

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Ecoslops

Le traitement écologiquement viable des résidus pétroliers

Opinion	Achat
Potentiel de hausse (%)	91,0
Cours (€)	12,25
Objectif de cours (€)	23,4
Bloomberg Code	ALESA FP
Capitalisation boursière (M€)	54,0
Enterprise Value (k€)	77 993
Momentum	FORT
Gouvernance	3,7/10
Credit Risk	C

Research Analysts

Jorge Velandia
+33 (0) 1 70 61 10 50
oils@alphavalue.eu



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non

POUR

- A partir de mini raffineries de sa conception, Ecoslops met en œuvre une technologie innovante de traitement des résidus pétroliers (slops) efficace, protectrice de l'environnement et surtout rentable.
- Deux ans après son lancement, la première centrale portugaise est une réussite se traduisant par une génération importante de FCF et encourageant la construction de nouvelles unités comparables (en cours pour Marseille et Anvers).
- Une micro unité de traitement de la taille d'un conteneur EVP testée en 2018 ouvrira de nouveaux débouchés importants.

CONTRE

- Ecoslops reste une entreprise jeune ayant encore besoin de renforcer ses fonds propres même si elle peut espérer s'appuyer sur du projet financing à terme
- Le business model pour les micro unités de traitement reste à préciser
- Les bénéfices environnementaux d'Ecoslops sont évidents mais difficiles à exprimer selon les mesures traditionnelles centrées sur les émissions carbone

Chiffres Clés	12/17A	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	-43,0	-35,7	ns	-30,2	26,9
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	1,63
VE/EBITDA(R) (x)	ns	ns	ns	44,9	14,0
BPA ajusté (€)	-0,34	-0,35	-0,21	-0,41	0,45
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20
Chiffre d'affaires (k€)	6 080	7 449	10 454	15 745	35 308
Marge d'EBITDA/R (%)	-5,43	-5,10	2,66	11,0	21,0
Résultat net pdg (k€)	-1 350	-1 548	-940	-1 785	2 006
ROE (après impôts) (%)	-8,00	-7,06	-4,28	-7,49	7,41
Taux d'endettement (%)	29,0	9,81	47,9	79,4	106

Detailed financials at the end of this report

Key Ratios

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté	x	-35,7	ns	-30,2	26,9
VE/EBITDA	x	ns	ns	44,9	14,0
P/ANC	x	2,45	2,63	2,07	1,93
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	1,63
Rendement du cash flow libre	%	-7,72	-26,0	-23,1	-21,8
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-7,06	-4,28	-7,49	7,41
Rendement des capitaux investis	%	-5,62	-1,99	-1,90	3,68
Dette nette/EBITDA	x	-7,84	63,6	13,7	4,81

Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	k€	7 449	10 454	15 745	35 308
EBITDA	k€	-380	278	1 736	7 424
Résultat opérationnel courant	k€	-1 623	-972	-1 220	3 079
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-1 623	-972	-1 220	3 079
Résultat financier net	k€	-290	-637	-1 234	-1 335
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-1 914	-1 609	-2 454	1 744
Impôts sur les sociétés	k€	330	668	668	262
Résultat net pdg	k€	-1 548	-940	-1 785	2 006
Résultat net ajusté, pdg	k€	-1 548	-940	-1 785	2 006

Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Cash flows d'exploitation total	k€	-1 278	827	1 149	4 384
Investissements matériels	k€	-2 672	-14 922	-12 372	-14 822
Flux d'investissement net	k€	-2 672	-14 922	-12 372	-14 822
Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	-200
Augmentation de capital	k€	176	35,1	6 335	94,5
Flux financiers totaux	k€	340	9 113	25 467	565
Variation de la dette nette	k€	-4 271	-14 697	-6 121	-11 878
Cash flow disponible (avant div)	k€	-4 240	-14 732	-12 456	-11 773

Bilan

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	k€	372	372	372	372
Immobilisations corporelles	k€	18 479	32 207	41 623	52 100
BFR	k€	1 371	1 597	2 853	6 155
Actif total (net des engagements CT)	k€	26 176	40 129	50 801	64 580
Capitaux propres part du groupe	k€	22 418	21 561	26 111	28 012
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	2 980	17 677	23 798	35 676
Passifs totaux	k€	26 176	40 129	50 801	64 580

Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,35	-0,21	-0,41	0,45
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,20
Cash flow libre par action	€	-0,96	-3,35	-2,83	-2,67
Actif net comptable par action	€	5,09	4,90	5,92	6,34
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	4 426	4 402	4 406	4 412

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	13
Valorisation.....	16
DCF.....	18
Actif net	19
Dette.....	20
A Savoir.....	22
Gouvernance & Mgt.....	23
Staff & Pension matters.....	25
Mises à jour.....	26
Objectif de cours & Opinion.....	29
Graphiques.....	30
Comptes.....	33
Méthodologie.....	40

Activités et tendances

Ecoslops met en œuvre une technologie innovante permettant de traiter les résidus pétroliers d'origine maritime (slops et sludges) pour les transformer en carburants.

Techniquement un raffiner, Ecoslops assure par la nature même de ses procédés une réduction des déchets pétroliers et une réduction des émissions carbonées. C'est le paradoxe du « business model ».

Ecoslops a construit la première unité mondiale de traitement (dotée d'une capacité de plus de 30k tonnes de fraction hydrocarburée) à Sinès, au Portugal.

Compte tenu des bonnes performances opérationnelles de Sines, Ecoslops a amélioré ses procédés de raffinage. Toutes choses étant égales par ailleurs en termes de prix et de capacités, Marseille La Mède devrait générer un EBITDA supérieur de 30% à celui de Sines. Les performances des prochaines centrales futures devraient être même encore supérieures.

Le recyclage des résidus pétroliers (colonne P2R) : la particularité du groupe réside dans la technologie innovante qu'il utilise pour transformer les résidus pétroliers au sein d'une usine de traitement de taille plus réduite que la majorité des autres raffineries. Associé à un procédé ad hoc, la colonne P2R assure le retraitement des slops.

+1) Le marché des slops

1.a. Définition des slops

- les sludges : il s'agit des résidus générés par la purification des carburants dans les salles des machines (composés à 80% d'hydrocarbures) ;
- les eaux de cale polluées (« les bilge water ») : composées de fuel, d'eau de mer, d'eau douce, d'eau de refroidissement, des fuites d'huile et des huiles de lubrification (composées à 10% d'hydrocarbures) ;
- les slops : ils désignent les eaux de ballast sales utilisées par les navires pour améliorer leur stabilité à vide ou pour corriger un défaut d'assiette à faible charge et, par extension, les eaux de nettoyage des citernes (composés à 20% d'hydrocarbures). En outre, les raffineries et les pipelines génèrent également des slops. Ces déchets chargés en résidus et métaux lourds posent d'importants problèmes environnementaux.

