



# Ecoslops

Autres énergies / France

## Remarquable performance opérationnelle alors que l'EBITDA consolidé passe en territoire positif

Publication Res./CA - 27/09/2019

Une série de bonnes nouvelles accompagne cette publication. Les améliorations techniques apportées à l'usine Sines et une forte augmentation des volumes par rapport à une base exceptionnellement faible au S1 2018 se sont soldés par un premier semestre très réussie en termes de croissance de chiffre d'affaires et par un EBITDA consolidé pour la première fois positif. Soutenues par la poursuite des efforts en matière d'expansion, les perspectives pour Ecoslops à l'horizon des prochaines années sont prometteuses.

### Actualité

- Le chiffre d'affaires du S1 2019 s'est établi à 4,6m€ et a pratiquement doublé par rapport à l'an dernier (2,6m€). La contribution des ventes de produits raffinés a atteint 3,6m€.
- La production totale a été de 13 360t (contre 6 080t au S1 2018). Globalement en ligne avec nos prévisions, la production vendue a atteint 12 000t. En raison de la baisse des cours du Brent (-12%) et des effets de change favorables (+5%), l'ASP/t a diminué de 7%.
- La surperformance marquée s'explique par l'exceptionnelle faiblesse des bases de comparaison, le S1 2018 n'ayant compté que trois mois d'activité réelle alors que l'usine de Sines a été arrêtée entre janvier et mars pour être rénovée.
- L'EBITDA consolidé a atteint 125k€ (contre -710k€ l'an dernier). L'usine de Sines a généré un EBITDA de 800K€.

| Figures in k€           | H1 19 | H1 18   | Var. k€ |
|-------------------------|-------|---------|---------|
| Turnover                | 4,553 | 2,612   | 1,941   |
| Operating Profit        | (526) | (1,350) | 824     |
| Financial Result        | (113) | (164)   | 51      |
| Attributable Net Result | (465) | (1,374) | 909     |
| Group EBITDA            | 125   | (710)   | 835     |

### Analyse

Ecoslops a enregistré de très bonnes performances au S1 2019, fonctionnant désormais à pleine capacité alors que le S1 2018 avait été pénalisé par l'arrêt de l'usine Sines pour y apporter des améliorations techniques. La décision difficile à prendre de sacrifier un trimestre de production pour permettre des modifications autorisant le traitement de slops plus léger s'est à coup sûr avérée payante. L'amélioration du mix produit découlant de l'accès à une gamme plus étendue de slops a permis de faire face à la baisse des cours du Brent et de capitaliser sur la hausse de 129% des volumes. Par conséquent, les ventes de produits raffinés ont atteint 3,6m€ (contre 1,7m€ l'an dernier).

Sur le plan de la rentabilité, les résultats ont été tout aussi impressionnants. A



**Jorge VELANDIA**  
oils@alphavalue.eu  
+33 (0) 1 70 61 10 50  
cs.alphavalue.com

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

| Achat                   | Potentiel: 82,0 %  |
|-------------------------|--------------------|
| Cours objectif à 6 mois | 23,5 €             |
| Cours                   | 12,9 €             |
| Cap. boursière M€       | 56,8               |
| Momentum du cours       | <b>DÉFAVORABLE</b> |
| Extrême 12 mois         | 9,90 ▶ 14,6        |
| Bloomberg               | ALESA FP Equity    |
| Reuters                 | ALESA.PA           |

