement assainis

La restructuration financière, achevée l'année dernière, a permis de sortir définitivement des OCABSA, de redonner à Dolfines son statut de valeur familiale avec un actionariat regroupé autour des 40,7% contrôlés par Adrien Bourdon-Fenion.

L'endettement net a été ramené à 0,37 M€ au 31/12/24, et devrait s'inverser en fin de cette année en situation de trésorerie nette positive (1,3 M€ estimée), grâce à la cession des activités Audits de 8.2 France, ainsi qu'à l'encaissement du « solde » des subventions Ademe et du CIR relatifs au projet Ohme, lequel est valorisé 2,6 M€ au bilan, mais ne génère plus de coûts.

Dynamique commerciale renforcée par la signature d'importants contrats-cadres et de la mise en place de synergies

La centralisation des fonctions support et de la B.U. Assistance Technique sur Dolfines, l'instauration d'une entité commerciale commune, ainsi que la montée en puissance des synergies de cross selling, bénéficiant notamment à Aegide devraient tirer la croissance organique à un rythme annuel moyen que nous estimons à 11% jusqu'en 2030. Cette visibilité sur les perspectives a été renforcée par le gain en début d'année de 3 importants contrats cadres (2 en Oil & Gas, 1 sur l'éolien / photovoltaïque), et le renouvellement d'un autre.

Vers une marge d'EBITDA supérieure à 10% en 2030

Optimisé opérationnellement, le groupe, après avoir publié un EBITDA symboliquement positif en 2024 (pour un CA de 10,24 M€), est en mesure d'atteindre plus rapidement que nous le prévoyons (2027) une marge d'EBITDA de 5%, pour se diriger en 2030 vers une marge normative, plus en rapport avec les standards de l'industrie, que nous avons modélisée à 10,5%.

A cet horizon, nous anticipons un revenu groupe 80% plus important, obtenu sur la seule croissance organique (18,43 M€).

Des cibles de croissances externes qui devraient être relatives

L'amélioration significative de la situation financière pourrait permettre à Dolfines d'accélérer sa croissance en acquérant des sociétés de services à forte valeur ajoutée, ayant une forte composante internationale, et se voulant relatives pour l'actionnaire de Dolfines.

Analyste : Jean-Pierre Miguet

www.champeil.com

Forces

Grande résilience historique, agilité et expertise multi-métiers dans l'énergie, forte capacité à se projeter à l'international avec des équipes multilingues.

Structures financière et actionnariale assainies.

Centralisation au niveau de Dolfin des fonctions support et du métier d'Assistance Technique.

ADN tournée vers l'excellence pour l'amélioration des performances opérationnelles des clients.

Faiblesses

Manque de visibilité traditionnel dans l'audit et l'inspection de Rigs dans le domaine Oil & Gas.

Clients grands comptes nécessitant une attention particulière quant à la gestion du BFR.

Présentation de comptes consolidés audités non prévue avant 2026.

Opportunités

Mise en place d'une direction commerciale et stratégique communes aux entités du groupe, visant à optimiser les synergies de cross selling.

Monétisations (sous forme de licence ou de commissions) de la technologie Ohme (valorisée 2,6 M€ au bilan).

Menaces

Réalisation d'objectifs internes inférieurs aux attentes pour les contrats-cadres, en compétition avec les autres attributaires.

Difficultés à recruter les meilleurs experts pour accompagner la croissance et s'affranchir partiellement de l'important recours actuel à la sous-traitance.

Méthode de valorisation

DCF : Fair value à 4,24€ (10,19 M€ en valeur entreprise)

Hypothèses :

- Croissance annuelle moyenne de 10,3% du CA de 2024 à 2030
- Marge d'EBITDA normative de 10,3% à cet horizon
- Taux d'actualisation : 12,85%
- Trésorerie nette des dettes financières de 1,26 M€ estimée en fin de cette année, hors croissance(s) externe(s) potentielles
- Non prise en compte des reports déficitaires de 55 M€, hormis ceux utilisés pour neutraliser les bénéfices estimés entre 2025 et 2030.

Comparables Boursiers : Fair value implicite à 4,11€

La comparaison avec un échantillon de valeurs cotées de services ayant des débouchés dans le secteur de l'énergie ainsi qu'une forte internationalisation de leurs revenus donne une valorisation implicite de 9,87 M€ en valeur d'entreprise (4,11€ par action), comprenant, pour la Business Unit Formation d'Aegide, une comparaison directe avec M2i Formation, qui a fait l'objet d'une offre publique en début de cette année.

Comparables Transactionnels

Les transactions récentes que nous avons relevées ne nous ont pas permis d'approcher une valorisation pertinente pour Dolfin ; notamment, 2 cibles acquises respectivement par Assystem et Solutions 30, Mactech Energy Group et Xperal (16 M€ et 15 M€ de CA), l'ont été pour une valorisation non communiquée pour la première, et au prix d'une société en difficulté pour la seconde.

Retour sur l'exercice 2024 et réalisations de ce début d'année

Un exercice 2024 marqué par le retour à un EBITDA symboliquement positif...

Le chiffre d'affaires du groupe (non audité) s'est élevé à 10,24 M€, en progression de 28 % par rapport à 2023. Hors Aegide International, intégrée au 1er mai 2023, la croissance de l'activité aurait été de +17 %. L'EBITDA est redevenu positif pour la première fois depuis 2018 (3,6 K€). Le groupe se rapproche désormais de l'équilibre au niveau du résultat net (perte de 0,51 M€).

... ainsi qu'un bilan et une structure actionnariale assainis suite à la restructuration financière

L'endettement net a été ramené à 0,37 M€, avec l'arrêt définitif des OCABSA, qui a été le préambule aux recapitalisations effectuées en 2024 (comprenant une conversion en actions de presque toutes les obligations convertibles greenbonds 2022). La société retrouve un actionnariat de valeur familiale, regroupé autour des 40,7% contrôlés par le dirigeant Adrien Bourdon-Feniou.

La cession du fonds de commerce lié aux audits techniques de 8.2 France a été annoncée en même temps que les résultats annuels ; cette activité a représenté 62% du CA de cette filiale en 2024, et 17,7% du CA consolidé.

Signature de plusieurs accords-cadres majeurs au cours du 1er trimestre 2025

Dolfin a annoncé au premier trimestre avoir été attributaire de 3 importants contrats cadres pluri-annuels : Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) et Petroleum Development Oman (PDO) en inspection et audit de rigs, et Iberdrola sur l'éolien et le solaire photovoltaïque ; un autre contrat a été renouvelé avec ADNOC pour 2 ans aux Émirats Arabes Unis.

1 Contenu

2	Présentation de la société	4
2.1	Rapide Historique du développement de DOLFINES.....	4
2.2	Principales caractéristiques des marchés adressés par le groupe et enjeux actuels	5
3	Activités de la société	8
3.1	Audits Techniques et de systèmes de management	9
3.2	L'Assistance Technique	10
3.3	Le Conseil	11
3.4	La Formation	11
4	Vers plus de visibilité avec la tendance à la généralisation des contrats-cadres.....	13
4.1	Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC)	13
4.2	Renouvellement de 2 ans contrat-cadre division ADNOC Ghasha	13
4.3	Petroleum Development Oman (PDO).....	13
4.4	Iberdrola Renobables Energia.....	13
5	Analyse de l'exercice 2024 et perspectives	15
5.1	Analyse de l'exercice 2024	15
5.2	Perspectives 2025-2030	17
6	STRUCTURE BILANTIELLE ASSAINIE.....	22
6.1	Restructuration achevée sur le second semestre 2024.....	22
6.2	Vers une situation de trésorerie nette positive en fin d'année hors acquisitions potentielles.....	23
7	Valorisation.....	24
7.1	DCF : Fair Value à 4,24€	24
7.2	Comparables boursiers : Fair Value implicite à 9,87 M€ (4,11€ / action)	27
7.2.1	<i>Comparables</i>	27
7.2.2	<i>Approche de valorisation de la B.U. formation par analogie avec le récent rachat de M2i Formation :</i>	28
7.2.3	<i>Synthèse de la valorisation par comparables / somme des parties :</i>	29
7.3	Comparables transactionnels	29
8	Données Financières	31
8.1	Compte de résultat	31
8.2	Bilan.....	32
8.3	Avertissement complémentaire.....	33

2 Présentation de la société

2.1 Rapide Historique du développement de DOLFINES

Fondée en 1999, Dolfines était à l'origine spécialisée dans l'ingénierie de puits, pour se développer par la suite sur les services de puits et de forages dans les domaines Oil & Gas.

La société a amorcé dès 2016 un virage dans les énergies renouvelables, avec deux projets de R&D internes : *Trussfloat* (plateforme semi-submersible d'éoliennes de grande puissance) et *Ohme* (Offshore Heavy Maintenance Enabler), outil télescopique avec services associés pour la maintenance lourde d'éoliennes en mer : pour cette dernière, l'étape 1 (FEED) s'est étalée d'avril 2022 à mai 2023, la seconde étape s'étant terminée en mai 2024.

Cette activité de bureau d'étude / ingénierie et de construction d'actif industriel associée, fortement consommatrice de besoins en financement, a contribué à précipiter la société dans des pertes à partir de 2019, la conduisant à avoir recours aux OCABSA dilutives dès 2021, jusqu'à leur résiliation l'année dernière.

Cet outil Ohme n'ayant pas rapidement trouvé de débouché sur un marché de l'éolien flottant demeurant embryonnaire, et sans perspectives commerciales perceptibles sur le moyen terme, ce projet a été stoppé.

Dolfines est ensuite devenue multi-services et experte multi-énergies suite à l'acquisition de 2 sociétés, dotées d'équipes hautement qualifiées et autonomes, et gérées jusqu'à l'année dernière comme des filiales indépendantes :

- Acquis en 2021, **8.2 France**, basée à Montpellier, opère dans les domaines de l'éolien et du solaire photovoltaïque (PV), en vendant des services d'audits techniques, d'assistance technique et de conseil visant à optimiser les processus d'efficacité et de sécurité (elle avait alors atteint 1,8 M€ de CA après une douzaine d'années d'existence, contre 2,9 M€ facturés en 2024).

Cette croissance externe a apporté une double complémentarité : métiers (expertise sur les énergies renouvelables, en particulier l'éolien) et géographique (rééquilibrage des activités du groupe sur la France et l'Europe, alors que Dolfines est principalement exposé sur le Moyen-Orient, l'Amérique latine, l'Asie, l'outremer, et l'Afrique.

- **Aegide International**, société reprise en 2015 par l'actuel dirigeant, Adrien Bourdon-Feniou, a quant à elle été intégrée en 2023. Déménagée de Paris à Bordeaux, elle est experte multi-industries dans les domaines du conseil en gestion des risques professionnels QHSE (Qualité, Hygiène, Sécurité, Environnement) et des systèmes de management.

Les prestations de services fournies visent à garantir la durabilité et la fiabilité des ressources humaines des clients, tout en les formant afin de maintenir une performance de haut niveau. Aegide a commencé à bénéficier à partir de l'année dernière de synergies de cross selling au niveau du groupe, en facturant des prestations d'audits, de coaching et d'évaluation de compétences QHSE à des clients de 8.2 France et de Dolfines.

