



Ecoslops

Autres énergies / France

Carbone évité, une idée qui prospère

Question de financement - 18/02/2019

Le succès d'Ecoslops en matière de commercialisation de services de traitement des déchets pétroliers prend de l'ampleur avec le financement intégral de sa deuxième unité devant être opérationnelle début 2020.

Actualité

À la veille de la publication de ses résultats 2018, Ecoslops a publié une série de communiqués positifs annonçant notamment :

- une performance commerciale solide en 2018 avec des ventes en progression de 30% de l'unité portugaise (hors ventes à prix coûtant dans le cadre d'un contrat de service public) ;
- un financement important (à hauteur de 18m€) de la BEI pour la construction de la deuxième unité de raffinage à Marseille ;
- une dette nette pratiquement nulle à fin 2018 ;
- le feu vert final des autorités de régulation pour la mise en route du site marseillais ;
- l'abandon d'avances remboursables des fonds européens de développement à hauteur de 3m€ lequel renforcera le bilan d'Ecoslops ;
- la livraison d'un prototype de "mini" unité de traitement, baptisée Mini P2R, actuellement en phase de tests en tant que micro raffinerie de la taille d'un conteneur.

Analyse

Le chiffre d'affaires mentionné pour 2018 (de la première et unique usine à ce jour à Sines, au Portugal) est légèrement inférieur à celui retenu dans notre modèle (à 7,3m€ contre 7,8m€). Pour mémoire, cette déception est moins la conséquence d'une faiblesse des volumes (conformes aux prévisions du groupe à 19 000t) que le reflet de prix de réalisation plus modestes, eux-mêmes aussi volatils que les prix du pétrole brut. Les prix des intrants (slops) dépendant également fortement des cours du brut, la baisse du chiffre d'affaires ne se traduit pas par une dégradation mécanique de la rentabilité. Avant publication des résultats 2018, nous avons choisi de laisser la contribution de Sines inchangée à environ 1,3m€. La principale inconnue porte sur l'augmentation des coûts centraux nécessaire au développement du prototype de "mini" raffinerie.

La nouvelle usine de Marseille ne contribuera pas aux résultats 2019, sa construction, dont le financement est désormais entièrement assuré, ne devant être achevée qu'en fin d'exercice. La montée en puissance/réduction des goulets d'étranglement pour l'unité de Marseille devrait se produire dans le courant du S1 2020 avec, espérons-le, une production proche des pleines capacités au S2.

Financement assuré!

Si la direction avait bon espoir de pouvoir financer la construction de son site marseillais, l'obtention de 18m€ auprès de la BEI (avec des fonds fléchés vers des investissements spécifiques), de 6,5m€ auprès des banques et le non remboursement des financements liés à l'unité portugaise (représentant une économie de 3m€ pour les actionnaires) constitue un véritable exploit. Un financement aussi solide s'explique par le succès sur le front opérationnel de la première unité. Les prêteurs paraissent de fait convaincus que les cash-flows générés suffiront à les rembourser.



Pierre-Yves GAUTHIER

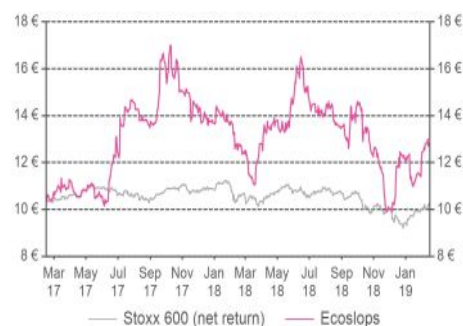
oils@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

AlphaValue a été mandaté par Ecoslops pour la production et la diffusion d'une analyse financière sur Ecoslops.