La flotte mondiale génère plus de 100m de tonnes de résidus d'hydrocarbures. L'interdiction de leur rejet en mer notamment par la Convention internationale MARPOL 73/78 a conduit à la mise en place obligatoire d'une collecte de ces déchets dans les ports. Néanmoins, de nombreuses infrastructures portuaires ne sont pas en conformité et restent à équiper. Les « slops » collectés sont le plus souvent revendus pour incinération et faiblement valorisés (par exemple à des cimenteries ou des aciéries).

Ecoslops commence par séparer l'eau des sédiments et des hydrocarbures. L'eau est alors retraitée de manière conventionnelle, puis est rejetée. Les hydrocarbures sont quant à eux distillés sous vide et à très haute température : le procédé génère environ 65% de carburants (comme à Sines) et 35% de bitume léger.

A steady growth in the availability of Slops

- Steady growth of global maritime traffic: TMVA 1997-2017e = +3 % / +4 %
Vessels use heavy fuel oil (70% of fuel) or distillates (Marine Diesel Oil/Marine Gas Oil) - more expensive

Vessels produce residues rich in hydrocarbons : 100+ MT/year



Source : société

1.b. Slops, produits et prix du pétrole

Les collecteurs de slops dans les ports décantent les résidus et revendent une portion des déchets hydrocarbonés comme carburant à des clients tels que des cimenteries et des aciéries. La faiblesse des prix du pétrole a toutefois incité les utilisateurs à ne plus consommer que du fioul "vierge" (sans sédiments, soufre...), abaissant les coûts de traitement de la pollution et améliorant de fait l'efficacité globale des procédés.

Les collecteurs ne trouvant plus leurs débouchés physiques habituels, les stocks de slops augmentent dans les ports jusqu'à tester les limites des infrastructures, aussi les tarifs de collecte explosent.

Avec un degré de sensibilité variant en fonction du niveau des prix, la relation entre les prix des slops et ceux du pétrole n'est pas linéaire. Lorsque le pétrole brut est cher (disons lorsque le prix du Brent est supérieur à 80\$/baril), l'intérêt des cimenteries et des aciéries pour les slops augmente, le coût de traitement de la pollution qu'ils génèrent étant plus que compensé par les économies réalisées par rapport aux énergies plus propres et plus coûteuses (principalement les produits pétroliers raffinés). La corrélation entre les prix des slops et ceux du pétrole est alors plus marquée.

Lorsque le pétrole est meilleur marché (par exemple à 45 \$/bbl), les carburants de remplacement deviennent alors plus avantageux pour les industries fortement consommatrices d'énergie. Conséquence de la raréfaction des projets économiquement viables, les stocks de slops ont alors tendance à s'accumuler. Les slops n'étant plus perçus comme une alternative aux produits raffinés, leur prix s'affranchit de sa dépendance au cours du pétrole brut pour ne plus refléter que les coûts de collecte et de traitement.

Il existe alors un point d'inflexion à partir duquel les acheteurs traditionnels de slops deviennent vendeurs.

1.c. Cadre réglementaire

La convention MARPOL 73/78

La gestion des déchets générés par le transport maritime est encadrée par la Convention internationale MARPOL 73/78. Mise en place par l'IMO (International Maritime Organization), cette dernière est la référence internationale en termes de réglementation maritime environnementale. Elle a été ratifiée par l'ensemble des pays contribuant de manière significative au transport maritime mondial ce qui oblige tout navire à la respecter.

Elle limite les rejets des navires en mer. Le surplus doit être déposé dans des installations de réception portuaires. Une redevance est perçue en contrepartie par les autorités portuaires. La Convention ne concerne que le déchargement des déchets dans les ports et la limitation des rejets dans l'environnement; elle n'encadre pas de ce fait les opérations de traitement ou de recyclage des déchets à terre.

A l'échelle mondiale, les installations de réception portuaires adéquates pour les déchets d'exploitation et les résidus de cargaison des navires sont encore insuffisantes. Il convient donc de fournir aux navires des moyens de réception de leurs déchets à terre, en veillant à ce que les conditions d'utilisation de ces installations ne soient pas dissuasives (que ce soit pour des raisons pratiques ou économiques). Le recyclage des déchets une fois débarqués reste un vrai problème pour les autorités portuaires avec la nécessité de trouver des prestataires compétents capables de recycler de manière responsable et économiquement viable ces déchets hydrocarbonés. Ecoslops fournit ainsi une réponse complète aux autorités portuaires en leur permettant de respecter les contraintes imposées par la Convention MARPOL mais aussi en recyclant les déchets à terre.

Directive n°59/2000 de l'Union européenne

L'Union Européenne est la région la plus en avance sur l'intégration des normes de MARPOL : la politique de l'UE repose sur la Directive n°59/2000 qui concerne la politique portuaire de gestion des déchets. L'EMSA (European Maritime Safety Agency) a été mise en place pour lutter activement contre les rejets sauvages de déchets en mer. La Directive concerne tous les ports de l'UE et tous les navires, quel que soit leur pavillon, faisant escale dans un port de l'UE. Les ports ont l'obligation de fournir des installations ad hoc eu égard à l'importance du port, à la catégorie de navires et au type de déchets déposés afin de ne pas causer de retard anormal au navire qui dépose, sous peine d'indemnisation.

La Convention de Bâle et le règlement CE n°1013/2006

Les déchets hydrocarbonés relèvent du processus de notification décrit dans le règlement, en tant que « déchets dangereux destinés à être valorisés ». Pour transporter et importer des slops dans ses unités, Ecoslops devra ainsi se conformer à un certain nombre de formalités.

1.d. Les acteurs des différents secteurs

Ecoslops opère sur deux marchés différents :

- la collecte de déchets hydrocarbonés, qui est encore majoritairement un marché local. Ecoslops pourrait intervenir dans certains ports (comme à Sines, Marseille et Anvers à partir de 2020). En dehors des grands ports mondiaux, il s'agit pour une majorité des intervenants de type PME qui exploitent dans un seul port. Elles sont en relation avec une usine de traitement chargée des déchets en aval de la collecte. Les moyens mis en œuvre sont relativement basiques et à faible valeur ajoutée : capacité de pompage via des camions ou des barges, capacités de stockage et de décantation.
- Le traitement des déchets hydrocarbonés, qui est également hétérogène. Les acteurs spécialistes du traitement des déchets industriels sont des intervenants importants. L'activité « déchets hydrocarbonés maritimes » ne représente pour eux

