

DONNEES FINANCIERES

Au 30/09 (en M €)	2007	2008e	2009e
CA	11,6	12,5	14,3
REX	1,7	1,8	2,1
RNpg	1,9	1,5	1,7
Croissance	15,5 %	7,9 %	14,4 %
REX/CA	14,5 %	14,6 %	14,7 %
RNpg/CA	16,5 %	12,0 %	12,1 %
(en € et %)			
BPA	1,49	1,17	1,35
Var en %	104,4	-21,4	15,3
Rendement	-	-	-
(en x)			
VE/CA	1,1	1,0	0,87
VE/REX	7,5	6,9	5,9
P/E	5,4	6,9	6,0
(en M €)			
EFN	2,3	2,2	2,0-

INFORMATIONS BOURSIERES

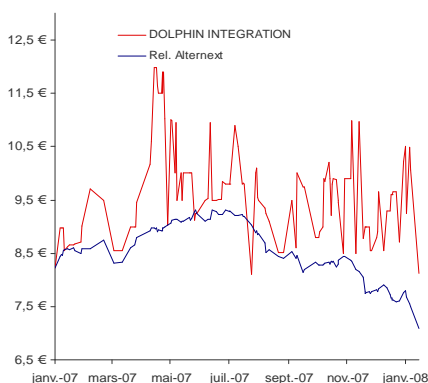
Marché	Alternext
Capi boursière	10,37 M €
Nb. de titres	1 277 120
Volume moyen / jour	221 t / j
Prochain événement	Publication du S1 07/08

PERFORMANCES

(%)	1m	6m	12m
Perf.	-15,4 %	-17,1 %	-6,1 %
Extrêmes 12m		8,1 € - 12,0 €	

ACTIONNARIAT

Fonclaire	36,6 %
Casalva Germany	18,2 %
Jean-Francois Pollet	5,8 %
Louis Zangara	5,5 %
Flottant	33,9 %



Aurélien Guenot
 aurelien.guenot@atoutcapital.com
 01 56 69 61 89

- **La publication des comptes annuels consolidés de l'exercice clos au 30 septembre 2007 a marqué le retour de la croissance après un exercice 2005 / 2006 en demi teinte. Le CA consolidé s'établit à 11,6 M € en hausse de 15,5 %.**
- **Le crédit d'impôt recherche de 869 K € dont a bénéficié le Groupe en 2006 / 2007 a fortement contribué à l'amélioration de la marge nette qui passe de 9,3 % à 16,5 %.**
- **Au delà des performances financières, le dynamisme de l'activité se poursuit. A titre d'exemple, en novembre dernier, Dolphin Intégration fut lauréat, de la 10^{ème} édition des trophées de l'Innovation de Rhône-alpes par l'INPI (Institut National de la Propriété Industrielle).**

PRESENTATION

Fondé en 1985 par cinq ingénieurs issus de la filiale de Thomson dédiée à la fabrication de circuits conçus à la demande, Dolphin Intégration, présent en France (Grenoble), en Allemagne et au Québec par l'intermédiaire de filiales, propose des solutions sur le marché porteur de la microélectronique.

Le Groupe conçoit à la fois des composants virtuels (propriété intellectuelle) sur Silicium et des circuits intégrés à signaux mixtes logiques et analogiques. Les produits réalisés par Dolphin Intégration vont des puces pour téléphone aux circuits microélectroniques pour l'aviation (ex : A380). L'activité du Groupe se divise en deux parties complémentaires : la conception de Propriété Immatérielle (68 % du CA 06/07) et la conception à la demande par délégation d'intervenants (32 % du CA 06/07).

Dolphin Intégration, présent depuis 1997 en Allemagne a ouvert en février 2007 une nouvelle filiale au Canada. Cette dernière est spécialisée dans la conception de régulateurs d'alimentation pour circuits intégrés d'équipements portables. Le Groupe accentue ainsi la part de l'export qui représente déjà près de 50 % de son CA sur l'exercice 2006 / 2007.