Le groupe comprend deux autres filiales détenues à 100% :

- **Dolfines Latam** (ex-Dietswell do Brasil), créée en 2013 pour servir de plateforme de commercialisation des services du groupe au Brésil et en Amérique du Sud. Trop mono-produit jusqu'à présent (segment de l'inspection et audits de rigs barge en Oil & Gas), un travail sur sa diversification a été opéré, la conduisant, au cours de l'exercice écoulé, à être référencée et pré-qualifiée auprès de grands comptes exploitant des parcs éoliens

localement. Elle a parallèlement signé sur ce début d'année ses premiers contrats d'assistance technique.

Tout comme pour Aegide, elle commence à récolter le fruit du travail des synergies avec les autres filiales pour contracter avec les compagnies pétrolières qui investissent significativement dans les énergies renouvelables au Brésil. Un flux d'activité local significatif et récurrent permettrait alors d'envisager l'implantation d'équipes permanentes sur place.

- **8.2 Madrid** a été mise en sommeil en fin d'année dernière : les prestations de conseils qu'elle vend en Espagne, restant relativement peu significatives (de l'ordre de 60 K€), étant désormais facturées par 8.2 France.

2.2 Principales caractéristiques des marchés adressés par le groupe et enjeux actuels

Le groupe opère sur des marchés de l'énergie en pleine transformation, nécessitant des investissements globaux appelés à être triplés au cours des 20 prochaines années, passant de 1,7 à 4,5 milliards de dollars.

Les industries adressées sont de très grande taille, sur des marchés souvent matures et donc concurrentiels. Pour se différencier, Dolfines doit faire preuve d'excellence en termes de compétences, de réactivité et de capacité à délivrer le résultat attendu. Son enjeu sera sa capacité à recruter les meilleurs experts et capitaliser sur leurs expériences pour s'affranchir partiellement d'un modèle qui recourt énormément à la sous-traitance, et revenir à plus de ressources en interne, afin d'accompagner des clients de plus en plus exigeants, notamment au travers de contrats-cadres.

Les tendances à la consolidation des acteurs du secteur, ainsi qu'à la rationalisation croissante des achats par les clients donneurs d'ordre, conduisent ceux-ci à désormais privilégier l'attribution de contrats pluriannuels, arme à double tranchant qui peut soit fermer pendant de nombreuses années un marché aux sociétés non-attributaires, ou au contraire offrir à celles retenues une plus grande visibilité sur la récurrence de leurs revenus, tout en restant parfois en concurrence avec les autres attributaires des projets.

Dolfines, mesurant la pertinence de son expertise sur les performances économiques chiffrables pour ses clients, est actuellement bien positionnée pour profiter de ce mouvement : elle a notamment remporté depuis le début de cette année 3 importants contrats-cadre de ce type (2 dans le domaine de l'Oil & Gas et 1 sur l'éolien et le photovoltaïque), contre un pour lequel elle n'a pas été attributaire.

Elle en a également renouvelé un autre pour 2 ans avec ADNOC.

Oil & Gas

Les prestations d'audit effectuées par Dolfines dans le domaine du forage se font sur des marchés matures mais dynamiques dans leur ensemble, essentiellement situés sur la zone MENA (Middle East North Africa), le Golfe de Guinée, et en Amérique latine ; elle dispose d'une implantation à Abu Dhabi (succursale) et à Rio (filiale).

Son marché cible est concentré sur les unités (« rigs ») d'appareils de forage à terre et celles offshore fixes (jacks up) ; elle compte toutefois élargir son scope commercial aux unités flottantes (Semi-submersibles et drillships), généralement des projets plus gros et plus rentables.

Elle n'est pas présente sur le forage « deep offshore », peu compatible avec ses zones d'implantations que sont l'Europe et le Moyen Orient.

Si elle bénéficie déjà de contrats avec des clients comme TotalEnergies, ENI, Engie, Perenco, Repsol, la tendance donnée par les grands donneurs d'ordre est à l'attribution de contrats-cadres pluriannuels, accordés aux prestataires de services retenus ; pour ceux-ci, l'enjeu est d'atténuer le manque de visibilité qui affecte traditionnellement ce secteur.

Dolfines s'est également positionnée, dans le domaine de la Géothermie, sur le conseil technique pour le forage (appareils en cours d'acquisition pour le client), débouché pour l'instant embryonnaire, mais susceptible de constituer un axe de croissance dans le futur, notamment en France.

Au cours de l'année dernière, le groupe a réalisé pour ses clients Oil & Gas, dans 25 pays, une quarantaine d'inspections de rigs et de jacks up, d'audits de systèmes de maintenance, ainsi que d'évaluations d'équipes de rigs ; il estime à \$20m l'économie de coûts opérationnels qu'il a réalisé pour leur compte : il s'agit d'un argument commercial basé sur l'excellence opérationnelle de ses services d'expertises, qui est au cœur de son ADN.

Dolfines espère par ailleurs récupérer cette année sa qualification API Q2 (équivalent de la norme ISO spécifique au secteur pétrolier), qui lui permettrait de monter en gamme et d'intervenir sur de la re-certification de rigs (obligatoire tous les 5 ans pour les exploitants).

Eolien et solaire photovoltaïque

Le groupe facture des prestations de conseil, d'assistance technique et d'audit visant à augmenter la performance des parcs éoliens et solaires, en France et dans le monde.

8.2 France travaille quasiment exclusivement sur le territoire national et principalement sur des actifs onshore lesquels représentent 94% de la puissance éolienne totale installée sur le marché français.

En 2024, elle a réalisé 232 audits techniques sur des turbines d'éoliennes terrestres, représentant environ un quart du parc français auditable.

Plusieurs contrats de contrôle qualité de la fabrication, d'installation et de commissioning de nacelles et de pales ont été renouvelés au cours de l'année dernière pour la France et l'Europe.

Dans un contexte concurrentiel croissant ayant entraîné une pression sur les prix, Dolfines a annoncé en avril la cession au groupe Socotec du fonds de commerce de 8.2 France relatif à l'audit technique sur le territoire français (activité ayant représenté l'année dernière 62% du CA de sa filiale, et 17,7% du CA consolidé).

L'audit cédé, le groupe va désormais pouvoir se concentrer sur ses services les plus rentables dans l'éolien : l'Assistance Technique (via Dolfines) et le Conseil (activité résiduelle de 8.2 France).

Les audits techniques cédés se font sur le territoire français et en Europe sur le parc auditable, qui est très largement onshore à ce jour.

L'offshore n'est en revanche qu'émergent en France et en Europe : selon l'association européenne de référence WindEurope, à peine 5% des capacités offshore totales qui pourraient être installées en Europe à l'horizon 2050 sont actuellement en service (moins de 4% pour la France). L'International Renewable Energy Agency estime que la moitié de ces prévisions d'installations de capacités offshore devrait être effective dès 2030, un momentum très favorable pour les métiers d'Assistance Techniques et de conseils, qui interviennent en amont des projets, puis au cours des processus de fabrication, assemblage, montage et tests des éoliennes.

France Energie Eolienne prévoit, pour le territoire français, que plus de 20% du parc prévu en 2050 devrait être installé en 2030 ; la France représente un potentiel particulièrement important, s'agissant de la deuxième surface maritime mondiale.

C'est la raison pour laquelle Dolfines s'est positionnée, depuis deux ans, et plus particulièrement au cours de ces derniers mois, sur ce marché de l'offshore.

Le contrat monde de 3 ans avec Iberdrola, pour lequel elle est l'un des attributaires, illustre cette tendance : la moitié des 15,5 milliards d'euros alloués par le groupe espagnol à ses activités renouvelables dans son plan stratégique 2024-2026 sont en effet dédiés à l'éolien offshore.

Dolfines mettra à disposition ses experts, qui assureront le suivi des processus de fabrication des composants d'éoliennes terrestres, des équipements photovoltaïques et des composants de systèmes de stockage de batteries.

La forte demande émanant de clients turbiniers et de développeurs sur les principaux projets d'éolien offshore a d'ores et déjà largement porté la croissance de l'activité assistance technique en 2024 en France.

En parallèle, l'activité de conseil dans l'éolien de 8.2 France profite d'une demande très dynamique en France, en Europe et également dans le monde, sur l'ensemble de la chaîne de valeur (financement, refinancement, achat, vente et optimisation des performances des parcs existants ou en fin de vie).

Contrairement à l'Audit, le conseil est moins soumis à la pression concurrentielle d'acteurs importants, et est surtout plus facilement exportable (pas de frais de déplacements sur site), donc plus en adéquation avec l'ADN d'internationalisation du groupe.

Hormis l'éolien, le groupe intervient également dans l'audit de parc solaire photovoltaïque pour le compte d'Engie Green principalement.

QHSE (Qualité, Hygiène, Sécurité, Environnement) multi-industries

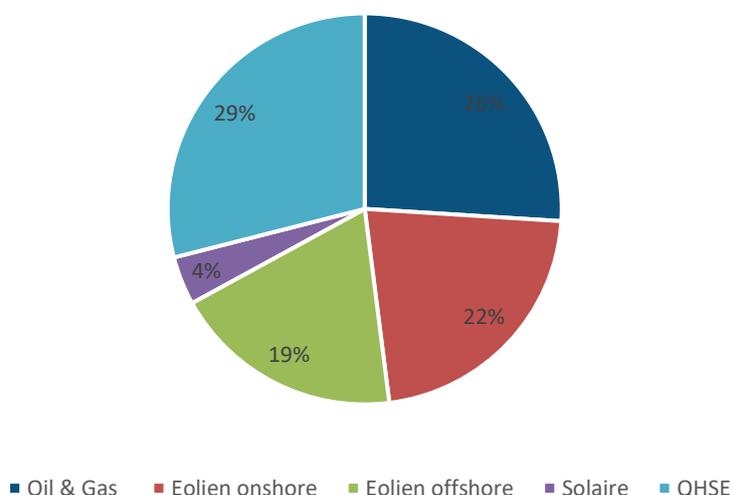
Le conseil en matière de QHSE porte sur l'ensemble des bonnes pratiques liées à la qualité, aux risques professionnels et à l'environnement au sein des organisations.

Aegide, fort d'une expertise transversale à tous les secteurs industriels, a réalisé l'année dernière 150 audits QHSE en Europe, Amérique Nord, Afrique de l'Ouest et en Océanie, a formé 1 400 personnes et conseillé plus de 180 clients à augmenter leurs performances QHSE.

Elle conseille notamment des clients comme General Electric et Siemens dans le domaine QAQC (Qualité Assurance Quality Contrôle) pour les aider à optimiser la partie fabrication des nacelles et des pales dans leurs usines françaises.

Le marché de l'assistance technique et du conseil dans le domaine QHSE demeure globalement dynamique, notamment auprès de clients opérant dans les industries lourdes (énergie, minier, métallurgie, infrastructures), en France et en Afrique Francophone.