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



| Performance | 1s      | 1m     | 3m      | 12m     |
|-------------|---------|--------|---------|---------|
| Ecoslops    | 5,31 %  | 8,40 % | 1,18 %  | -8,51 % |
| Pétrole     | -0,67 % | 6,72 % | -4,03 % | -8,35 % |
| STOXX 600   | -0,47 % | 4,37 % | 2,03 %  | 1,28 %  |

| Dernière maj : 26/09/2019 | 12/18A | 12/19E | 12/20E | 12/21E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| PER ajusté (x)            | -35,7  | ns     | -31,8  | 28,4   |
| Rendement net (%)         | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 1,55   |
| VE/EBITDA(R) (x)          | ns     | ns     | 46,6   | 14,4   |
| BPA ajusté (€)            | -0,35  | -0,21  | -0,41  | 0,45   |
| Croissance des BPA (%)    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| Dividende net (€)         | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,20   |
| Chiffre d'affaires (k€)   | 7 449  | 10 454 | 15 745 | 35 308 |
| Marge d'EBITDA/R (%)      | -5,10  | 2,66   | 11,0   | 21,0   |
| Résultat net pdg (k€)     | -1 548 | -940   | -1 785 | 2 006  |
| ROE (après impôts) (%)    | -7,06  | -4,28  | -7,49  | 7,41   |
| Taux d'endettement (%)    | 9,81   | 47,9   | 79,4   | 106    |

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

125k€, l'EBITDA du groupe a été pour la première fois positif, un exploit permis par la génération d'un EBITDA de 0,8m€ par l'usine Sines couvrant les coûts de la structure. Le contraste est marqué par rapport à la perte de 710k€ rapportée l'an dernier et reflète les améliorations apportées à l'unité Sines sur le plan opérationnel ; un savoir-faire qui sera certainement mis à profit une fois l'unité de raffinage de Marseille en ligne au sein du complexe Total de La Mède.

La vision à long terme de la direction est maintenue, avec des investissements importants dans le projet marseillais entraînant une perte d'exploitation à l'échelle globale. Cette dernière n'est toutefois que secondaire. En effet, la croissance potentielle une fois le deuxième site d'une capacité annuelle de 30 000t en ligne fera plus que compenser les pertes à court terme. La mise en service de l'unité marseillaise est désormais prévue pour mi-2020, l'assemblage de l'unité de raffinage P2R devant intervenir dans le courant du S1 2020. Les 3,8m€ d'investissements au S1 se retrouvent au niveau de la dette nette du groupe, à 2,8m€ (contre une trésorerie nette positive de 42k€ fin 2018). De plus, la robustesse du financement encore disponible, dont 18m€ encore à tirer auprès de la BEI, témoigne de la confiance des investisseurs dans les capacités d'Ecoslops à enchaîner les succès sur le plan opérationnel.

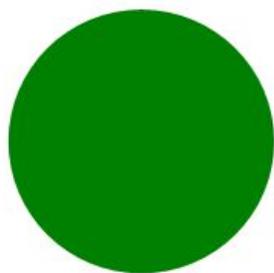
### **Concernant les efforts sur la croissance future**

Le projet d'Anvers est actuellement en phase d'études réglementaires. Les autorités belges présenteront leurs conclusions d'ici fin 2019. Alors qu'elles semblent très intéressées par la solution apportées par Ecoslops (et ses retombées écologiques), les autorisations administratives pourraient être obtenues plus rapidement, permettant une mise en service et une exploitation en 2021. En ce qui concerne le concept de raffinerie de taille réduite (baptisée Mini-P2R), le programme pilote sur le site Sines s'est conclu avec succès. Les discussions avec les partenaires intéressées ont commencé avec l'objectif de signer les premiers contrats au S2. Enfin, le projet du canal de Suez est encore dans ses premières phases. Les études de faisabilité préliminaires seront présentées aux autorités égyptiennes d'ici fin 2019.

### **■ Impact**

Compte tenu de ces bons résultats, nous ne réviserons qu'à la marge nos estimations, et ce principalement pour tenir compte du report de la mise en service de l'unité marseillaise (que nous attendions au T1 2020). Les résultats du S1 étant en ligne avec nos attentes déjà optimistes, nous ne comptons pas modifier nos prévisions en termes de chiffre d'affaires ou de rentabilité. La valorisation d'Ecoslops devrait rester attrayante, soutenue par les bonnes performances du groupe au niveau de l'opérationnel et un portefeuille de projets permettant de tirer profit de la transition vers l'économie circulaire et hors du carbone.