FAITS RECENTS ET PERSPECTIVES

La phase de démarrage de la filiale canadienne suit son cours. La filiale a concentré ses premiers efforts sur la formation de la nouvelle équipe (6 employés) et sur les projets de développement comme le régulateur de tension linéaire pour les piles de type « Lithium-Ion » (à très longue durée de vie et ne se déchargeant pas en cas d'inutilisation). Les premières opérations commerciales conclues au cours du T4 06/07 ont d'ores et déjà dégagé un CA de 67 K € et laissent augurer de bonnes perspectives pour l'exercice 2007 / 2008.

Au cours de l'exercice 2006 / 2007, le Groupe a entrepris un projet de passage aux normes IFRS. Le projet est désormais en phase de diagnostic et a pour objectif d'identifier les principales modifications à mettre en place.

La valeur ajoutée de Dolphin Intégration réside dans sa capacité à développer de nouveaux produits innovants. Au cours de l'exercice 2006 / 2007, le Groupe a déposé 2 nouveaux brevets, portant ainsi à 17 le nombre de brevets en exploitation active (15 l'an passé).

Les comptes annuels de bonne facture confirment une nouvelle fois la pertinence de la stratégie en France et à l'export. Avec une capacité d'autofinancement nette proche de 940 K €, le Groupe se donne les moyens de poursuivre et de financer sa croissance. Le titre nous paraît sous-évalué. Nous confirmons notre précédent objectif de cours de 12,70 €

EVOLUTION DE L'ACTIVITE

➔ La croissance retrouvée

Suite à un exercice 2005 / 2006 en léger repli, Dolphin Intégration a renoué avec la croissance en 2006 / 2007. Le CA du Groupe s'élève à 11,6 M € en augmentation de 15,5 % par rapport à l'exercice précédent (10,0 M €). L'impact de la faiblesse du dollar a été bien géré grâce notamment à une bonne répercussion sur les prix de vente appliqués aux clients. La croissance retrouvée démontre une nouvelle fois la capacité de Dolphin Intégration à sortir des produits innovants répondant aux attentes du marché. De nouveaux produits ont ainsi été lancés comme la nouvelle architecture pour faible consommation à 90 nanomètres destinée aux mémoires RAM RagTime ou la souche pour haute densité à 180 nm destinée aux bibliothèques de cellules SESAME.

➔ Stabilité des Effectifs

La valorisation des produits du Groupe réside dans la capacité d'innovation et dans le savoir faire de ses développeurs. Il est donc intéressant de constater que le taux de rotation des effectifs est de 16,4 % en 2006 / 2007 contre 27,0 % en 2005 / 2006. Il s'agit du taux le plus bas depuis 2001. L'explication provient du faible nombre de développeurs en partance chez des clients : 22 au cours de l'exercice 2006 / 2007 contre 44 lors de l'exercice précédent. Les développeurs semblent de plus en plus concernés par la dynamique des projets de croissance du Groupe.

En ligne avec le souhait des dirigeants d'accroître de façon marquée son activité, le nombre de salariés passe de 146 à 173 au cours de l'exercice 2006 / 2007.

➔ Rentabilité

Le REX ressort à 1 679 K € pour l'exercice 2006 / 2007, en progression de 28,8 % par rapport à l'exercice précédent. La marge d'exploitation augmente de manière plus soutenue que le CA ce qui reflète le bon niveau de prix des produits commercialisés par Dolphin Intégration. Ce niveau de prix reflète, à la différence de ses concurrents directs, le positionnement haut de gamme du Groupe.