Pondération des marchés de destination des prestations de services vendues en 2024 par le groupe



Source : Dolfines

3 Activités de la société

Dolfines a acté l'année dernière l'arrêt de son activité de bureau d'étude et d'ingénierie, qui aura été fortement consommatrice de ressources, sans trouver les débouchés commerciaux escomptés pour les deux innovations qu'ont été *Trussfloat* (plateforme flottante semi-submersible pour l'éolien offshore), et surtout le bras télescopique *Ohme*.

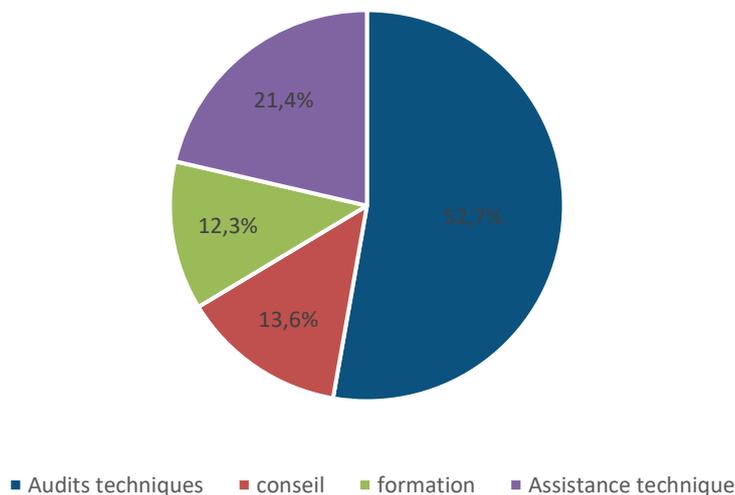
Pour ce dernier, elle estime avoir la possibilité de monnayer l'actif développé, valorisé 2,6 M€ au bilan (alors que *Trussfloat* a été entièrement déprécié) ; à cet effet, Dolfines envisage de le transférer dans Ohmex Services, la filiale dédiée qu'elle a créée en 2023, en cas de concrétisation d'un accord avec un industriel intéressé.

Il s'agit d'une source de revenus potentiels que nous n'avons pas intégrée à nos prévisions pour l'instant.

Le groupe est désormais recentré comme prestataire de services d'expertises autour de quatre métiers qui œuvrent en synergie pour permettre aux clients d'avoir des opérations plus résilientes, plus simples, moins coûteuses, d'augmenter leur productivité, et de baisser leurs risques : l'Assistance Technique, l'Audit (technique et QHSE), le Conseil et la Formation.

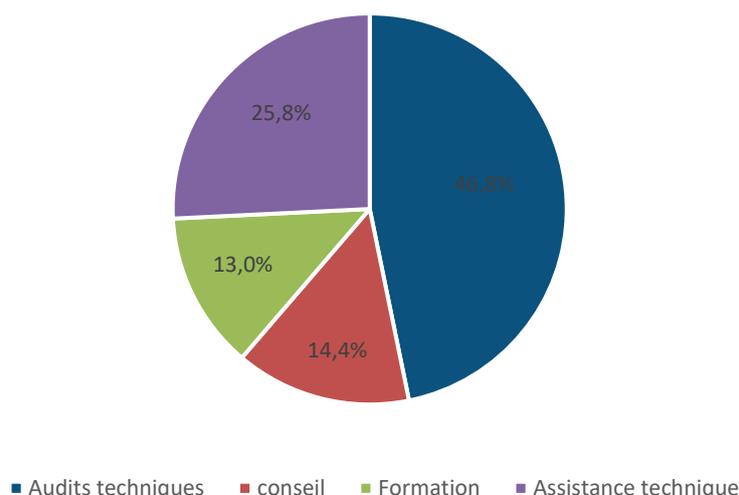
La réorganisation interne finalisée l'année dernière donnera ses pleins effets à compter de l'exercice en cours : centralisation des fonctions supports et du métier de l'Assistance Technique chez Dolfines, direction stratégique et commerciale commune visant à optimiser les synergies commerciales et les affectations de ressources entre les 4 filiales qui avaient l'habitude de fonctionner de manière indépendante les unes des autres.

Ventilation du chiffre d'affaires groupe 2024 par métier (Business Units)



Source : Dolfines / Champeil

Ventilation du CA groupe 2025e par métier avec l'audit technique de 8.2 France déconsolidé au 1^{er} juin



Source : Dolfines / Champeil

3.1 Audits Techniques et de systèmes de management

Cette Business Unit a représenté 52,7% de l'activité en 2024, au travers de l'ensemble des structures du groupe, à l'exception de 8.2 Madrid qui n'a facturé que du conseil.

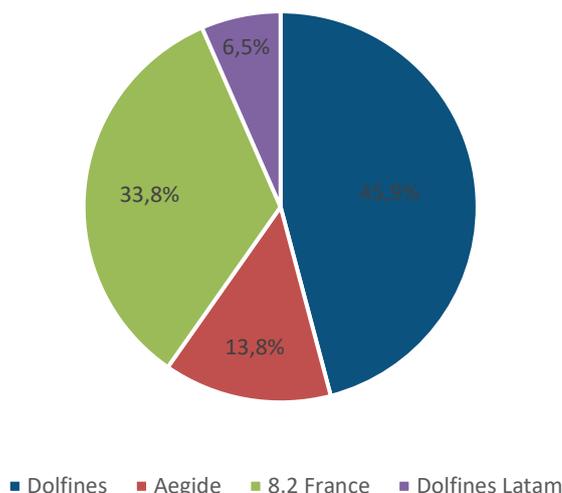
La mise en place de contrats-cadres auprès de clients importants a apporté plus de visibilité et de récurrence, tout en bénéficiant du dynamisme du marché éolien (reconditionnement des parcs éoliens en fin de vie) et solaire en France.

Toutefois, dans un contexte concurrentiel s'intensifiant avec l'arrivée de gros acteurs, comme Dekra, Apave, Socotec, ayant entraîné une pression sur les prix, le groupe a annoncé avoir signé une lettre d'intention pour la cession à ce dernier des activités Audits Techniques de 8.2 France, qui ont représenté un tiers de la Business Unit Audits l'année dernière, et 17,7% du CA consolidé du groupe. Cette partie cédée représente l'essentiel de l'activité de 8.2 France en 2024 (61%), mais était en recul de 7,7%. De plus, ces audits éoliens ont largement recours à des ressources humaines locales peu coûteuses, donc moins en adéquation avec la stratégie de montée en gamme des services du groupe. La cession de fonds de commerce affairant devrait être effective au cours du second trimestre 2025 (nous avons pris l'hypothèse dans notre modèle d'une déconsolidation au 1^{er} juin 2025), soit 1,1 M€ de CA estimé sortant du périmètre cette année sur 7 mois.

Le produit de la vente devrait permettre au groupe de poursuivre son recentrage en ciblant l'acquisition de sociétés de services à forte valeur ajoutée dans les secteurs de l'éolien offshore ainsi que dans ceux des métiers de l'Assistance Technique et du Conseil, la composante internationale des croissances externes potentielles étant un facteur clé, car constitutive d'avantage compétitif majeur pour les appels d'offres de contrats cadre pluriannuels qui redessinent le paysage des services dans l'énergie, et dans l'Oil & Gas en particulier.

Le groupe a par ailleurs signé ses premiers contrats d'audits issus des synergies entre Dolfines et 8.2 France d'une part (auprès d'Engie et d'ENI), et a commencé à mettre en œuvre celles bénéficiant à Aegide, laquelle s'est positionnée sur l'audit de systèmes de maintenance tout en s'internationalisant, en particulier au Moyen Orient et au Brésil.

Répartition du chiffre d'affaires 2024 « Audits » au sein des entités du groupe



Source : Dolfines

Au total, la hausse de 22,7% du CA Audits en 2024 (pour 5,36 M€ de CA) a été tirée par les ventes du pôle Inspection et audits de rigs facturées par Dolfines (+60%), qui a bénéficié d'un important travail commercial effectué sur le portefeuille de clients (optimisation des contrats cadre existants, montée en puissance avec des opérateurs indépendants).

Les audits HSE réalisés par Aegide International ont représenté 13,8% du CA de la B.U. Audit l'année dernière, en croissance de 14% ; ils s'inscrivent dans une démarche d'études et de contrôle de la conformité réglementaire HSE (Hygiène, Sécurité, Environnement). Les facturations inhérentes se répartissent grosso modo à parité entre référentiel MASE (audits de certification, audits blancs et accompagnement) et prestations d'audits HSE tierce-partie.

Sur la base de son portefeuille de clients récurrents dans le secteur minier notamment, Aegide a élargi ses débouchés avec la signature d'acteurs majeurs de la géothermie et de la production d'hydrogène français, et est intervenue avec la division d'audit de rigs de Dolfines auprès de clients dans le forage au Moyen Orient.

3.2 L'Assistance Technique

Cette Business Unit vise à accompagner les clients sur leurs problématiques de gestion de leurs actifs (Oil & Gas, éolien, solaire photovoltaïque) et d'optimisation de leurs performances et processus opérationnels.

Elle a représenté 21,4% des revenus 2024 du groupe, et est désormais centralisée au niveau de Dolfines.

Au-delà de prestations d'assistance technique opportunistes en O&G sur des projets de développement en exploration et production au Brésil et au Mozambique, cette activité a surtout été portée par le dynamisme de l'éolien offshore, qui représente moins de 6% des capacités installées totales de l'éolien en France, et est actuellement en pleine phase de déploiement, stimulant la demande en assistance technique de la part des clients fabricants de turbines et des développeurs de parcs. Ceux-ci sont principalement situés en Europe (Courseulles, Fécamp, He Dreiht, Dogger Bank), mais aussi en Amérique du Nord (Vineyard Wind).

Au cours de l'année dernière ont également été renouvelés plusieurs contrats de contrôle qualité de la fabrication, d'installation et de commissioning de nacelles et de pales.

Le potentiel de croissance de cette B.U. est important pour Dolfin, notamment dans l'éolien offshore en France et en Europe en pleine expansion. La multi-expertise du groupe sur les métiers de gestion de projet, de suivi de construction, de QA/QC, d'accompagnement QHSE, et

de conformité aux normes ISO/IEC 17020 et ISO 9001 les plus élevées constituent un atout clé pour remporter des appels d'offres sur des projets de grande envergure dans ce domaine : après avoir signé Iberdrola en début d'année, le groupe soumissionne pour être attributaire sur des contrats-cadres comme Equinor et EDF Renouvelables (éolien), ou auprès d'acteurs d'envergure comme Technip Subsea et TechnipFMC sur de la gestion de projet.

3.3 Le Conseil

Le pôle conseil du groupe a représenté 13,6% de l'activité consolidée sur l'exercice écoulé.

60% a été réalisé par Aegide, qui accompagne ses clients à déployer les meilleures pratiques adaptées aux contraintes de leurs activités. Elle peut mettre à disposition des consultants sur des projets précis, fournissant des services de management de transition ou encore accompagner le management chez les clients dans le déroulement de leur stratégie HSE. Son activité de conseil a baissé de 19,4% au cours de l'année dernière, impactée par l'arrêt prématuré de deux contrats avec des opérateurs portuaires au Gabon suite au coup d'état d'août 2023.