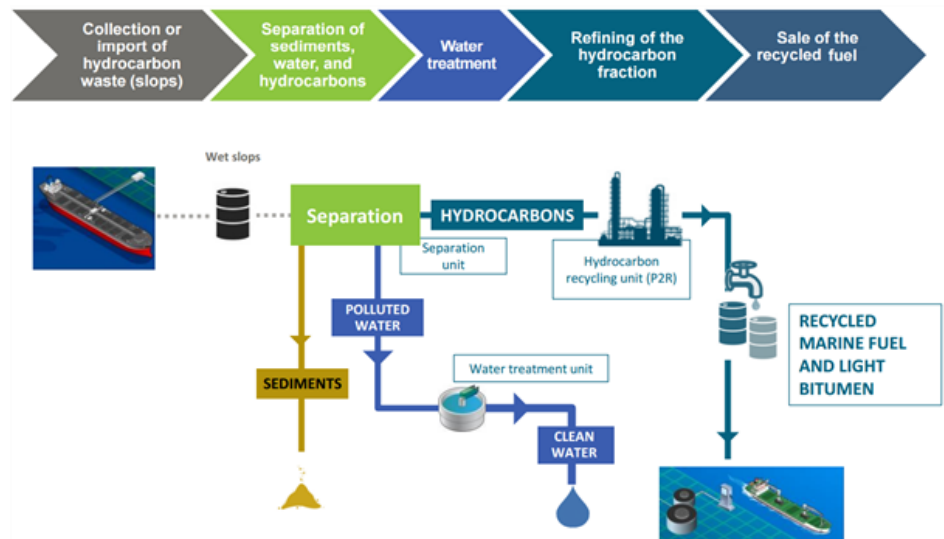
qu'une activité secondaire, voire marginale : Véolia, Urbaser, Tradebe, Avista Oil AG, WOS. S'il existe également des acteurs spécialisés dans les activités maritimes (Singapore Cleanseas, Nature Group, Gulf Environment Fze...), leur vocation est rarement internationale. En 2017, Ecoslops a annoncé sa volonté d'augmenter la part des déchets pétroliers d'origine terrestre en raison de leur meilleure qualité et de leur légèreté ((point d'éclair inférieur).

Les technologies utilisées restent dans l'ensemble simples (décantation et centrifugation pour l'essentiel) et aucun acteur ne commercialise des carburants marins recyclés. Les résidus d'hydrocarbures sont pour l'essentiel revendus comme combustible à des industries ayant d'importants besoins en énergie telles que les cimenteries.

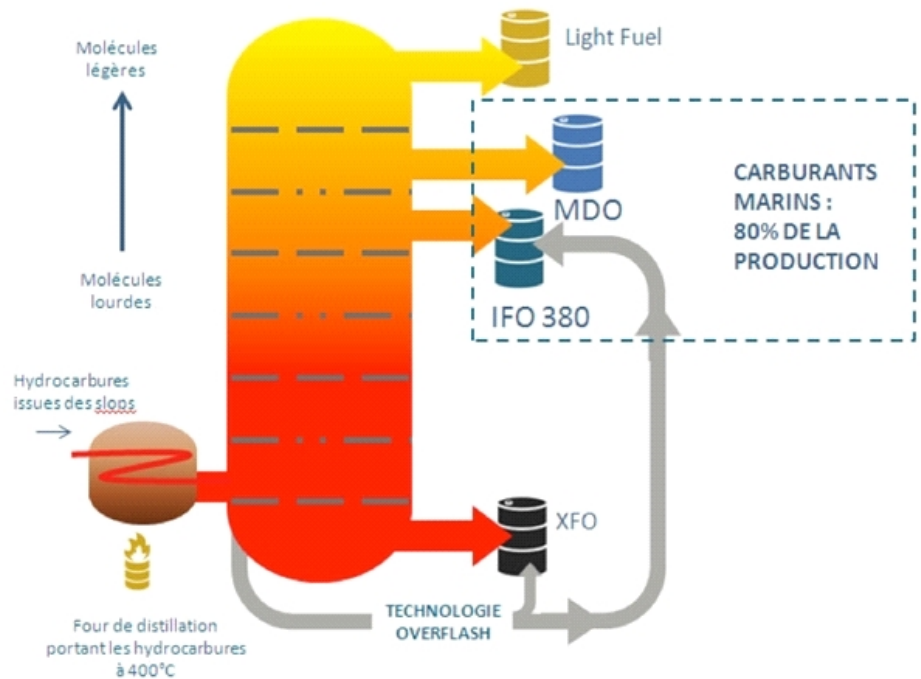
+2) La colonne P2R et l'éventail de produits

Ecoslops a pour vocation de collecter et recycler les résidus et mélanges hydrocarbonés marins en séparant tout d'abord l'eau, les sédiments et les hydrocarbures. L'eau est recyclée avant d'être rejetée en milieu naturel tandis que la partie hydrocarbonée est traitée dans une unité spécifique. Ces résidus sont alors raffinés pour en extraire du carburant.

Ecoslops met en œuvre une unité de retraitement des résidus hydrocarbonés unique sur le marché. A ce jour, aucun autre acteur ne dispose d'une technologie capable de raffiner ces résidus pour en extraire du carburant marin prêt à l'emploi. La technologie P2R est au cœur de l'innovation apportée par Ecoslops.



Source : société



Source : société

Cette colonne de distillation P2R est constituée à partir d'éléments standards mais construite et mise en œuvre selon une ingénierie propre et exclusive. L'éventail de produits extraits dépend de la matière première (c.-à-d. de la composition du résidu traité). Dans notre exemple, il se compose principalement de :

- du Light Fuel Oil qui va être utilisé pour les besoins propres du fonctionnement de l'unité (à hauteur d'environ 10% à Sines);
- du diesel destiné à être vendu (environ 35%); – de l'Intermediate Fuel Oil (principalement IFO 180) destiné à être vendu (environ 25%);
- de l'Extra Fuel Oil (XFO), un bitume léger utilisé comme composant ou pour les revêtements industriels (environ 30%).

Une fois encore, les valeurs mentionnées ci-dessus ne sont données qu'à titre d'illustration tant elles dépendent de la composition initiale du résidu.

L'ensemble des produits de raffinage présentent une valeur commerciale, y compris le bitume léger (XFO) vendu à Soprema, un spécialiste de l'étanchéité dans le secteur de la construction.

À l'étape du prototype en 2019, la colonne de distillation appelée Mini P2R est une centrale de raffinage de petite taille (proche de celle d'un conteneur) conçue pour le traitement des volumes de slops collectés dans les ports de taille moyenne.

Les mini P2R sont adaptés au raffinement de slops plus légers dont le résultat est composé de :

- Diesel (environ 60%);
- Fioul intermédiaire (principalement IFO 180)(environ 40%);

3) Projets

3.a. Première unité : Sines

Ce port est en fort développement notamment sous l'impulsion de l'armateur de porte-conteneurs MSC qui en a fait un de ses « hub » régionaux et de l'industrie pétrolière et pétrochimique locale autour de Galp et Repsol. Il est équipé de trois terminaux spécialisés dans : les produits pétroliers et pétrochimiques, le transport de conteneurs, ainsi que le gaz. A Sines, Ecoslops assure à la fois la collecte et le traitement des slops.

