



Ecoslops

Autres énergies / France

Affirmation d'un business model

Publication Res./CA - 09/04/2019

Ecoslops a publié de solides résultats annuels 2018, marqués par une croissance de 23% du chiffre d'affaires, malgré seulement 9 mois d'activité réelle, l'usine de Sines ayant subi des modifications entre janvier et mars pour permettre le traitement des résidus à bas point d'éclair. Compte tenu du crédit de 18m€ accordé récemment par la BEI, du bon déroulement de la construction en cours du projet marseillais et de la prise de participation de Total dans Ecoslops Provence, il devrait être désormais plus facile pour Ecoslops d'atteindre son objectif de faire entrer le pétrole dans l'économie circulaire.

Actualité

*Le chiffre d'affaires a atteint 7,5m€ en 2018 (+23% yoy) pour une production totale de 19 000t. Cette croissance découle principalement d'une amélioration du mix-produit et du niveau plus favorable des prix du pétrole.

*L'EBITDA généré à partir de sa seule usine actuellement en état de marche s'est élevé à 1,5m€, en hausse de +7% yoy malgré l'arrêt de production de 3 mois. Au niveau de l'ensemble du groupe, l'EBITDA est resté stable (-0,38m€ vs -0,35m€ en 2017).

*En termes de résultat net, le groupe a réalisé une perte de -1.5m€ en 2018 (contre -1.35m€ en 2017). Les charges financières ont augmenté de 0,2m€ en raison des intérêts supportés liés au prêt accordé par l'IAPMEI (Agence portugaise pour la compétitivité et l'innovation).

- Les besoins en fonds de roulement ont fortement progressé (+1,2m€), en raison d'une base sensiblement inférieure en 2017, la société ayant alors vidé ses stocks pour se préparer à l'arrêt de la production à l'usine de Sines.
- L'augmentation des besoins en fonds de roulement a contribué à la moindre génération de flux de trésorerie en 2018; Néanmoins, au cours de la période, la filiale portugaise a dégagé un cash-flow positif (0,26m€ contre -0,35m€ pour l'ensemble du groupe). A fin 2018, la trésorerie nette avoisinait 8m€.
- Le bilan sera encore renforcé suite à l'arrivée vers mi-2019 d'une première tranche de 10 millions d'euros sur le prêt total de 18 millions d'euros accordé par la BEI, ce qui donnera à l'entreprise une marge de manœuvre plus que suffisante pour financer ses nouveaux projets.

Analyse

La décision courageuse prise par Ecoslops de stopper la production de sa seule usine pendant trois mois afin de procéder à des modifications permettant au site de traiter des résidus plus légers a certainement porté ses fruits : 25% de l'augmentation de 50% de l'ASP/t provenant de l'amélioration du mix-produit découlant des modifications apportées à l'usine de Sines. Le groupe est de fait parvenu à générer une forte croissance de son chiffre d'affaires en seulement 9 mois d'activité effective, laissant entrevoir de bonnes perspectives en termes de rentabilité future et de transition vers des produits de meilleure qualité (et, par conséquent, une meilleure commercialisation).

L'unité de raffinerie en construction dans le complexe de Total à La Mède s'inscrit dans cette même logique. Le savoir-faire et les enseignements tirés du



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: 71,7 %
Cours objectif à 6 mois	24,3 €
Cours	14,2 €
Cap. boursière M€	73,0
Momentum du cours	FORT
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	4,04 %	1,43 %	14,6 %	4,04 %
Pétrole	2,48 %	6,14 %	9,97 %	14,6 %
STOXX 600	1,00 %	4,57 %	12,0 %	3,39 %

Dernière maj : 05/10/2018	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
PER ajusté (x)	-37,2	-33,8	ns	27,4
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	1,41
VE/EBITDA(R) (x)	ns	ns	32,1	16,2
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](#)

développement et de l'exploitation de l'usine de Sines devraient se traduire par la création d'un deuxième site plus sophistiqué. Ainsi, l'accord consistant à assurer l'approvisionnement de Total en naphtha ne pourrait pas être respecté sans le traitement des résidus à bas point d'éclair. Dans le même ordre d'idées, la gamme de produits issus de l'usine de Sines s'est également améliorée (avec une augmentation de 10% de la quantité de gazole livrée à GALP entre 2016 et 2018), générant des ASP plus élevés et une meilleure rentabilité. Ecoslops s'attend maintenant à une marge d'EBITDA de 25% (hors concessions), ce qui n'aurait pas pu être le cas il y a un an ou deux.