40% provient de 8.2 (France et Madrid) et constitue la partie la plus dynamique de cette B.U. (+25% en 2024 en incluant les activités espagnoles, +11% pour 8.2 France).

L'activité de conseil est réalisée dans les domaines de l'éolien et du solaire principalement, sur les questions de due diligence technique et d'optimisation de la performance des actifs, autour de 4 services de distincts :

- Due diligences techniques (TDD) dans le cadre de financement, refinancement ou achat de projets éoliens et solaires photovoltaïques ;
- Études de productibles à partir de données historiques ;
- Études de durée de vie (LTE) sur des parcs éoliens
- Analyses de performance sur des projets éoliens et solaires, visant à les optimiser.

Le volet performance des actifs constitue un levier de croissance significatif pour les prochaines années, dans l'éolien comme dans le solaire, 8.2 ayant développé ses propres outils d'analyse permettant de valider le bon fonctionnement des turbines des clients.

Enfin, le conseil en stratégie, segment naissant en quête de références, visant au management des risques chez les clients, constitue un autre relais de croissance potentiel.

3.4 La Formation

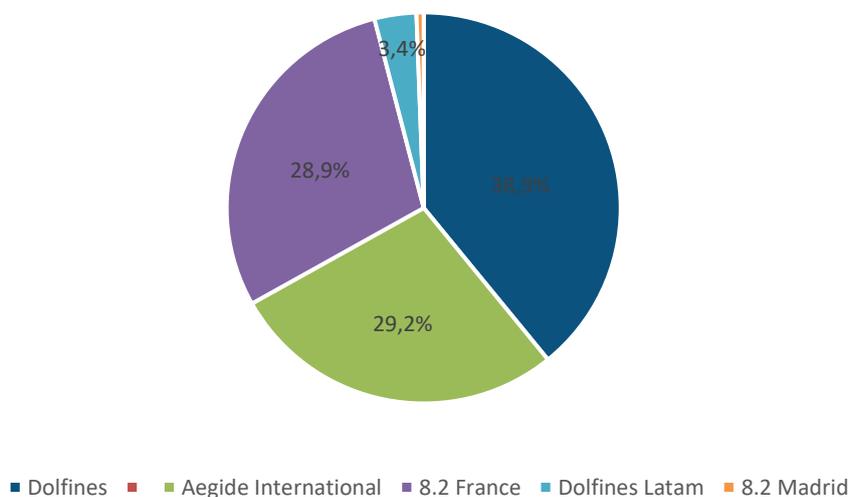
Le pôle Formation d'Aegide a représenté 12,3% du CA groupe en 2024.

Il s'appuie notamment sur un portefeuille de clients industriels historiques en France pour des formations de cadres et de superviseurs au QHSE, ainsi que de clients dans le secteur minier en Afrique (Guinée, Gabon, Sierra Leone, Sénégal, Côte d'Ivoire, Cameroun, ou encore Tanzanie).

Business Unit	% CA 2024	Tendance
Audits	52,7%	<p>Tendance haussière des Audits O&G, notamment pour les acteurs attributaires des contrats cadre pluriannuels, lesquels ont tendance à être généralisés par les grands donneurs d'ordre</p> <p>Reconduction de contrats en France pour les Audits techniques dans l'éolien, qui sortent du périmètre au 1^{er} juin 2025 (estimation)</p> <p>Dynamisme des Audits QHSE, potentiel important sur l'exploitation des synergies, parallèlement à la mise en place d'une direction commerciale commune</p>
Assistance technique	21,4%	<p>Stabilisation en O & G</p> <p>Forte demande sur l'éolien offshore liée aux nombreux projets qui sont lancés (très important retard en France et en Europe par rapport aux capacités installées en éolien onshore)</p>
Conseil	13,6%	<p>Dynamisme de la demande en Conseil Technique dans l'éolien Offshore</p> <p>Sur le QHSE d'Aegide : rattrapage attendu des décalages de projets / commandes ayant impacté le second semestre 2024 ; déroulement des synergies</p>
Formation	12,3%	<p>Poursuite de la croissance, qui pourrait s'amplifier en fonction du rythme de réalisation des synergies dont Aegide peut tirer profit sur le portefeuille client des autres entités du groupe</p>

Source : Dolfinés / Champeil

Répartition du CA 2024 par entité (reconstitution pro forma groupe retraitée des intercos)



Source : Dolfinés

Dolfines a été attributaire, au le premier trimestre de cette année, de 3 importants contrats-cadres : 2 en Oil & Gas (Abu Dhabi National Oil Company -ADNOC- et Petroleum Development Oman -PDO- en inspection et audit de rigs), un sur l'éolien et le solaire photovoltaïque avec Iberdrola.

Un autre a été renouvelé pour 2 ans, avec ADNOC aux Emirats Arabes Unis.

Le contrat Sinopec au Koweït, conclu pour 3 ans, n'est pas le plus important en facturations potentielles, mais son intérêt est surtout d'avoir mis un pied dans une zone où la société était absente jusqu'à présent.

Enfin, Dolfines soumissionne pour d'autres contrats-cadres non encore attribués, comme par exemple Eni et Total sur de l'inspection de rigs.

4.1 Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC)

Le marché du forage à Abu Dhabi est l'un des plus importants au monde, avec près de 150 rigs actuellement exploités. Il s'agit en conséquence du contrat ayant le plus fort potentiel, Dolfines indiquant la possibilité de dépasser le million de dollars de revenus par an au cours des 5 prochaines années, en fonction de la compétition avec les deux autres attributaires pour les demandes d'interventions d'ADNOC.

Il porte sur l'inspection de toutes les unités (Jack Up, Barges, Island Rigs) opérant sur les champs offshore de l'Emirat, avec effet au 29 avril 2025.

4.2 Renouvellement de 2 ans contrat-cadre division ADNOC Ghasha

La Division d'Abu Dhabi National Oil Company gérant la concession de l'île de Ghasha a étendu de 2 ans, à compter de mars 2025, le contrat-cadre qu'elle avait signé en mars 2020 avec Dolfines pour l'inspection de rigs.

A titre indicatif, les montants facturés avaient été d'un peu plus de 150 K€ par an sur les 2 derniers exercices.

4.3 Petroleum Development Oman (PDO)

Ce contrat-cadre d'inspection de rigs a été signé en février pour 5 ans, avec un démarrage en octobre. Dans son communiqué, Dolfines indique un potentiel annuel de CA qui pourrait s'inscrire dans une fourchette allant de 200 à 500 K€, en fonction de la mobilisation de ses équipes sur les rigs.

La facturation convenue en fin de mission (ou en fin de mois en cas de mission longue) implique une prise à sa charge du BFR lié aux missions, incluant le recours à la sous-traitance locale.

4.4 Iberdrola Renobables Energia

L'accord-cadre mondial (couvrant 45 pays), signé en mars pour une durée de 3 ans, porte sur la mise à disposition d'experts de la division Assistance Technique de Dolfines pour l'audit et le suivi, dans les usines des fournisseurs d'Iberdrola (Siemens...), des processus de fabrication des composants d'éoliennes terrestres, des équipements photovoltaïques et des composants de systèmes de stockage de batteries.

Le chiffre d'affaires potentiel susceptible d'être généré sera fonction du volume des inspections demandées, du nombre de pays concernés (5 à 6 pays envisageables), et plus généralement de la répartition sur 3 ans des marchés d'intervention avec les 7 autres attributaires du contrat.

Synthèse des principales caractéristiques des contrats cadre pour lesquels Dolfines a été attributaire

Contrats cadre	B.U. concernée	signature	Durée	Démarrage	CA potentiel est. / an
Petroleum Development Oman PDO	Audits Techniques	févr-25	5 ans	Octobre 2025	200 à 500 K€
Iberdrola	Assistance Technique	mars-25	3 ans	S2-2025	100 à 200 K€
Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC)	Audits Techniques	mars-25	5 ans	Mai 2025	> 1 M€
Renouvellement ADNOC (concession Ghasha)	Audits Techniques	mars-25	5 ans	Mars 2025	100 à 200 K€
Sinopec (Koweït)	Audits Techniques	T1-2025	3 ans	Nc	50 K€

Source : Dolfines / Champeil

5 Analyse de l'exercice 2024 et perspectives

5.1 Analyse de l'exercice 2024

Analyse du CA et de la rentabilité

Le groupe publie encore des comptes consolidés « pro forma » non audités et non IFRS, comprenant les comptes sociaux certifiés de la maison-mère Dolfinés SA et de ses quatre filiales, toutes détenues à 100% (8.2 France, Aegide International, 8.2 Madrid, Dolfinés Latam). Il est envisagé une publication de comptes consolidés audités sur la base de l'exercice 2025, une fois que le périmètre d'activité de l'ensemble aura été stabilisé.

Les revenus du groupe ont progressé l'année dernière de 27,5 % à 10,24 M€. Hors Aegide International, consolidée sur 8 mois en 2023, la progression a été de 17 %.

Compte de résultats groupe « pro forma » (non audité)

En M€	2023	2024
Chiffre d'affaires	8,03	10,24
% de croissance	5,0%	27,5%
EBITDA	(1,74)	0,00
% du CA	-53,3%	0,0%
Résultat Financier	(20,31)	(0,02)
Résultat exceptionnel	(2,71)	(0,34)
Résultat net de société intégrées	(24,55)	(0,51)
Résultat net Part du groupe	(24,55)	(0,51)

Source : Dolfinés

Cette croissance provient essentiellement de Dolfinés SA à hauteur de 18,3%, qui a vu ses facturations d'Inspection et Audits de rigs progresser de 60% ; son activité d'Assistance Technique a augmenté de 64%, mais intègre une partie des revenus de 8.2 France, cette Business Unit étant désormais centralisée au niveau de Dolfinés.

Le chiffre d'affaires de 8.2 France s'est inscrit en décroissance de 18,5%, en partie dû au transfert progressif des facturations d'assistances techniques (-47%). La baisse de 7,7% de son activité d'audit technique s'explique par une concurrence accrue sur ce marché dans l'éolien, provenant de grands acteurs du secteur.

Dans ce contexte de pression sur les prix spécifique à ce segment, 8.2 France a signé une lettre d'intention avec Socotec pour lui céder son fonds de commerce relatif à cette activité.

Aegide International a vu son chiffre d'affaires progresser de 4,6% à 2,91M€, tiré par le pôle Audit HSE en croissance de 14,3%. Ses activités de Conseil ont en revanche baissé de 19,5%, en partie impactées par l'arrêt prématuré de deux contrats majeurs au Gabon. Son pôle Formation QHSE a été en croissance de 23,1%, porté par le dynamisme du portefeuille de clients industriels en France, ainsi que par le secteur minier en Afrique.

Notons la mise en place l'année dernière de management fees à hauteur de 750 K€ (dont 300 K€ pour Aegide), facturés par Dolfinés SA à ses filiales au titre de la centralisation des fonctions supports (Commercial, Communication, DAF, DG, DRH, et QHSE). Ce montant est retraité dans les données groupe pro forma non auditées.