Concession

ECOSLOPS est en charge de la collecte exclusive des déchets hydrocarburés des navires dans le port de Sines au travers du contrat de sous-concession de 15 ans signé en 2012 avec les autorités portuaires. Dans ce contexte, Ecoslops assure les activités de services aux navires :

- vente de vapeur (terminal pétrolier) ;
- vente d'air comprimé (terminal pétrolier) ;
- approvisionnement en eau dans l'ensemble du port ;
- gestion de l'intégralité des déchets (solides comme liquides) dans l'ensemble du port. Les conditions tarifaires sur les activités de services aux navires à Sines devraient couvrir en intégralité les opex (ou pratiquement).

Raffinerie

L'unité de Sines a démarré durant l'été 2015. Sa capacité maximum de traitement est de 130 tonnes par jour. L'approvisionnement en slops de l'unité est réalisé par :

- la collecte de sludges (notamment au travers des escales des navires MSC) ;
- la collecte de slops en provenance du terminal pétrolier ;
- l'achat de résidus hydrocarburés à d'autres ports régionaux.

Ecoslops a signé un contrat avec MSC (Mediterranean Shipping Company, 2^e plus important armateur de porte-conteneurs du monde) incitant ce dernier à privilégier le port de Sines pour le débarquement des slops de ses porteconteneurs. Cela permet à Ecoslops de :

- sécuriser l'approvisionnement en slops de son unité de Sines ;
- bénéficier de conditions financières plus intéressantes (par rapport à un achat de slops externes).

3.b. Deuxième centrale : Marseille La Mède

En septembre 2016, Ecoslops a signé un protocole d'accord avec Total en vue d'implanter à La Mède une unité de régénération de résidus pétroliers issus du transport maritime dans le port de Marseille et dans ceux des villes voisines. L'unité utilisera les infrastructures existantes sur le site (traitement de l'eau, vapeur, électricité, gaz naturel, station de chargement) et approvisionnera Total en huile de naphte. Les investissements porteront surtout sur le procédé P2R et sur les capacités de stockage. Ecoslops construit et exploitera l'unité, se concentrant ainsi sur ses compétences de base. Total apportera les services et les infrastructures.

Raffinerie

L'usine de Marseille entrera en activité fin 2019. Sa capacité nominale de traitement atteint 130t/jour. L'approvisionnement en matières premières sera assuré au travers de :

- la collecte des déchets dans le terminal pétrolier du port via Fluxel ;
- les importations de résidus d'hydrocarbures en provenances des autres ports de

la région via Ortex. Ecoslops a signé un contrat avec Fluxel (opérateur des ports pétroliers de Fos et de Lavéra) qui incite les navires à décharger leurs slops à Marseille, ce qui fait baisser les coûts de collecte. Cela permet à Ecoslops :

- de sécuriser l'approvisionnement en slops de Marseille;
- réduire son coût de base (devant sinon acheter des slops à l'extérieur).

3.c. Projets prospectifs

Ecoslops vise à développer deux nouveaux projets, à Anvers et à Suez, et à implanter des Mini P2R d'ici 2020. Il prévoit d'en construire un à Anvers dont la capacité nominale sera plus importante (200 t/jour). Le projet envisagé dans le canal de Suez pourrait prendre la forme d'une centrale classique ou d'un Mini P2R. Tout dépendra des résultats d'une évaluation plus complète du marché des slops disponibles.

Anvers

L'Europe du Nord peut présenter des opportunités pour Ecoslops. En effet, selon les estimations de marché, les ports d'Anvers, de Rotterdam, d'Hambourg et d'Amsterdam traitent environ 250 000 tonnes de slops par an. Ces déchets pétroliers étaient jusqu'à ce jour utilisés principalement comme combustibles pour les industries allemandes. Le changement de stratégie d'approvisionnement de ces dernières, et la baisse des prix du pétrole (qui améliore la compétitivité des énergies moins polluantes par rapport aux slops), ont entraîné une saturation du marché des résidus hydrocarburés. Ecoslops pourrait remédier à la situation.

En Juin 2017, Ecoslops a signé un protocole d'accord (MoU) avec le port d'Anvers et ATPC (Antwerp Terminal and Processing Company), en vue d'apporter des services de raffinage et de stockage à VTTI Group (Vitol Tank Terminals International). Le permis de construire sera délivré courant 2020 et la mise en route devrait intervenir courant 2021. La capacité prévue représentera plus de 60kt par an, environ le double de celle de Sines.

Mini P2R

Ecoslops a l'intention d'exploiter, de céder, de louer et d'offrir des services et des solutions de maintenance autour d'une unité de raffinage flexible (de la taille d'un conteneur standard) pouvant traiter 4kt à 6kt par an.

Devant être testé fin 2019/début 2020 au sein des installations d'un client, le prototype devrait permettre de juger de l'efficacité du procédé sur des slops spécifiques. Sa taille réduite le rendra adapté à un grand nombre de ports de taille moyenne, ouvrant un marché potentiel beaucoup plus large que l'unité d'origine. Un bon nombre de ces ports de taille moyenne étant éloignés des raffineries, la valeur de revente des produits raffinés sur le site devrait être élevée et générer de fortes marges.

Le financement des premières unités pourrait se faire à hauteur de 20% en fonds propres. Pour autant les business models peuvent varier. Autrement dit, la détention des centrales pourrait ne pas être le schéma optimal, fonction du financement, de la fiscalité et des contraintes réglementaires.

Dans notre modèle, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- la vente d'un premier Mini P2R en 2020;

- 2 Mini P2R vendus en 2021.

Les unités représentent un effort de 3,5m€ en termes d'investissement. Nous avons supposé une production de 4kt/an.

Projet Suez

Ecoslops, avec le soutien du gouvernement français, a signé un protocole d'accord avec la zone économique du canal de Suez prévoyant la réalisation d'une étude de faisabilité détaillée (aspects statutaires, techniques, financiers et commerciaux du projet) devant être finalisée mi-2019.

La capacité de retraitement des résidus pétroliers transitant par le canal de Suez est estimée à plus de 40 000 tonnes par an. Situé à proximité et totalisant plus de 5 000 escales par an, le port d'Alexandrie pourrait également convenir. La direction en profitera pour exploiter son Mini P2R et, s'il y a une réelle opportunité, construire une unité P2R.

4) Perspectives en termes de croissance

En 2022, Ecoslops devrait traiter jusqu'à environ 210kt par an. S'agissant d'environ 0,2% de la production mondiale de slops, cette perspective sous-tend une très forte croissance d'un groupe dont l'offre permet de lutter efficacement contre la pollution marine par les résidus pétroliers.

Au-delà des 2 nouvelles unités que nous avons intégrées dans nos prévisions, les nouvelles implantations pourraient être nombreuses. A plus long terme, les projets unitaires pourraient être plus importants (comme à Antwerp).

Nous tablons sur de nouveaux projets dans les ports de Singapour, de Tokyo et aux Etats-Unis.

Impact écologique

Ecoslops a commandé une étude en 2018 menée par Carbon 4 pour évaluer son efficacité écologique à Marseille.