Achat	Potentiel: 89,5 %
Cours objectif à 6 mois	24,2 €
Cours	12,8 €
Cap. boursière M€	65,8
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	9,90 ▶ 16,5
Bloomberg	ALESA FP Equity
Reuters	ALESA.PA


[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Ecoslops	-0,39 %	15,4 %	8,05 %	1,59 %
Pétrole	2,60 %	6,10 %	2,41 %	16,6 %
STOXX 600	3,04 %	5,23 %	2,93 %	-2,01 %

Dernière maj : 05/10/2018	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
PER ajusté (x)	-37,2	-33,8	ns	24,7
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	1,57
VE/EBITDA(R) (x)	ns	ns	29,6	15,2
BPA ajusté (€)	-0,34	-0,39	0,04	0,52
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	1 127
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,20
Chiffre d'affaires (k€)	6 080	7 800	15 921	26 191
Marge d'EBITDA/R (%)	5,43	-6,88	17,9	27,8
Résultat net pdg (k€)	-1 350	-1 750	204	2 717
ROE (après impôts) (%)	-8,00	-9,72	1,22	15,4
Taux d'endettement (%)	29,0	41,3	77,3	147

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

En l'absence de problème de rodage du site marseillais, Ecoslops pourrait éviter de faire appel à ses actionnaires. Nous avons prévu une augmentation de capital de pratiquement 10m€ en 2019. L'annuler augmenterait le BPA d'environ 17%. Pour le moment, nous conservons l'hypothèse d'une injection de liquidités dans notre modèle et attendons la publication des résultats annuels pour ajuster notre scénario en matière de financement. Nous devrions également tenir compte du fait que la dette nette a été nulle à fin 2018 alors que nous l'attendions à 10m€.

Carbone évité

L'activité d'Ecoslops repose sur une excellente idée : le retraitement des résidus au moyen d'une unité de raffinage ad hoc conçue par la société, avec des implications "environnementales" de plus en plus évidentes pour les investisseurs.

La posture par défaut des observateurs non-spécialistes est que traitant des produits pétroliers, Ecoslops fait partie des valeurs à éviter. Ce point de vue simpliste et erroné fait désormais place à une conclusion plus constructive: Ecoslops permet des économies en termes d'émission de carbone grâce à ses procédés de retraitement efficaces. Son activité permet "d'éviter du carbone" en réduisant le tirage sur les ressources primaires et d'abaisser le coûts des externalités.

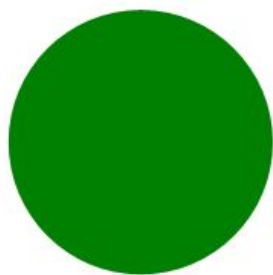
Ecoslops présente une connotation "Greentech" autour d'un modèle économique rentable et doté d'un potentiel de croissance significatif. Il s'agit d'une configuration plutôt rare pour une entreprise créée récemment. Pour mémoire, les slops ne manquent pas quel que soit le secteur considéré. Encore mieux, Ecoslops est rentable dans un environnement authentiquement concurrentiel, étant de fait peu exposé aux changements de règles en matière de subventions et de réglementations. De toute évidence, la société respecte les règles encadrant l'industrie pétrolière sans lesquelles elle ne pourrait pas vendre une partie de sa production aux leaders de l'industrie (Galp et Total).

Les tests en cours du Mini P2R constituent un autre tournant vers les énergies vertes : il s'agit d'une micro raffinerie de la taille d'un conteneur de 20 pieds pouvant être livrée dans n'importe quel endroit où se trouvent des quantités de résidus trop petites pour justifier l'installation d'une unité complète. Cela signifie être en capacité de satisfaire les besoins de marchés situés dans des ports ou des îles, marchés plus petits où le Mini P2R sera en mesure de produire du carburant diesel de qualité suffisante pour alimenter des générateurs d'électricité avec un coût en capital minime. Tous les modèles commerciaux sont envisagés, de la vente pure et simple des unités à leur exploitation pour la production d'électricité.

■ Impact

Selon nous, un scénario optimal peut désormais être envisagé dans lequel le financement par la BEI et les FCF générés par la première unité de production suffiraient à poursuivre le programme d'investissement prévu, à savoir à Marseille et à Anvers, et ce sans faire appel aux actionnaires. Si tout dépend évidemment de la bonne marche du projet marseillais, il s'agit effectivement d'une bonne nouvelle. En outre, la connotation environnementale que présente le titre pourrait justifier une appréciation de ses P/E.