Alors que les effets de la restructuration opérationnelle ne porteront pleinement leurs fruits qu'à partir de cette année, l'EBITDA est redevenu symboliquement positif (3,6 K€) en 2024, pour la

première fois depuis 2018, grâce au démarrage de la mutualisation des fonctions supports et à l'arrêt des coûts liés au bureau d'étude pour le projet Ohme.

Le résultat net part du groupe reste encore légèrement négatif (0,51 M€).

Analyse investissements/endettement

Le contrat d'OCABSA qui avait été mis en place avec Negma a occasionné une très forte dilution, tout en dégradant le résultat financier. Il a été résilié l'année dernière, ouvrant la voie à une restructuration financière qui s'est conclue par une série d'augmentations de capital réservées, se traduisant notamment par :

- L'« equitization » de l'essentiel de la dette obligataire Green Bonds qui avait été émise en 2022 ;
- une augmentation de capital réservée en septembre 2024 qui a permis à Adrien Bourdon-Feniou de reprendre le contrôle de la société familiale à hauteur de 40,67 %, via sa holding Thesiger International.

Cette restructuration a permis de ramener la dette financière nette à 0,37 M€ au 31/12/24, soit un gearing de seulement 15%.

En M€	2023	2024
Fonds propres Part du groupe	0,54	2,43
Autres fonds propres	2,89	2,98
Trésorerie brute	0,83	1,11
Dette financière	2,82	1,48
Dette financière nette	1,99	0,37
<i>Gearing</i>	368%	15%

Source : Dolfinés

Dolfinés a la particularité d'avoir des quasi-fonds propres (« autres fonds propres ») supérieurs à ses fonds propres : ceux-ci proviennent des aides versées par l'ADEME sous forme de subventions et d'avances remboursables pour le bras télescopique Ohme (1.45 M€ en 2023). Un versement terminal de 0,33 M€ est attendu en mai au titre des dépenses engagées au cours de l'étape clé 2 du projet. Ces aides ont vocation à être transférées plus tard dans la filiale dédiée à la monétisation de cet actif.

Le recentrage du groupe comme prestataire de services présente l'avantage de ne requérir qu'un investissement normatif très faible, de l'ordre de 20 à 30 K€ par an en équipement informatique ; montant à ce jour surestimé, la location étant pour l'instant privilégiée à l'achat.

Le besoin en fonds de roulement et son évolution prévisionnelle constituent à contrario un point d'attention : celui-ci s'établit à 13% du chiffre d'affaires au 31/12/24 (contre 21,8% au 31/12/23), mais la typologie de gros comptes dans le secteur de l'énergie peut conduire à des délais de règlement allongés, surtout dans le cadre des contrats pluriannuels qui ont commencé à être signés en début de cette année.

De plus, la soumission à ces derniers peut impliquer l'immobilisation dans un compte à terme d'une somme susceptible de dépasser les 100 K€.

La cession du fonds de commerce de 8.2 France relatif aux audits techniques, parallèlement à un bilan dorénavant assaini, devraient permettre à Dolfines de se positionner sur des cibles de croissances externes qu'elle a déjà identifiées.

Nos prévisions pour la période 2025-30 n'intègrent pas d'acquisitions, et sont basées sur la croissance organique estimée en fonction des business units et de leurs segments de marchés.

Croissance estimée de 6,9% du CA 2025 en dépit de la cession des activités Audits Techniques de 8.2 France

Nous avons modélisé une sortie du périmètre des activités Audits Techniques de 8.2 France au 1^{er} juin 2025, pour un volume d'activité déconsolidé sur 7 mois estimé à 1,1 M€.

Compte tenu de la croissance attendue sur le périmètre conservé, intégrant la montée en puissance à partir du second semestre des nouveaux contrats pluri-annuels signés en début d'année, nous prévoyons un volume d'activité du groupe de 10,94 M€ sur l'exercice en cours, soit une croissance de 6,9% (20,8% pro forma des activités 8.2 cédées).

Cette progression devrait essentiellement provenir :

- Du pôle assistance technique (+30% attendus, avec reprise en année pleine au niveau de Dolfines SA de l'intégralité des facturations de 8.2 France pour ces activités) : celui-ci devrait être tiré par la poursuite d'un fort dynamisme sur l'éolien, notamment offshore, concomitamment aux premières facturations, espérées en fin de cette année, de l'accord-cadre mondial signé avec Iberdrola dans l'éolien et le solaire PV.
- De la croissance de 24% estimée des revenus de la division Audit et Inspection de rigs en Oil & Gas ; celle-ci devrait bénéficier de la montée en puissance, essentiellement à partir du second semestre, des 3 contrats cadre remportés (ADNOC, PDO, Sinopec au Koweït) et de celui renouvelé pour 2 ans avec ADNOC Ghasha. Notons que si ces gros contrats apportent de la visibilité à long terme, les facturations générées dépendront des demandes de mobilisation d'experts sur les rigs, lesquelles peuvent intervenir de manière plutôt erratique ; hormis ces contrats, les perspectives de croissance à court et moyen terme sont favorables, notamment grâce à une activité de forage soutenue sur les zones géographiques déjà opérées (Moyen Orient, Afrique du Nord, Amérique Latine), ainsi qu'à un pipeline de projets fournis, auprès d'opérateurs indépendants au Congo, au Ghana, en Tanzanie, au Pakistan ou encore au Brésil.
- D'une accélération de la croissance d'Aegide (+17% est.), avec des progressions de respectivement 12,2% et 13,6% pour ses activités d'audit (renouvellements contrats cadre, montée en puissance des audits MASE) et de formation (formations certifiantes phares étendues sur le portefeuille de clients, nouveau produit à destination des managers, reprise des activités de Guinée) ; nous avons intégré un rebond du conseil QHSE, qui reviendrait à un niveau similaire à celui atteint en 2023 (1,05 M€), enrichi de nouvelles offres (digitalisation de l'outil Safety As a Service, produit de campagne de prévention duplicable à toutes les thématiques/risques HSE, etc.).
- D'une hausse de 8,2%, à 1,29 M€, de l'activité de conseil de 8.2 France, sur laquelle cette filiale est désormais recentrée, dans les domaines éolien et solaire photovoltaïque essentiellement : 8.2 a notamment reçu de nombreuses commandes pour des missions de due diligences techniques et d'analyse de performance.
- Dolfines Latam devrait poursuivre sa forte croissance (+37,1% est.) à 0,48 M€, grâce aux nouveaux contrats embarqués, ainsi qu'à la montée en puissance des facturations sur le portefeuille de clients existants.

Ce niveau de chiffre d'affaires groupe 2025 estimé (10,94 M€) n'intègre pas, afin de rester conservateurs :

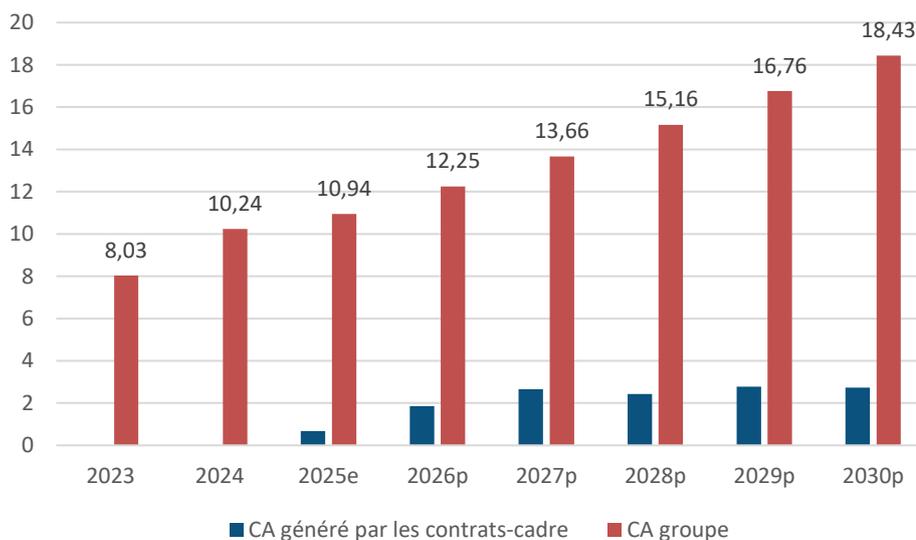
- D'éventuels revenus portant sur la monétisation de l'actif Ohme (valorisé 2,6 M€ dans les comptes au 31/12/24). Ce projet, débuté en octobre 2021, porte sur le développement d'un outil télescopique avec services associés pour la maintenance lourde in-situ d'éoliennes en mer posées et flottantes, les changements de pales ou d'éléments de nacelle. Le transfert de la propriété intellectuelle dans la filiale dédiée Ohmex Services permettra à cette dernière de facturer des industriels ou opérateurs intéressés par cette technologie.
- Des croissances externes ciblées actuellement à l'étude (sociétés de services à forte valeur ajoutée dans les domaines de l'éolien offshore et de l'Assistance Technique et du Conseil, ayant une composante commerciale internationale importante).

Croissance annuelle moyenne modélisée à 11% de 2025 à 2030

Nous anticipons en première approche une hausse annuelle moyenne de 11% du chiffre d'affaires consolidé jusqu'en 2030, ce qui le porterait à 18,4 M€ à cet horizon, hors croissance(s) externe(s). Le dynamisme de cette tendance repose sur :

- L'exploitation sur les années à venir du réservoir de synergies commerciales entre les différentes entités du groupe, alors que les opportunités de cross selling ont à peine été mises en œuvre ; par exemple, Aegide pourrait bénéficier de l'élargissement potentiel à son offre de maintenance préventive d'un contrat existant avec un développeur éolien, et, plus généralement, ses prestations HSE présentent des synergies fortes avec le portefeuille éolien offshore qu'est en train de développer Dolfines.
- La montée en puissance des contrats cadre signés en début d'année, ainsi que la signature d'autres du même type, permettant d'accroître la visibilité et la récurrence des revenus à moyen / long terme. Nous avons modélisé l'attribution d'un contrat de ce type par an sur 2026 et 2027, générant une montée en puissance en termes de revenus annuels comparable à la moyenne des montants que nous avons estimé pour les 3 contrats cadres signés en ce début d'année.

Evolution prospective comparée du CA groupe et de celui généré par les contrats-cadres (M€)



Source : Champeil

- L'élargissement du scope commercial Oil & Gas de Dolfines aux unités flottantes (semi-submersibles et drillships), ce qui constituerait un puissant driver à la fois à la croissance et à la rentabilité, s'agissant de projets plus gros et plus rentables.
- La ré-obtention espérée cette année de la qualification API Q2 (équivalent de la norme ISO dans le domaine pétrolier), qui avait été perdue en 2023, constitue un driver de croissance supplémentaire qui devrait permettre d'accélérer commercialement en re-certification de rigs (obligatoire tous les 5 ans).
- L'enrichissement du catalogue d'offres de formation et d'amélioration des compétences au niveau d'Aegide, ainsi que l'élargissement géographique de ses offres de services, encore près de 60% de ses revenus étant réalisés en France.
- Évolution vers des services à plus forte valeur ajoutée et des offres packagées.