Les résultats sont les suivants :

- 3 fois moins de CO2 dégagé que dans le processus de raffinage classique;
- Sur une production annuelle de 30kt, Ecoslops économise 22 000 t de CO2, soit l'équivalent de la consommation de CO2 de 11 000 foyers européens.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Chgt 19E/18		Chgt 20E/19E	
					k€	% du total	k€	% du total
Total sales	7 449	10 454	15 745	35 308	3 005	100 %	5 291	100 %
Sines Aval pétrolier	7 449	10 454	11 296	11 568	3 005	100 %	842	16 %
Marseille Aval pétrolier	0,00	0,00	3 660	9 606	0	0 %	3 660	69 %
ARA Aval pétrolier	0,00	0,00	0,00	10 980	0	0 %	0	0 %
Mini P2R projects Aval pétrolier	0,00	0,00	789	3 155	0	0 %	789	15 %
Other	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	90,0 %	50,0 %	20,0 %
Risque climatique à long term	50,0 %	50,0 %	20,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Portugal	100,0 %
----------	---------

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

Ecoslops vise devenir un opérateur à forte valeur ajoutée : il collecte les résidus hydrocarburés pour les revendre sous forme de carburants après retraitement.

Ecoslops est intéressant pour ses capacités à faire croître son offre à forte valeur ajoutée.

Son développement dépendra de :

- 1) la hausse de son chiffre d'affaires (élargissement de la base d'actifs grâce à de nouveaux projets) ;
- 2) l'approvisionnement suffisant en slops ;
- 3) la bonne marche de l'unité ;
- 4) des conditions tarifaires d'achat et de collecte des slops ;
- 5) du tarif de revente du carburant.

La montée en charge de l'unité de Sine a nécessité un savoir-faire pointu. La mise au point du procédé et son optimisation ont pris plusieurs années. Seul à maîtriser ce savoir-faire, Ecoslops a signé un accord de coopération avec Heurtey Petrochem, un groupe spécialisé dans l'ingénierie pétrolière.

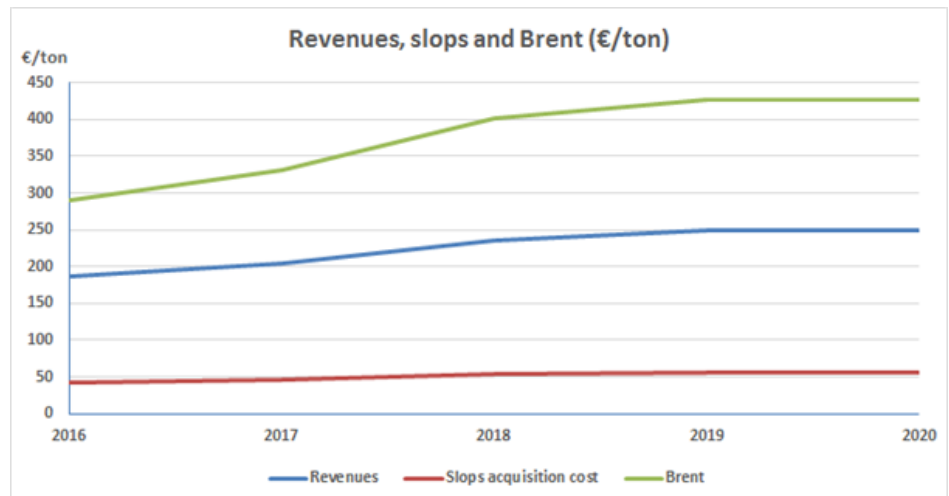
Fort par ailleurs de son expérience (mise en place réussie d'un projet opérationnel), le groupe est donc très en avance sur ses concurrents et apparaît comme une solution de choix pour faire face au problème que représentent les slops pour les principaux ports de la planète.

Facilitée par l'expérience accumulée, la mise en œuvre effective des prochaines unités devrait renforcer la proposition d'Ecoslops et améliorer son attractivité.

Compte de résultat

Nos estimations de chiffre d'affaires dépendent de l'évolution attendue des prix d'une gamme standard de produits, elle-même tributaire des prévisions sur le prix pour le pétrole (Brent) retenues par AlphaValue.

La relation entre les prix des slops et ceux du pétrole n'est pas linéaire : nous supposons une moindre sensibilité aux prix du pétrole si ces derniers sont faibles. En effet, l'achat de résidus comme combustible de chauffage devient alors moins avantageux pour les cimenteries et aciéries.



Source: estimations AlphaValue

EBITDA sensitivities to oil price for a standard size project (100t/day)								
Brent (\$/bbl)	45	50	55	60	65	70	75	80
EBITDA (€m)	2,1	2,4	2,7	3,0	3,3	3,6	4,0	4,5

Source: estimations AlphaValue

Les charges d'exploitation attendues dépendent de l'économie locale tant cette dernière affecte la structure de coûts des différents projets (à titre d'exemple, les coûts de la main d'œuvre ne sont probablement pas les mêmes au Portugal et à Marseille). Pour une unité standard, nous attendons des charges comprises d'environ 2,5m€. Une unité plus importante génère des économies d'échelle, à l'instar du projet à Antwerp dont la capacité nominale est supposée atteindre 300 t/jour.

En supposant qu'Ecoslops soit seul actionnaire des projets (la structure de propriété peut varier dans les faits), l'EBITDA se retrouvera en intégralité dans le cash flow généré.

La rentabilité du projet dépend d'un certain nombre de variables et plus particulièrement des prix du pétrole, de ceux des slops et de ceux des produits pétroliers.

Investissements

Pour sa mise en place, un projet de taille « standard » comme celle de Sines ou Marseille (35000 à 45000t/an) exige environ 13m€ d'investissements (plus généralement entre 10m\$ à 15m\$).

Les investissements devraient se concentrer sur la période allant de 2019 à 2021 (avec la mise en place des deux unités et des quelques P2R que nous attendons). Selon nous, chaque projet de P2R exigera six à douze mois d'études, puis 12 mois de construction.

Nous avons prévu la construction d'un nouveau mini P2R à partir de 2020, puis de deux autres en 2021, chaque projet représentant chacun un investissement de 3,5m€.

Retour sur capital

Compte tenu de la progression des capacités et du prix du Brent attendu à 70\$/b, le ROCE devrait avoisiner 25% en 2022. Soutenu par une marge d'EBIT d'environ 40%, une rotation des actifs de 84% et un effet de levier financier de 1,9x, le ROE s'établirait à 41%.