L'approbation récente par la BEI d'un crédit de 18m€ a également conforté la crédibilité du modèle économique d'Ecoslops et de sa proposition de valeur pour les géants pétroliers et les autres industriels qui s'efforcent actuellement de réduire leurs émissions de carbone scope 3. La récente prise de participation de Total (25%) dans le projet de Marseille témoigne de l'intérêt de l'industrie pétrolière pour le paradigme carbone "évitée"/économie circulaire.

Au niveau des charges, la gestion diligente des coûts de personnel en France et au Portugal a permis de réduire les frais d'exploitation malgré une augmentation substantielle des achats de matières premières, la société constituant des stocks pour faire face à l'augmentation de son activité. À l'usine de Marseille, une plus grande automatisation améliorera la productivité de la main d'oeuvre et permettra de rationaliser les coûts de personnel, en ligne avec la politique de maîtrise des coûts prônée par la direction. En ce qui concerne les matières premières, la deuxième unité d'Ecoslops s'appuiera sur des résidus provenant de sources terrestres. Si les prix de ces derniers seront plus élevés, étant de meilleure qualité, ils devraient être compensés par des coûts de transport plus abordables (avantage du camion par rapport aux bateaux à Sines).

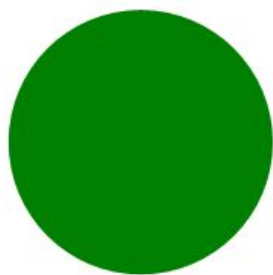
Le renforcement de la croissance future reste au premier rang des priorités à Anvers, l'objectif étant d'entamer les études techniques au S2 2019, une fois que les autorisations requises auront été accordées. Contrairement à leurs homologues françaises, les autorités belges font preuve de plus d'enthousiasme vis-à-vis de la solution à base de technologies propres apportée par Ecoslops. Nous pouvons donc nous attendre à ce que l'octroi plus rapide des autorisations administratives permette la mise en route effective de l'installation d'ici 2021, une fois les études terminées. Alors que les études de faisabilité d'une troisième unité de raffinage potentielle sur le canal de Suez aboutissent à un verdict, la société poursuit le développement de son concept de raffinerie de taille réduite (baptisée Mini-P2R), et prévoit d'identifier un client pour des tests sur le premier prototype programmés pour le S2 2019.

Comme évoqué dans de précédentes publications, le marché potentiel de cette raffinerie flexible contenue dans un conteneur, ainsi que les différents business models susceptibles de lui être associés se présentent comme une occasion unique en termes d'expansion pour Ecoslops. Les tests de ce premier prototype au sein des installations d'un véritable client permettront de confirmer la viabilité de ce axe de croissance potentiel, ce que nous allons certainement surveiller de près au S2 2019.

■ Impact

La mise en route plus tardive que prévu du projet de Marseille (retards dans l'obtention des approbations administratives nécessaires) contribuera à la révision en baisse de nos perspectives à court terme. Malgré cela, la valorisation devrait rester attrayante, renforcée par une réputation plus avantageuse en termes d'exécution du projet et de rentabilité attendue.

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. surval. 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	7,08 €	5 %	● Saras
VE/Ebitda	2,01 €	5 %	■ Hellenic Petroleum
Cours/Actif net comptable	8,71 €	5 %	● Acciona
Rendement	2,57 €	5 %	
Objectif de cours	24,3 €	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	-24,1
P/ANC	x	2,60	4,00	3,88
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€	55 735	58 220	72 994
+ 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	91 474
VE/EBITDA(R)	x	ns	ns	32,1
VE/CA	x	9,43	8,82	5,75

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