Prévisions de chiffre d'affaires consolidé 2025-26 par entité (M€)

Chiffre d'affaires % de croissance	2024	2025e	2026p	2027p
Dolfines	4,05	5,87*	7,51	8,45
% de croissance	58,6%	47,5%	27,9%	12,5%
% du CA				
8.2 France + Madrid	2,96	1,29*	0,59*	0,62
% de croissance	-16,8%	-57,3%	-54,3%	5,1%
% du CA				
Aegide International	2,82	3,30	3,57	3,92
% de croissance	6,8%	17,0%	8,2%	9,8%
% du CA				
Dietswell do Brasil	0,35	0,48	0,58	0,67
% de croissance	59,1%	37,1%	20,8%	15,5%
% du CA				
Total consolidé	10,24	10,94	12,25	13,66
% de croissance	13,8%	6,8%	12,0%	11,5%

*Centralisation au niveau de Dolfines de la facturation de la Business Unit Assistance Technique à partir de 2024

Source : Champeil

Evolution de la rentabilité

La restructuration opérationnelle de l'entreprise, initiée dès le second semestre 2023, et véritablement mise en œuvre au cours de l'année dernière (création de 4 Business Units autour des métiers de l'assistance technique, l'audit, le conseil et la formation, ainsi que la centralisation des fonctions supports sur Dolfines SA), a permis au groupe de rationaliser ses coûts, et de concentrer son dynamisme commercial sur les prestations de services les mieux margées.

Ces mesures, combinées à l'arrêt des coûts afférents au projet Ohme (derniers effectifs sortis du périmètre en fin d'année dernière), devraient permettre d'atteindre la rentabilité opérationnelle sur l'exercice en cours : nous attendons prudemment un résultat d'exploitation positif de 0,04 M€, pour une marge d'EBITDA à 1,5% (0,16 M€). Ces chiffres tiennent compte :

- D'un impact négatif au niveau de L'EBITDA que nous avons estimé à 0,55 M€ sur la déconsolidation de l'audit de 8.2 de juin à décembre.
- De l'absence de comptabilisation, à partir de cette année, de production immobilisée (arrêt du projet Ohme) et de CIR en subventions d'exploitation ; sur l'exercice écoulé, ces deux éléments avaient permis de comptabiliser 0,8 M€ en produits d'exploitation (respectivement 0,64 M€ et 156 K€).

Nous considérons notre prévision comme conservatrice en l'état actuel de la profitabilité du périmètre conservé ; Dolfines a indiqué qu'il donnera une guidance de chiffres d'affaires et de

rentabilité lors de la publication de ses résultats semestriels, une fois la cession des activités d'Audit de 8.2 France effective.

Nous avons modélisé une montée en cadence prudente de la marge opérationnelle, qui atteindrait un niveau « normatif » de 10,1% à l'horizon 2030 : respectivement 3,1%, 4,7%, 7,9% et 8,6% de 2026 à 2029.

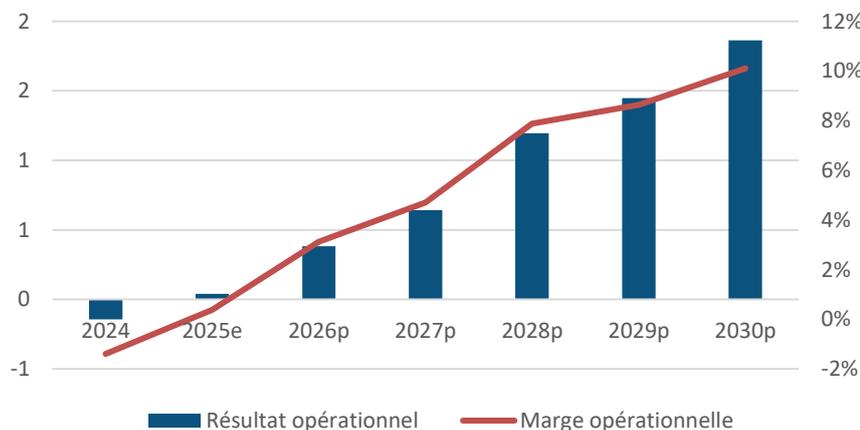
Cette perspective repose sur :

- La progression annuelle moyenne de 11% des revenus que nous attendons à l'horizon 2030 permettra à elle seule un effet de levier sur les résultats : les recrutements de personnels experts devraient s'effectuer par paliers en fonction de la croissance de la demande des clients, tandis que le recours important à la sous-traitance (déplacements des personnels et support local pour épauler les équipes du groupe sur les audits et l'assistance technique) devrait rester sous contrôle.
- Historiquement présent sur les inspections d'unités à terre et offshore fixes (Jack-Ups), Dolfines souhaite élargir son scope commercial aux unités flottantes (Semi-submersibles et drillships), un driver à la croissance mais surtout à la rentabilité, s'agissant de projets plus gros et plus rentables.
- La poursuite d'une meilleure gestion / optimisation des plannings des personnels opérationnels, notamment grâce aux contrats cadres.

Notons que dans son rapport de gestion 2024, le groupe indique se donner l'objectif à terme de retrouver des niveaux de rentabilité alignés avec les standards de l'industrie, soit un EBITDA supérieur à 10%.

Par ailleurs, la concrétisation d'une ou plusieurs croissances externes serait à priori relative sur le bénéfice par action, compte tenu des prix discutés, les cibles étant des sociétés de services à forte valeur ajoutée dont l'intégration devrait être créatrice de synergies opérationnelles.

Evolution prospective estimée du résultat et de la marge opérationnelle sur la période 2024-30



Source : Champeil

La lecture des comptes entre le résultat opérationnel et le résultat net sera plus simple et plus transparente que par le passé, où elle avait été polluée par des frais financiers et/ou exceptionnels importants sur la période 2022-24 :

- Le résultat financier non significatif reflète le faible niveau d'endettement brut (1,08 M€ estimés en fin de cette année, son extinction étant prévue courant 2029 hors nouvel emprunt), ainsi que le recours très limité au factoring (contingenté aux gros comptes situés en France). Le solde des obligations Green Bonds (0,17 M€) ne porte quant à lui pas d'intérêt.

Les niveaux de dettes financières nettes que nous avons estimés sur l'horizon prévisionnel 2025-30 ne nécessitent pas de financement spécifique sur le périmètre actuel, notamment pour financer le BFR.

- Le résultat exceptionnel intégrait en 2024 le coût des procédures de conciliation et de mandat ad hoc dans le cadre de la restructuration financière ; sur l'exercice en cours, nous avons approché un montant positif lié à la cession du fonds de commerce de 8.2
- France pour l'activité d'audits techniques. Sur les prochaines années, une éventuelle reprise de provisions sur des créances clients provisionnées à 100% (notamment sur 3 pays) apparaîtrait en produit exceptionnel ; nous n'avons intégré aucun montant dans ce sens dans nos prévisions, même si, pour l'un des pays concernés, un paiement de 50% a déjà pu être récupéré.
- La maison-mère bénéficie de 55 M€ de déficits reportables au 31/12/24 : l'intégration fiscale mise en place avec 8.2 France fait qu'elle ne devrait pas payer d'impôt sur la période 2025-30, y compris sur la plus-value de cession du fonds de commerce d'audit de 8.2 France.

6 STRUCTURE BILANTIELLE ASSAINIE

6.1 Restructuration achevée sur le second semestre 2024

Suite à la restructuration financière achevée sur le second semestre de l'année dernière, la situation financière du groupe a été complètement assainie, concomitamment à la structure du capital, celle-ci redonnant à Dolfines son statut de valeur familiale.

En octobre 2024 a été mis fin au financement ultra-dilutif sous forme d'OCABSA, qui avait été initié en juin 2021 avec Negma. S'en sont suivies :

- Une réduction de capital par diminution du montant du nominal.
- Un regroupement par 5 000 des actions de la société pour 1 action nouvelle de 1,40 euro de valeur nominale.
- 3 augmentations de capital réservées, qui ont notamment permis à Adrien Bourdon-Feniou de reprendre le contrôle du groupe familial avec 40,67% du capital ; les porteurs d'obligations convertibles Green Bonds 2022 (à l'exception d'un fonds) ont également participé par conversion de leur créance en capital, directement ou en revendant au préalable leur créance à Thesiger International.

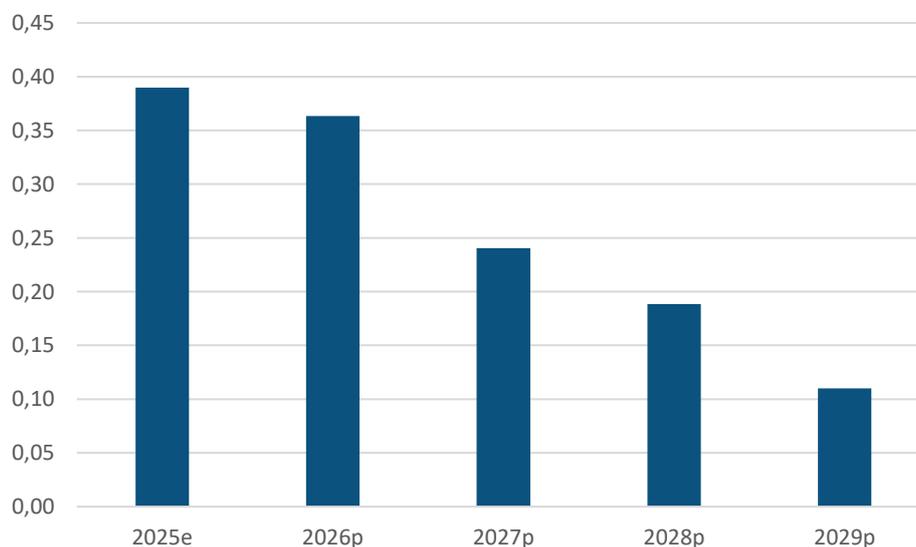
Le solde de ces obligations non converti en fin d'année dernière est de 0,17 M€ (créancier n'ayant pas souhaité participer à l'équitisation).

Les dettes bancaires ont quant à elles été renégociées en totalité en 2024, leur échéance ayant été repoussée de 2026 à 2029. Le capital restant dû sur les emprunts de Dolfines SA n'est plus que de 1,01 M€ au 31/12/24 pour les trois PGE et le prêt à taux zéro.

En agréant les 3 PGE et les autres prêts au niveau d'Aegide et de 8.2 France, l'endettement brut « consolidé » au 31/12/24 est de 1,48 M€, pour une trésorerie brute de 1,11 M€, soit une dette financière nette ramenée à 0,37 M€.

Le niveau de trésorerie brute prévisionnelle que nous estimons sur la période 2025-2030 ne pose pas de problème quant aux échéances de remboursements annuels de la dette financière.

Echéancier prévisionnel des amortissements d'emprunts financiers au niveau du groupe (M€)



6.2 Vers une situation de trésorerie nette positive en fin d'année hors acquisitions potentielles

Nous estimons une situation de trésorerie nette de l'endettement financier de 1,26 M€ en fin de cet exercice : malgré un free cash-flow d'exploitation qui devrait rester légèrement négatif cette année (compte tenu du BFR à financer), la trésorerie du groupe devrait en effet significativement remonter, hors croissance(s) externe(s), avec :

- L'encaissement prévu d'ici fin décembre par 8.2 France du produit de la vente partielle de son fonds de commerce, cash susceptible d'être remonté par la suite.
- La Perception, attendue courant mai, du solde de la subvention et des avances remboursables de l'Ademe sur le projet Ohme, soit 332 K€.
- Le versement en novembre du CIR au titre de l'exercice 2024 (151 K€), le dernier que percevra le groupe du fait de l'arrêt du projet Ohme.