EBITDA/R par division

	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Chgt 19E/18		Chgt 20E/19E	
					k€	% du total	k€	% du total
Total	-380	278	1 736	7 424	658	100 %	1 458	100 %
Sines	1 500	2 828	3 424	3 472	1 328	202 %	596	41 %
Marseille	0,00	-300	730	3 131	-300	-46 %	1 030	71 %
ARA	0,00	0,00	0,00	2 490	0	0 %	0	0 %
Mini P2R projects	0,00	0,00	333	1 331	0	0 %	333	23 %
Other/cancellations	-1 880	-2 250	-2 750	-3 000	-370	-56 %	-500	-34 %

Marge d'EBITDA/R par division

	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Total	-5,10 %	2,66 %	11,0 %	21,0 %
Sines	20,1 %	27,0 %	30,3 %	30,0 %
Marseille			19,9 %	32,6 %
ARA				22,7 %
Mini P2R projects			42,2 %	42,2 %

Valorisation

Ecoslops se distingue par sa capacité à construire et à exploiter de nouveaux projets et à générer des marges de raffinage sur la revente de slops sous forme de carburant après retraitement.

Pour respecter les objectifs qu'il s'est fixé, le groupe devrait construire trois nouvelles unités (avec des investissements sur 2019 et 2021) :

- à Marseille (capacité nominale standard soit de 100 tonnes par jour) ;
- à Anvers (projet d'une plus grande ampleur avec 200t/j) ;
- pour chaque mini P2R (20t/j)

Nous déduisons ensuite les prix des produits raffinés et des slops des prévisions AlphaValue.

Notre valorisation d'Ecoslops donne la préférence aux méthodes intrinsèques soit le DCF et la somme des parties.

Somme des parties

Nous valorisons les unités de production à partir d'un ratio VE/ EBITDA, les bonnes performances de l'usine de Sines en 2018 mettant en évidence sa génération de trésorerie bien réelle; enregistrant une croissance du chiffre d'affaires de 23 % par rapport à l'année précédente, malgré seulement 9 mois d'activité réelle en 2018.

La même technique est utilisée pour les projets en cours car la technologie est la même. Le multiple VE/EBITDA est plus faible pour tenir compte des différents calendriers.

La valorisation des Mini P2R a été séparée dans l'ANR car cet actif obéit probablement à un autre "business model". La modélisation des résultats de chaque unité Mini P2R a été actualisée au taux de 12% comme un flux de dividende revenant à l'entreprise en partant des mêmes hypothèses en termes de prix de vente des produits que pour les P2R. Cela correspond à une NPV de 1,3m€ par unité, en supposant la propriété et un financement à hauteur de 80% par de la dette à 8%. Ainsi les quatre premières unités pourraient contribuer à hauteur de 5m€ à l'ANR. Toute modélisation de ce type étant fragile, il nous semble préférable d'attendre que le prototype soit livré avant que d'opter pour des schémas de déploiement plus ambitieux, .

DCF

Notre DCF s'articule autour de l'ambition du groupe de croître de deux unités supplémentaires :

- stabilisation à Sines : l'unité a suivi une courbe d'apprentissage accélérée jusqu'en 2017 ;
- démarrage des nouveaux projets avec des capex entre 2019 et 2021 atteignant 43m€ et la progression du nombre d'implantations et des volumes traités des mini P2R;
- montée en puissance des capacités raffinage jusqu'à avoisiner 210000t/an en 2022.

Compte tenu de la dépendance du projet aux flux de trésorerie, nous intégrons nos

estimations sur une base annuelle jusqu'en 2021. Pour les années suivantes, l'application des taux de croissance annualisés à l'EBITDA et aux capex ne sont que le reflet des programmes d'investissements actuels (3 unités + Mini P2R) Nos estimations reposent sur les prévisions d'AlphaValue sur les prix des matières premières (Brent, produits pétroliers et slops).

Méthode des comparables

Dans notre valorisation, la méthode des comparables est moins pertinente, les projets du groupe étant encore en phase de démarrage voire même n'étant pas encore opérationnels. Nous partons d'un échantillon formé de raffineries pures (Neste, qui a innové sur le thème du raffinage, Saras et Hellenic Petroleum), du groupe pétrolier portugais (avec un biais sur l'aval) Galp Energia, et d'Acciona (les énergies renouvelables constituent le noyau dur des profits de la société espagnole qui exploite les parcs éoliens).

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		19,2	57 %	40 %
Somme des parties		36,5	198 %	40 %
P/E	Comparables	6,13	-50 %	5 %
VE/Ebitda	Comparables	0,00	-100 %	5 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	14,4	17 %	5 %
Rendement	Comparables	1,32	-89 %	5 %
Objectif de cours		23,4	91 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	15,1	7,66	2,43	3,37
Ratios Ecoslops	ns	29,3	2,08	0,36
Prime	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	6,13	0,00	14,4	1,32
Neste	17,9	11,4	4,42	2,79
Galp Energia	17,6	7,07	2,33	4,21
Acciona	16,6	7,49	1,37	2,22
Hellenic Petroleum	6,37	3,96	0,93	4,68
Saras	5,33	2,84	1,01	7,50

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,68	Dette (trésorerie) nette moyenne	k€	20 737
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	k€	65,8	Provisions	k€	187
Free cash flow de l'année 11	k€	16 579	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	k€	0,00
Governance weighted "g"	%	1,85	Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	0,00
Valeur terminale	k€	242 906	Valeur des fonds propres	k€	84 856
Valeur actuelle de la valeur terminale	k€	105 714	Nombre d'actions	Th	4 412
<i>en % de la valeur totale</i>	%	99,9	DCF par action	€	19,2
Valeur totale actuelle	k€	105 780			