## Géographie du chiffre d'affaires



Portugal (100,0 %)

## Compte d'exploitation consolidé

|   |           | 12/18A        | 12/19E      | 12/20E        |
|---|-----------|---------------|-------------|---------------|
| Chiffre d'affaires                      | k€        | 7 449         | 10 454      | 15 745        |
| Croissance du CA                        | %         | 22,5          | 40,3        | 50,6          |
| Variation des coûts de personnel        | %         | -4,42         | 4,08        | 49,0          |
| EBITDA                                  | k€        | -380          | 278         | 1 736         |
| <b>Marge d'EBITDA(R)</b>                | <b>%</b>  | <b>-5,10</b>  | <b>2,66</b> | <b>11,0</b>   |
| Dotations aux amortissements            | k€        | -1 205        | -1 249      | -2 956        |
| Résultat opérationnel courant           | k€        | -1 623        | -972        | -1 220        |
| <b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>   | <b>k€</b> | <b>-1 623</b> | <b>-972</b> | <b>-1 220</b> |
| Résultat financier net                  | k€        | -290          | -637        | -1 234        |
| dt serv. des engagts de retraites       | k€        |               | 0,00        | 0,00          |
| Éléments except. et autres (avt impôts) | k€        | 36,0          | 0,00        | 0,00          |
| Impôts sur les sociétés                 | k€        | 330           | 668         | 668           |
| Mises en équivalence                    | k€        | 0,00          | 0,00        | 0,00          |
| Intérêts minoritaires                   | k€        | 0,00          | 0,00        | 0,00          |
| <b>Résultat net ajusté, pdg</b>         | <b>k€</b> | <b>-1 548</b> | <b>-940</b> | <b>-1 785</b> |
| NOPAT                                   | k€        | -1 136        | -680        | -854          |

## Tableau de financement

|   |           | 12/18A        | 12/19E         | 12/20E         |
|---|-----------|---------------|----------------|----------------|
| EBITDA                                  | k€        | -380          | 278            | 1 736          |
| Variation du BFR                        | k€        | -906          | -226           | -1 256         |
| Dividendes reçus des SME                | k€        | 0,00          | 0,00           | 0,00           |
| Impôt payé                              | k€        | 0,00          | 668            | 668            |
| Éléments exceptionnels                  | k€        | 0,00          | 0,00           | 0,00           |
| Autres cash flow d'exploitation         | k€        | 8,07          | 106            | 0,00           |
| Cash flow d'exploitation total          | k€        | -1 278        | 827            | 1 149          |
| Investissements matériels               | k€        | -2 672        | -14 922        | -12 372        |
| Flux d'investissement net               | k€        | -2 672        | -14 922        | -12 372        |
| Charges financières nettes              | k€        | -290          | -637           | -1 234         |
| 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€        | 176           | 35,1           | 6 335          |
| Flux financiers totaux                  | k€        | 340           | 9 113          | 25 467         |
| Variation de la trésorerie              | k€        | -3 609        | -4 982         | 14 244         |
| <b>Cash flow disponible (avant div)</b> | <b>k€</b> | <b>-4 240</b> | <b>-14 732</b> | <b>-12 456</b> |

## Données par action

|   |          | 12/18A       | 12/19E       | 12/20E       |
|---|----------|--------------|--------------|--------------|
| Nbre d'actions net de l'autocontrôle          | Th       | 4 400        | 4 403        | 4 409        |
| Nombre d'actions dilué (moyen)                | Th       | 4 426        | 4 402        | 4 406        |
| <b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b> | <b>€</b> | <b>-0,35</b> | <b>-0,21</b> | <b>-0,41</b> |
| Actif net réévalué par action                 | €        |              |              |              |
| <b>Dividende net par action</b>               | <b>€</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  |