Ces projections s'entendent :

- Sur le périmètre organique actuel
- Hors « monétisation » de l'utilisation de la propriété intellectuelle de l'outil Ohme, qui pourrait par exemple prendre la forme de licensing ou de commissions.

7 Valorisation

7.1 DCF : Fair Value à 4,24€

La fair value que nous avons calculée par la méthode des cash flows libres d'exploitation ressort à 10,19 M€, soit 4,24€ par titre.

Notons que notre modèle n'intègre pas de croissance(s) externe(s), qui sont un objectif de Dolfines pour accélérer sa croissance ; la sélection des cibles potentielles se faisant sur leur caractère relatif et leur faculté à générer des synergies commerciales (voire d'économies de coûts supplémentaires) : toute concrétisation en ce sens améliorerait à priori notre fair value.

Analyse DCF

Année	0	1	2	3	4	5
Exercice	2025e	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
CA	10,94	12,25	13,66	15,16	16,76	18,43
% Evolution	6,9%	12,0%	11,5%	11,0%	10,5%	10,0%
Résultat opérationnel	0,04	0,38	0,64	1,19	1,45	1,86
% CA	0,4%	3,1%	4,7%	7,9%	8,6%	10,1%
Impôt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat opér. ap. impôt	0,04	0,38	0,64	1,19	1,45	1,86
DAP nettes de reprises	0,12	0,07	0,05	0,06	0,06	0,07
Cash Flow d'exploitation	0,16	0,45	0,69	1,25	1,51	1,93
Investissements nets des cessions	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,02
BFR	1,73	2,06	2,51	2,82	3,17	3,50
% CA	15,8%	16,8%	18,4%	18,6%	18,9%	19,0%
Variation du BFR	-0,41	-0,33	-0,45	-0,31	-0,35	-0,33
Cash Flow d'exploitation disponible	-0,27	0,10	0,22	0,92	1,13	1,58
Taux d'actualisation	12,85%					
Cash Flow disponible actualisé	-0,27	0,09	0,17	0,64	0,69	0,86

Premier terme (2025-2030)	2,19
Second terme (2031 à l'infini)	6,74
Total	8,92
Dette nette estimée au 31/12/25	-1,26
Valorisation du groupe (M€)	10,19
Nombre actions totales (millions)	2,403
Nombre actions potentielles (millions)	0,000
Nombre titres pris en compte (millions)	2,403
Valorisation DCF / titre	4,24

Les hypothèses retenues dans notre modèle sont les suivantes :

- I. Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 10,3% par an de 2024 jusqu'à l'horizon prévisionnel 2030, où il atteindrait 18,43 M€ (contre 10,24 M€ réalisés sur l'exercice écoulé) ; en comparaison, Dolfines a indiqué dans son rapport de gestion 2024 projeter d'ici 2030 de doubler à minima son volume d'activité en croissance organique.
- II. L'absence de production immobilisée à partir de l'exercice en cours, les derniers effectifs sur le projet Ohme étant sortis des effectifs en fin d'année dernière.
- III. L'atteinte d'une marge d'EBITDA et d'une marge opérationnelle de respectivement 1,5% et 0,4% cette année, puis de 10,5% et 10,1% en normatif dès 2030 et au-delà. Notre prévision se compare avec l'objectif du groupe de retrouver d'ici à 2030 des niveaux de marge d'EBITDA supérieurs à 10%, plus en rapport avec les standards de l'industrie.
- IV. Un taux d'actualisation de 12,85% se décomposant en taux sans risque : 3,23% (TEC 10 au 16/04/25 pour l'OAT 10 ans), prime de risque du marché actions : 5,12% (calculée sur le SBF120 au 31/03/25, source : Fairness Finance) et prime spécifique au titre Dolfines de 4,5%.
- V. Un taux de croissance à l'infini des cash-flows d'exploitation disponibles de 2% au-delà de l'horizon prévisionnel de 2030 de notre modèle.
- VI. D'un niveau d'investissement normatif annuel faible, n'excédant pas 0,2% du CA sur la période : le recentrage du groupe sur un modèle de prestataire de services (arrêt des dépenses d'ingénierie) est très économe en investissements, ceux-ci se résumant essentiellement en équipements informatiques, notamment pour les consultants envoyés à l'international auprès des clients.
- VII. Les besoins en fonds de roulement prévisionnels représentent en revanche un point d'attention particulier par rapport à la croissance prévisionnelle soutenue que nous anticipons : dans le contexte sectoriel de marchés internationaux sur lesquels opère le groupe, les délais de paiement des clients sont généralement rallongés du fait des complexités administratives locales, ainsi que des processus de validation clients parfois très lourds. Aussi, nous avons modélisé une progression graduelle du BFR qui passerait de 13% du CA en 2024 à 19% en 2030.
 Notons que la position en cash du groupe, qui devrait significativement se renforcer dès le semestre en cours (cf en infra IX), ne doit en principe poser aucun problème au groupe pour financer les variations négatives de BFR anticipées.

- VIII. La prise en compte de l'économie d'impôt liée aux reports déficitaires, théoriquement utilisés sur la période 2025-2030, à hauteur de 5,6 M€. Sur le stock de reports déficitaires de 55,1 M€ au 31/12/24, 49,5 M€ resteraient alors disponibles au-delà sur le périmètre d'intégration fiscale, représentant une économie d'impôt théorique de l'ordre de 12,4 M€, soit 5,15€ par action non intégrés à notre fair value (compte tenu de leur utilisation potentielle sur du très long terme et des limitations d'utilisation annuelle).
- IX. Une dette financière nette estimée devenant négative à hauteur de -1,26 M€ en fin de cette année (0,37 M€ au 31/12/24), et ce malgré un free cash-flow que nous prévoyons encore légèrement négatif sur l'exercice en cours ; le groupe devrait en effet bénéficier :
- Du produit de la cession partielle du fonds de commerce de 8.2 France d'ici décembre ;
 - de l'encaissement du solde de subventions et d'avances remboursables versés par l'ADEME pour le projet Ohme (332 K€), dans le courant de mai ou de juin ;
 - puis de l'encaissement en novembre 2025 du CIR au titre de l'exercice 2024 (151 K€, montant qui n'avait pas fait l'objet d'un préfinancement). Notons que le projet Ohme ayant pris fin l'année dernière, plus aucun CIR n'est attendu à l'avenir.
- X. L'absence de dilution potentielle pour la prise en compte du nombre de titres : nous avons en effet traité en dette financière le solde (0,17 M€) des obligations convertibles Green Bonds émises en 2022, en l'absence de position prise par le fonds qui en est le détenteur. Nous n'avons également pas intégré à notre calcul d'éventuels BSA, dont l'inscription à l'ordre du jour est prévue lors de la prochaine assemblée générale.

Sensibilité de la valorisation DCF en fonction du taux d'actualisation des fonds propres (*t*) et du taux de croissance à l'infini des cash flows d'exploitation disponibles (*g*).

<i>g</i> \ <i>t</i>	11,00%	11,90%	12,85%	13,70%	14,50%
0,00%	4,46	4,11	3,80	3,56	3,36
1,00%	4,75	4,36	4,00	3,73	3,51
2,00%	5,11	4,65	4,24	3,93	3,68
2,50%	5,33	4,82	4,37	4,04	3,77
3,00%	5,56	5,00	4,52	4,17	3,88

t : taux d'actualisation

g : taux de croissance des "free cash flows" à l'infini au-delà de l'horizon prévisionnel

Source : Champeil

7.2 Comparables boursiers : Fair Value implicite à 9,87 M€ (4,11€ / action)

Nous avons combiné une approche par les comparables pour le périmètre de Dolfine hors formation d'Aegide, et une somme des parties en comparant directement cette Business Unit formation à M2i, listée sur Euronext Growth, qui a fait l'objet d'une offre publique reçue sur le premier trimestre de cette année.

7.2.1 Comparables

Nous avons retenu dans notre échantillon 4 sociétés cotées proposant des prestations de services à destination des secteurs de l'énergie, et ayant pour trois d'entre elles une forte composante de leur chiffre d'affaires à l'international.

- **Viridien** (ex-CGG) est un fournisseur de services géophysiques destinés aux compagnies pétrolières et gazières. Son chiffre d'affaires 2024 de 1 211 M€ se répartit pour 70,5% entre le pôle « Digital, Data and Energy » (prestations d'enregistrement, de traitement et d'interprétation de données sismiques terrestres et marines), et pour 29,5% sur la fabrication d'équipements sismiques et de logiciels de traitement et d'interprétation des données (pôle « Sensing and Monitoring »). La répartition géographique de son CA suit l'implantation de ses clients : Europe-Afrique-Moyen-Orient (45,2%), Amérique du Nord (23,3%), Asie-Pacifique (15,8%) et Amérique latine (15,7%).
- **Catering International Services (CIS)** est spécialisée dans les prestations de services en milieux hostiles de restauration, hôtellerie, logistique, ingénierie, maintenance technique, sécurité, et assistance médicale. Elle a réalisé l'année dernière un volume d'activité de 422,8 M€ entièrement réalisé à l'international : Afrique et Moyen-Orient (55,6%), Eurasie (37%) et Amériques (7,4%).
- **Arverne** est un acteur intégré de la géothermie et de ses produits dérivés (dont le lithium), de l'exploration au forage jusqu'à la production et la vente aux utilisateurs finaux. La société escompte la signature de ses premiers contrats de production de chaleur géothermale à l'horizon 2026.
- **Assystem** est un prestataire de services d'ingénierie et de conseil principalement à destination du nucléaire (73% de son CA), mais également pour l'industrie de l'énergie pétrolière et gazière, auprès de qui elle met à disposition des consultants spécialisés (notamment depuis son acquisition en 2015 d'une société d'ingénierie de 400 personnes en Arabie saoudite). 38% de son CA 2024 a été réalisé à l'international.

Société côtée	VE/CA		VE/EBIT		Market Cap.	Valeur Entrep. (VE)	Pondération VE/CA
	2024	2025 ^e	2024	2025 ^e			
Arverne	2,77	1,75			134	48	15%
Assystem	1,10	1,03	16,7	15,6	623	672	20%
CIS	0,15	0,13	3,3	2,8	72,7	61,6	30%
Viridien	1,11	1,03	9,4	7,6	371	1 345	35%
Moyenne pondérée	1,07	0,87					

Valorisation implicite de Dolphines hors formation (M€)	9,10	7,87
	8,49	

Source : Champeil

Compte tenu du début de recovery que nous anticipons à partir de cette année pour Dolphines, nous n'avons pas retenu le critère de valeur d'entreprise rapporté à l'EBITDA.

Nous nous sommes donc basés sur le multiple de chiffre d'affaires, en appliquant une pondération aux sociétés de l'échantillon, en fonction de leur pertinence de comparabilité (zones géographiques et débouchés de secteurs cible...).