Evaluer le coût du capital

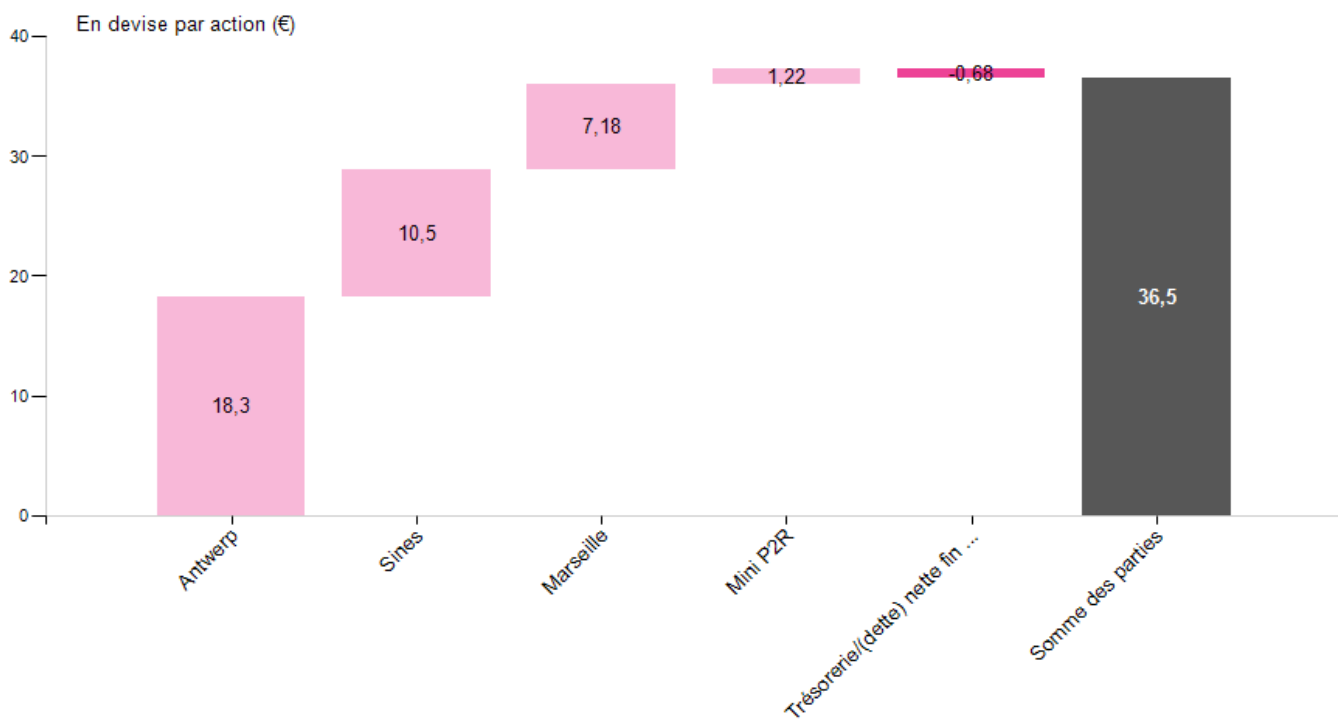
Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	600
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	9,50
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	1,13
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	32,7
Bêta sectoriel	x	0,97	Dette/VE	%	24,7
Bêta de la dette	x	1,20	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	9,17
Capitalisation boursière	k€	54 008	Coût de la dette	%	6,65
Dette nette (trésorerie) à valeur comptable	k€	17 677	Coût des fonds propres desendettés	%	8,34
Dette nette (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	k€	13 198	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,68

Calcul du DCF

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Croissance	12/22E	12/29E
Chiffres d'affaires	k€	7 449	10 454	15 745	35 308	12,0 %	39 545	87 421
EBITDA	k€	-380	278	1 736	7 424	14,0 %	8 464	21 178
Marge d'EBITDA	%	-5,10	2,66	11,0	21,0		21,4	24,2
Variation du BFR	k€	-906	-226	-1 256	-3 302	0,00 %	-3 302	-3 302
Cash flow d'exploitation total	k€	-1 608	158	481	4 122		5 162	17 876
Impôts sur les sociétés	k€	330	668	668	262	0,00 %	262	262
Bouclier fiscal	k€	-87,1	-191	-370	-401	0,00 %	-401	-401
Investissements matériels	k€	-2 672	-	-	-	-25,0 %	-	-1 484
Investissements matériels/CA	%	-35,9	-143	-78,6	-42,0		-28,1	-1,70
Cash flows libres avant coût du financement	k€	-4 037	-	-	-		-6 093	16 254
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	k€							
Free cash flow ajustés	k€	-4 037	14 286	11 593	10 838		-6 093	16 254
Free cash flow actualisés	k€	-4 037	14 286	10 668	-9 177		-4 748	7 074
Capitaux investis	€	20,2	34,2	44,8	58,6		44,0	5,87

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (k€)	Valorisation participation (k€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts	
Antwerp	100 %	EV/EBITDA	6,2	80 600	80 600	18,3	49,1 %	
Sines	100 %	EV/EBITDA	7,5	46 500	46 500	10,5	28,3 %	
Marseille	75,0 %	EV/EBITDA	6,5	42 250	31 688	7,18	19,3 %	
Mini P2R	100 %	DCF		5 400	5 400	1,22	3,29 %	
Autre								
Actif brut					164 188	37,2	100 %	
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-2 980	-0,68	-1,81 %	
Engagements donnés					0,00	0,00	0,00 %	
Engagements reçus								
Somme des parties					161 208	36,5	98,2 %	
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					4 412			
Somme des parties par action (€)						36,5		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						66,5		



Dette

Ecoslops a émis pour 5,5m€ d'obligations convertible ORNANE en février 2016. Les options ont été levées en septembre 2017.

Selon nous, le groupe devrait structurer ses prochains projets au travers de filiales ad-hoc financées à hauteur de 60% par de la dette bancaire (au niveau du groupe ou de la filiale), de 15% par de la dette mezzanine et le solde de 25% en fonds propres.

Ecoslops a émis de nouvelles actions en octobre 2017 pour financer son développement : 4,98 m€ à 13,0€ par action (soit une décote de 21,2% par rapport au cours de clôture de la veille de l'annonce de l'augmentation de capital). L'augmentation de capital a suscité une forte demande (taux de souscription de 213%).

Compte tenu du crédit de 18m€ accordé par la Banque Européenne d'investissement en février 2019, une première tranche de 10m€ étant perçue mi-2019, l'entreprise aura une marge de manœuvre plus que suffisante pour financer ses nouveaux projets, n'ayant dès lors plus besoin de procéder à une augmentation de capital dans un avenir proche.

Ecoslops pourrait rechercher des partenaires capitalistiques au niveau de ses filiales, à l'image de l'acquisition par Total de 25% d'Ecoslops Provence (la filiale d'Ecoslops chargée de l'exploitation du projet sur le port de La Mède) annoncée en avril 2019. Cependant, nos prévisions ne tiennent pas compte d'une telle hypothèse pour les prochains projets. D'une façon générale, les projets à venir emporteront une plus grande complexité organisationnelle, y compris de probables JVs.

Ecoslops pourrait émettre jusqu'à €30m de dette associée à ses projets entre 2020 et 2021.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	k€	-380	278	1 736	7 424
Cash flow des opérations	k€	-679	415	1 171	6 351
Fonds propres	k€	22 418	21 561	26 111	28 012
Dette brute	k€	12 500	22 215	42 580	44 585
+ Trésorerie brute	k€	9 520	4 538	18 782	8 909
= Dette nette / (trésorerie)	k€	2 980	17 677	23 798	35 676
Ratio d'endettement	%	9,81	47,9	79,4	106
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-7,84	63,6	13,7	4,81
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-33,3	80,6	24,6	6,03
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)</i>	%	36,0	51,0	62,1	61,5
<i>Ebit cover</i>	x	-5,59	-1,53	-0,99	2,31
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-5,37	1,85	2,74	14,2
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-22,8	2,35	4,92	17,8
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-33,6	-65,8	-29,1	-26,3
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	0,88	-1,70	1,05	-0,48
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-0,71	-2,46	-2,08	-1,96

A Savoir

L'histoire d'Ecoslops

Le procédé de recyclage des résidus pétroliers (P2R) d'Ecoslops a été inventé par Michel Pingeot (à l'époque président d'Heurtey Petrochem), Jean-Claude Company et Pascal Bonfils. Entre 2006 et 2009, les études d'ingénierie et les tests de faisabilité ont conduit à la mise en place d'une usine pilote à l'échelle 1:42.