Géographie du chiffre d'affaires



Portugal (100,0 %)

Compte d'exploitation consolidé

		12/17A	12/18E	12/19E
Chiffre d'affaires	k€	6 080	7 800	15 921
Croissance du CA	%	39,3	28,3	104
Variation des coûts de personnel	%	-27,9	6,12	53,8
EBITDA	k€	-331	-537	2 845
Marge d'EBITDA(R)	%	-5,44	-6,88	17,9
Dotations aux amortissements	k€	-1 120	-1 300	-2 000
Résultat opérationnel courant	k€	-1 621	-1 837	845
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-1 621	-1 837	845
Résultat financier net	k€	-118	-665	-1 422
dt serv. des engagts de retraites	k€		0,00	0,00
Éléments except. et autres (avt impôts)	k€	-18,5	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€	408	752	781
Mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	k€	-1 350	-1 750	204
NOPAT	k€	-1 135	-1 286	592

Tableau de financement

EBITDA	k€	-331	-537	2 845
Variation du BFR	k€	-426	-1 081	-1 208
Dividendes reçus des SME	k€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€	0,00	752	781
Éléments exceptionnels	k€	0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	k€	267	-4 899	-5 676
Cash flow d'exploitation total	k€	-490	-5 765	-3 258
Investissements matériels	k€	-471	-2 800	-12 900
Flux d'investissement net	k€	-471	-2 800	-12 900
Charges financières nettes	k€	-118	-665	-1 422
Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	10 471	44,6	9 705
Flux financiers totaux	k€	4 912	15 710	24 306
Variation de la trésorerie	k€	3 951	7 145	8 147
Cash flow disponible (avant div)	k€	-1 079	-9 230	-17 580

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Th	4 382	4 382	5 159
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	3 946	4 452	4 844
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	-0,34	-0,39	0,04
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	25,6 €	40 %	● Neste
Somme des parties	32,6 €	40 %	■ Galp Energia
P/E	6,38 €	5 %	● Saras
VE/Ebitda	1,19 €	5 %	■ Hellenic Petroleum
Cours/Actif net comptable	8,41 €	5 %	● Acciona
Rendement	1,90 €	5 %	
Objectif de cours	24,2 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/17A	12/18E	12/19E
Survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	k€	451	492	492
Immobilisations corporelles	k€	17 034	18 160	29 060
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	k€	19,1	19,1	19,1
BFR	k€	590	1 672	2 880
Autres actifs courants	k€	3 504	3 386	3 386
Actif total (net des engagements CT)	k€	23 726	25 880	37 988
Capitaux propres part du groupe	k€	21 422	14 570	18 803
Quasi-fonds propres et actions de préf.	k€	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	k€	187	0,00	0,00
Total des prov. pr risques et charges	k€	187	0,00	0,00
Charges d'IS	k€	0,00	0,00	0,00
Autres charges	k€	699	705	705
Endettement net / (trésorerie)	k€	1 419	10 605	18 480
Passifs totaux	k€	23 728	25 880	37 988

Capitaux employés

Capitaux investis	k€	18 095	20 343	32 451
-------------------	----	--------	--------	--------

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	-8,00	-9,72	1,22
Rendement des capitaux investis	%	-6,27	-6,32	1,82
Ratio d'endettement	%	29,0	41,3	77,3
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-4,29	-19,8	6,50
Couverture des frais financiers	x	-13,7	-2,76	0,59

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-37,2	-33,8	ns
Rendement du cash flow disponible	%	-1,94	-15,9	-26,7
P/ANC	x	2,60	4,00	3,50
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€	55 735	58 220	65 772
+ Provisions	k€	187	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	1 419	10 605	18 480
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	k€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	k€			
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€			
= Valeur d'entreprise	k€	57 341	68 825	84 252
VE/EBITDA(R)	x	ns	ns	29,6
VE/CA	x	9,43	8,82	5,29

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 05/10/2018.