Le RN de Dolphin Intégration est en nette augmentation de 934 K€ en 2005 / 2006 à 1 909 K€ en 2006 / 2007. Ce résultat met en exergue d'une part la progression du CA et d'autre part l'augmentation du crédit d'impôt recherche dont a bénéficié le Groupe en 2006 / 2007. Ce dernier s'élève à 869 K € contre seulement 239 K € au cours de l'exercice précédent. La marge nette s'établit donc en 2006 / 2007 à 16,5 % à comparer au 9,3 % de 2005 / 2006.

VALORISATION

Les sociétés retenues dans notre échantillon évoluent dans un environnement proche de celui de DOLPHIN INTEGRATION :

- **Icos Vision**, cotée sur Eurolist B de NYSE Euronext Bruxelles, est le n° 1 mondial de la conception, de la fabrication et de la commercialisation de systèmes et de modules d'inspection destinés aux fabricants de semi-conducteurs et d'assemblages électroniques.
- **Melexis**, cotée sur Eurolist B de NYSE Euronext Bruxelles, est spécialisée dans la conception et la commercialisation de semi-conducteurs destinés principalement aux équipementiers automobiles.
- **Soitec**, cotée sur Eurolist A de NYSE Euronext Paris, est le n° 1 mondial de la production et de la commercialisation de plaques de silicium sur isolant (SOI) destinées à l'industrie des semi-conducteurs.
- **STMmicroelectronics**, cotée sur Eurolist A de NYSE Euronext Paris, figure parmi les leaders mondiaux de la conception, de la production et de la commercialisation de semi-conducteurs.

(Multiples)	VE / CA		VE / REX		PER	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
ICOS VISION	1,92	1,62	9,40	7,82	13,62	10,69
MELEXIS	2,28	2,04	11,12	9,89	12,30	10,64
SOITEC	1,18	0,93	18,54	8,46	26,65	12,91
STMIROELECTRONICS	0,98	0,91	19,76	10,48	27,84	14,03
Moyenne	1,6	1,4	14,7	9,2	20,1	12,1
VE théorique (en M €)	17,6	17,7	24,6	17,2	30,2	20,9
CB théorique : 23,43 M €						
CB théorique après décote de 20 % : 18,74 M € soit 14,67 € par action						

Dans le calcul de la valeur théorique, nous avons appliqué une pondération de 70 % pour les multiples de 2008 et de 30 % pour ceux de 2009. En raison de la taille des sociétés utilisées dans l'échantillon, nous avons appliqué une décote de liquidité de 20 % sur la valeur théorique.

L'échantillon sélectionné fait ressortir une moyenne de 20,1 x le RN 2008 et 12,1 x celui de 2009. En appliquant ces ratios à Dolphin Intégration, nous obtenons une valeur de 14,67 € par action. Aujourd'hui coté à 8,12 € par action, Dolphin Intégration est valorisée moins de 7 x le RN estimé de 2008, nous considérons donc qu'un réajustement en hausse du cours est à envisager.

Dans des marchés boursiers chahutés, nous réitérons notre confiance dans ce dossier et confirmons notre objectif de cours de 12,70 € par action soit un potentiel d'appréciation très sensible.

Flash d'information réalisé par ATOUT CAPITAL EQUITIES sur la base des informations fournies par la société DOLPHIN INTEGRATION et d'informations publiques jugées dignes de foi. Les opinions et estimations sont données à titre indicatif et ne sauraient engager ATOUT CAPITAL EQUITIES en cas d'erreur ou d'omission. Elles sont destinées à des lecteurs avertis et ne constituent en aucun cas des sollicitations à l'investissement. La reproduction de ce document est interdite sans notre accord.

En application du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers et du Code des Sociétés et des Marchés Financiers, ATOUT CAPITAL EQUITIES (détenue majoritairement par ses Associés Gérants, personnes physiques et pour le solde par ATOUT CAPITAL-AC) publie les informations suivantes :

Intérêt personnel de l'analyste

Non

Prestations de conseil

Transfert sur Altemx au mois d'avril 2007
Listing Sponsor

Communication préalable à l'émetteur

Oui