Sur cette base, nous avons approché une fair value de 8,49 M€, s'entendant sur le périmètre hors B.U. formation.

7.2.2 Approche de valorisation de la B.U. formation par analogie avec le récent rachat de M2i Formation :

En février dernier, Eductive SAS (Skolae) a racheté à Prologue son bloc de contrôle (59,94%) dans M2i formation pour une valorisation globale de 49 M€, préambule au lancement d'une offre publique d'achat simplifiée (OPAS). Ce montant inclut 17 M€ de comptes-courants récupérés par l'acquéreur auprès de Prologue ; la dette financière nette de M2i au 31/12/24 étant de 1,2 M€, la valeur d'entreprise de la transaction est estimée à 33,2 M€.

M2i est spécialisée dans les prestations de formations professionnelles dans les domaines de l'informatique, de la bureautique, du management et du multimédia.

L'opération s'est faite sur la base d'un CA 2024 en recul de 4,4% à 56,12 M€ et d'un EBITDA publié de 3,79 M€, soit des ratios VE/CA et VE/EBITDA de respectivement 0,59x, et 8,76x. Post rachat de bloc, M2i a publié un chiffre d'affaires en baisse de 20,2% sur son 1^{er} trimestre 2025, en indiquant ne pas percevoir à court terme de perspectives de retournement de tendance, ni anticiper de croissance de ses revenus cette année.

A l'inverse, l'activité formation d'Aegide a progressé de 30% en 2024 à 1,25 M€ (pour un EBITDA de 0,08 M€ ayant supporté un coût significatif de déménagement), et nous estimons une croissance de 13,6% pour cette année (1,42 M€), accompagnée d'un rebond de l'EBITDA à 0,12 M€.

Nous avons appliqué les ratios VE/CA et VE/EBITDA de cette transaction sur les exercices 2024 et 2025 estimé de la Business Unit formation de Dolphines, conduisant à une valorisation implicite moyenne de 0,91 M€, comme décomposé dans le tableau ci-dessous.

CA et EBITDA en M€	CA		EBITDA		VE/CA		VE/EBITDA	
	2024	2025e	2024	2025e	2024	2025e	2024	2025e
M2i (Ratios constatés/transaction)	56,12	49,65	3,79	3,23	0,59	0,67	8,76	10,28
Valorisation implicite Business Unit formation (M€)	1,25	1,42	0,08	0,12	0,74	0,95	0,70	1,23
							0,91	

Source : Champeil

7.2.3 Synthèse de la valorisation par comparables / somme des parties :

En intégrant à notre calcul la trésorerie que touchera le groupe cette année pour les soldes du CIR et des subventions / avances remboursables à recevoir de l'Ademe pour le projet Ohme (0,48 M€), nous parvenons à une fair value implicite de 9,88 M€ (4,32€ / titre), la B.U. formation représentant 9,2% de ce montant.

Valorisation / comparables hors formation	8,49
Valorisation formation	0,91
Solde Ademe (Ohme)	0,33
CIR	0,15
Fair Value implicite Dolfines (M€)	9,87
Par action Dolfines	4,11

Source : Champeil

7.3 Comparables transactionnels

Les transactions récentes que nous avons relevées dans le même secteur et métier que Dolfines ne nous ont pas permis d'approcher une valorisation intéressante pour cette dernière : en effet, Socotec a une taille sans commune mesure ; Mactech Energy Group et Xperal sont a priori les cibles les plus pertinentes en termes de taille (respectivement un peu moins de 19 M€ et 15 M€ de chiffre d'affaires), mais aucune indication de prix n'a encore été donnée par Assystem pour la première, et il semble que la seconde ait été rachetée à un prix de société en difficulté par Solutions 30. Les éléments ci-dessous sont donc livrés à titre indicatif seulement.

- Avec 1,35 Mds€ réalisés en 2023, **Socotec** fait partie de la dizaine de groupes dans le monde à dépasser le milliard d'euros de CA sur les marchés du TIC (Testing-Inspection-Certification). Elle a accueilli en avril 2024 **BpiFrance** et **Mubadala Investment Company** (société d'investissement appartenant au gouvernement d'Abou Dabi) à son capital comme investisseurs minoritaires. Cette opération la valorisait 2,5 Milliards €, soit 2,03x en valeur d'entreprise (dette estimée) son CA 2023. Ratio qui, appliqué au CA 2024 du groupe Dolfines, lui donnerait une valorisation indicative de 20,42 M€. La comparaison n'est évidemment pas pertinente compte tenu du différentiel de taille, par contre elle est intéressante au regard de la croissance annuelle moyenne attendue : +12% pour Socotec dans le cadre de son plan Ambition 2023-2028 (incluant de la croissance externe), +11% estimés pour Dolfines de 2024 à 2030 (uniquement en croissance organique).
- En janvier de cette année, **Assystem** a acquis **Mactech Energy Group**, société britannique ayant réalisé environ GBP16m de revenus l'année dernière ; cette dernière fournit des experts en assistance technique pour les industries nucléaires, de la Défense et des énergies renouvelables.
- Le groupe français **Apave** a racheté en octobre dernier **Irisndt**, société américaine spécialisée dans les TIC (Test, Inspection, Certification) à destination notamment des secteurs de l'énergie, de la chimie, de l'agriculture. Irisndt réalise un CA de l'ordre de 300M\$ en Amérique du Nord, Australie et Royaume-Uni, en envoyant ses experts sur le site de ses clients.

Les prix d'acquisition de Mactech et d'Irisndt n'ont pas été communiqué.

- **Solutions 30** acquiert en septembre 2024 la société néerlandaise **Xperal**, spécialisée dans les services intégrés (conception, ingénierie, approvisionnement, mise en service et maintenance) d'installations solaires photovoltaïques. Le CA 2023 communiqué est de l'ordre de 15 M€, mais il est mentionné dans le rapport annuel 2024 de Solutions 30 que si Xperal avait été consolidée au premier jour de l'année, sa contribution à son CA groupe aurait été de 2,8 M€ seulement ; ce qui corrobore le prix de rachat indiqué dans le même rapport annuel (1€ plus 0,95 M€ d'earn out), qui correspond à celui d'une société en difficultés. En conséquence, nous considérons qu'une valorisation induite de Dolfines sur cette base serait non significative (Ns dans le tableau récapitulatif ci-dessous).

Date	Cible	Acquéreur	Type de M&A	VE / CA	Valorisation induite de Dolfines
Avril 2024	Socotec	BpiFrance Mubadala Investment Company	Prise participation minoritaire	2,0	20,42 M€
Septembre 2024	Xperal	Solutions 30	Acquisition	0,3	Ns
Octobre 2024	Irisndt	Apave	Acquisition	Nc	Nc
Janvier 2025	Mactech	Assystem	Acquisition	Nc	Nc

Source : Champeil

8 Données Financières

8.1 Compte de résultat

Consolidés (M€)	2025e	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
CA	10,94	12,25	13,66	15,16	16,76	18,43
Production immobilisée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Subv. exploitation (dont CIR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits exploitation	0,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Produits d'exploitation	11,06	12,25	13,66	15,16	16,76	18,43
Charges externes	-5,51	-6,15	-6,72	-7,36	-8,02	-8,77
Charges personnel	-5,14	-5,38	-5,97	-6,23	-6,88	-7,35
Impôts et taxes	-0,25	-0,27	-0,28	-0,32	-0,35	-0,38
Autres charges exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	0,16	0,45	0,69	1,25	1,51	1,93
% CA	1,5%	3,7%	5,1%	8,3%	9,0%	10,5%
Dotations nettes	-0,12	-0,07	-0,05	-0,06	-0,06	-0,07
EBIT	0,04	0,38	0,64	1,19	1,45	1,86
% CA	0,4%	3,1%	4,7%	7,9%	8,6%	10,1%
Résultat financier	-0,05	-0,03	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01
Résultat exceptionnel	1,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts Société	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Résultat net sociétés intégrées	1,20	0,34	0,61	1,16	1,43	1,84
Dot. Amortiss. écarts d'acquisition	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RNPG	1,20	0,34	0,61	1,16	1,43	1,84
Marge nette	10,9%	2,8%	4,5%	7,7%	8,5%	10,0%

Source : Dolfinex / Champeil

8.2 Bilan

Bilan (M€)	2023	2024	2025e	2026p	2027p	2028p
Ecarts d'acquisition, nets	1,81	1,82	1,42	1,42	1,42	1,42
Immobilisations incorporelles nettes	2,14	2,78	2,78	2,78	2,78	2,78
Immobilisations corporelles nettes	0,23	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26
Immobilisations financières nettes	0,08	0,23	0,15	0,15	0,15	0,15
Actif immobilisé	4,27	5,09	4,61	4,61	4,61	4,61
Créances clients	2,26	2,43	2,94	3,44	4,07	4,57
Autres créances	0,42	0,41	0,42	0,44	0,46	0,48
Trésorerie	0,83	1,11	2,34	2,04	2,00	2,72
Actif circulant	3,51	3,95	5,70	5,92	6,53	7,77
Comptes régul. Ecart conv. Actif	0,22	0,18	0,20	0,20	0,20	0,20
Total Actif (M€)	8,00	9,22	10,51	10,73	11,34	12,58
Fonds Propres part groupe	0,54	2,43	3,63	3,97	4,58	5,74
Autres fonds propres	2,89	2,98	3,31	3,31	3,31	3,31
Provisions pour risques et charges	0,02	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Dette financière	2,83	1,48	1,08	0,71	0,47	0,28
Dettes fournisseurs	0,98	1,39	1,49	1,67	1,86	2,06
Dettes fiscales et sociales	0,78	0,72	0,77	0,81	0,84	0,88
Autres dettes	-0,05	0,12	0,14	0,15	0,16	0,17
Comptes régul. Ecart conv. Passif	0,01	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08
Total Passif (M€)	8,00	9,22	10,51	10,73	11,34	12,58

Source : Dolfindes / Champeil

8.3 Avertissement complémentaire

Champeil est Entreprise d'Investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulé par l'Autorité des Marchés Financiers.

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Champeil et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Champeil, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Champeil n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Champeil à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que Champeil ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Champeil de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Champeil et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Champeil.

La politique de gestion des conflits d'intérêts est accessible directement sur le site de Champeil dans la rubrique réglementation.

Détails des conflits d'intérêts potentiels	
Participation de Champeil et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Non
Participation et/ou intérêts personnels de l'analyste financier dans le capital de l'émetteur	Non
Participation de l'émetteur au capital de Champeil	Non
Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Champeil	Non
Rémunération de Champeil par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Oui
Rémunération de Champeil par l'émetteur au titre d'autres prestations autres que l'établissement de la présente analyse financière (y compris sur les douze derniers mois)	Oui (*)
Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion	Oui
Conclusions de l'analyse financière modifiées par l'émetteur	Non
L'émetteur représente plus de 5% des revenus bruts consolidés de Champeil	Non
L'émetteur représente plus de 5% des revenus bruts consolidés du prestataire externe mandaté par Champeil	Non

(*) *Listing Sponsor*