## Valorisation

| Méthodes                  | Valeur | Poids | Principaux comparables |
|---------------------------|--------|-------|------------------------|
| DCF                       | 19,7 € | 40 %  | ■ Neste                |
| Somme des parties         | 36,5 € | 40 %  | ■ Galp Energia         |
| P/E                       | 6,45 € | 5 %   | ■ Saras                |
| VE/Ebitda                 | 0,00 € | 5 %   | ■ Hellenic Petroleum   |
| Cours/Actif net comptable | 13,2 € | 5 %   | ■ Acciona              |
| Rendement                 | 0,00 € | 5 %   |                        |
| Objectif de cours         | 23,5 € | 100 % |                        |

Calcul NAV/SOTP

## Bilan

|   |           | 12/18A        | 12/19E        | 12/20E        |
|---|-----------|---------------|---------------|---------------|
| Survaleurs                              | k€        | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| Total actif incorporel                  | k€        | 372           | 372           | 372           |
| Immobilisations corporelles             | k€        | 18 479        | 32 207        | 41 623        |
| Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)   | k€        | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| BFR                                     | k€        | 1 371         | 1 597         | 2 853         |
| Autres actifs courants                  | k€        | 3 701         | 3 701         | 3 701         |
| Actif total (net des engagements CT)    | k€        | 26 176        | 40 129        | 50 801        |
| <b>Capitaux propres part du groupe</b>  | <b>k€</b> | <b>22 418</b> | <b>21 561</b> | <b>26 111</b> |
| 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€        | 135           | 187           | 187           |
| Total des prov. pr risques et charges   | k€        | 135           | 187           | 187           |
| Charges d'IS                            | k€        | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| Autres charges                          | k€        | 643           | 705           | 705           |
| <b>Endettement net / (trésorerie)</b>   | <b>k€</b> | <b>2 980</b>  | <b>17 677</b> | <b>23 798</b> |
| Passifs totaux                          | k€        | 26 176        | 40 129        | 50 801        |

## Capitaux employés

|                   |    | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|-------------------|----|--------|--------|--------|
| Capitaux investis | k€ | 20 223 | 34 176 | 44 847 |

## Ratios de profits & risques

|                                 |          | 12/18A       | 12/19E       | 12/20E       |
|---------------------------------|----------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ROE (après impôts)</b>       | <b>%</b> | <b>-7,06</b> | <b>-4,28</b> | <b>-7,49</b> |
| Rendement des capitaux investis | %        | -5,62        | -1,99        | -1,90        |
| <b>Ratio d'endettement</b>      | <b>%</b> | <b>9,81</b>  | <b>47,9</b>  | <b>79,4</b>  |
| Dette nette ajustée/EBITDA(R)   | x        | -7,84        | 63,6         | 13,7         |
| Couverture des frais financiers | x        | -5,59        | -1,53        | -0,99        |

## Ratios de valorisation

|                                   |          | 12/18A       | 12/19E      | 12/20E       |
|-----------------------------------|----------|--------------|-------------|--------------|
| <b>PER ajusté</b>                 | <b>x</b> | <b>-35,7</b> | <b>ns</b>   | <b>-31,8</b> |
| Rendement du cash flow disponible | %        | -7,72        | -25,9       | -21,9        |
| P/ANC                             | x        | 2,45         | 2,63        | 2,18         |
| <b>Rendement du dividende</b>     | <b>%</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b> | <b>0,00</b>  |

## Valeur d'entreprise

|  |          | 12/18A    | 12/19E    | 12/20E      |
|--|----------|-----------|-----------|-------------|
| Capitalisation boursière               | k€       | 54 928    | 56 796    | 56 874      |
| + Provisions                           | k€       | 135       | 187       | 187         |
| + Pertes/(gains) actuar. non reconnus  | k€       | 0,00      | 0,00      | 0,00        |
| + Dette nette fin d'année              | k€       | 2 980     | 17 677    | 23 798      |
| + 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€       | 58 042    | 74 659    | 80 859      |
| <b>VE/EBITDA(R)</b>                    | <b>x</b> | <b>ns</b> | <b>ns</b> | <b>46,6</b> |
| VE/CA                                  | x        | 7,79      | 7,14      | 5,14        |

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 26/09/2019.