Ecoslops a été fondée en 2010 dans le but de déployer la technologie à l'échelle industrielle.

En 2012, la société a signé un contrat de sous-concession de 15 ans à Sines (Portugal) avec le prestataire de services portuaires CLT (filiale de Galp Energia). En 2013, le groupe a commencé à construire son usine à l'échelle industrielle – les ventes de produits ont démarré en 2015.

En 2016, Ecoslops et Total ont signé un accord prévoyant l'implantation d'une unité de raffinage destinée à régénérer les résidus d'hydrocarbures issus du transport maritime sur le site de Total La Mède.

En 2017, Ecoslops a signé un protocole d'accord avec la zone économique du canal de Suez prévoyant la réalisation d'une étude de faisabilité détaillée (aspects statutaires, techniques, financiers et commerciaux du projet) qui devrait être finalisée mi-2019. Pour atteindre ses objectifs, le groupe bénéficie d'un soutien des autorités françaises.

Essence

Trois groupes de mazout existent :

- LFO (Light Fuel Oil): utilisé par certains petits moteurs ou navires dans les zones écologiquement sensibles. S'agissant d'un distillat léger et semble clair et lumineux. C'est un carburant propre sans résidus.
- HGO (Heavy Gasoil) peut contenir du carburant résiduel en petites quantités et semble foncé ou noir.
- IFO (Intermediate Fuel Oil), plus visqueux que le mazout léger. Le nom du produit varie en fonction de l'entreprise. La viscosité maximale à 50 ° C est habituellement appelée "IF"; par exemple, IFO180 a une viscosité maximale de 180 centistocks à 50 ° C. Ces carburants résiduels, plus visqueux, sont bon marché et abondants et utilisés dans les gros moteurs diesel.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
J4A Holdings II	10,9 %	10,9 %	0,00 %
Gemmes Ventures	8,88 %	8,88 %	0,00 %
BNP Paribas Developpement	7,79 %	7,79 %	0,00 %
Pingeot Family	6,79 %	6,79 %	0,00 %
Favier Family	5,10 %	5,10 %	0,00 %
soprema	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Flottant			60,5 %

Gouvernance & Management

Le conseil d'administration allie savoir-faire opérationnel et stratégique. Il contribue significativement tant à la progression de l'activité qu'à l'amélioration des capacités du groupe à gérer les risques.

Les membres indépendants sont rompus aux techniques de gestion et de financement de projets, entretiennent des relations de longue date avec les institutions publiques (nationales et européennes) et bénéficient d'une expertise dans l'aval du secteur du pétrole et du gaz.

Score de gouvernance

Company (Sector)

3,7 (5,7)

Independent board

Non

Parameters	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du CA	9	11	8/10	5,0 %
Féminisation du CA (%)	0	30	1/10	5,0 %
Score on board domestic density (%)	88	65	3/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	N/A	61	0/10	5,0 %
Type of company : Small cap, controlled			4/10	10,0 %
Independent directors rate (%)	N/A	N/A	0/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✓	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	0,0 %
Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			3,7/10	100,0 %

Management

Nom	Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
					Trésorerie	Rémunération en titres
Vincent FAVIER	M  DG		2015		(2018)	(2018)
Pascal BONFILS	M  Directeur		2010		(2018)	(2018)
Sophie DUFOSSE	F  Directeur		2012		(2018)	(2018)

Conseil d'administration

Nom	Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, in k€ (year)	Valeur des titres, in k€(year)
Vincent FAVIER	M		Président	2022	2015		(2018)	
Pierre-Etienne BINDSCHEDLER	M		Membre	2018	2016			
Jean-Claude COMPANY	M		Membre	2018	2010		(2018)	
Olivier FORTESA	M		Membre	2019	2014			
Pascal FOULON	M		Membre	2019	2015			
Lionel HENRY	M		Membre	2020	2015			
Mark INCH	M		Membre	2018	2015			
Olivier LE BIHAN	M		Membre	2018	2015			
Philippe MONNOT	M		Membre	2018	2010			

Human resources score

Company (Sector)

7,7 (6,4)

Parameters	Oui / Non	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
Human resources score	7,7/10	100.0%

Effectifs et retraites

Le groupe employait 49 personnes en 2017, dont 42 au Portugal. Selon nous, l'ensemble de ses effectifs devrait progresser à mesure de la mise en route des nouvelles unités sans faire déraiser les coûts d'exploitation.

Recent updates

27/09/2019

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

Publication Res./CA

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 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 intéressés 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.

26/09/2019

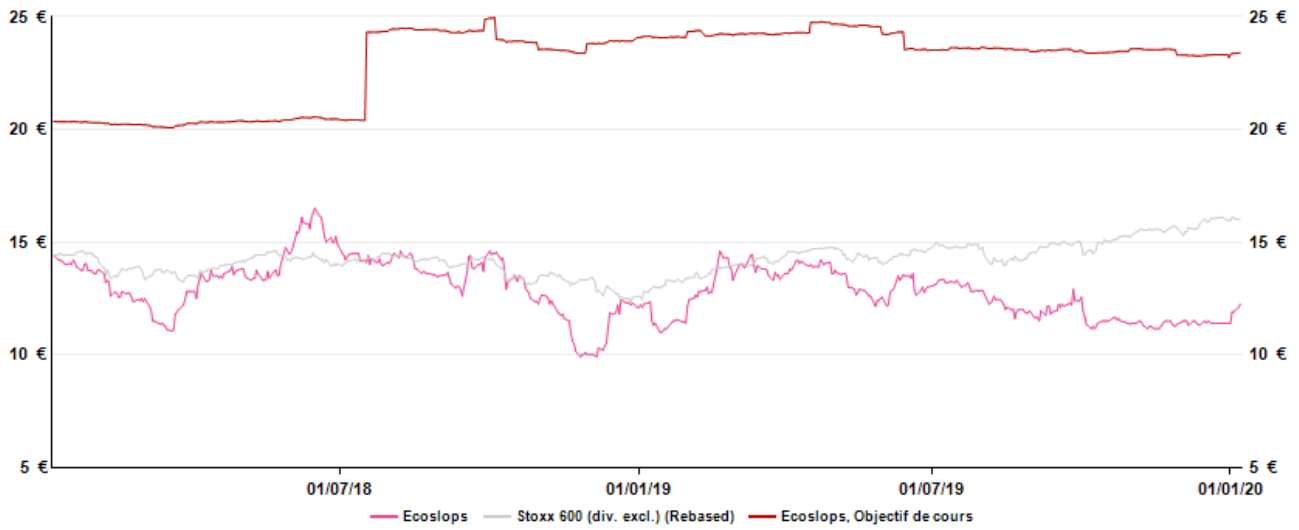
Révision à la marge de notre DCF après prise en compte des résultats S1 2019**Changement d'EPS**

2019 : € -0,21 vs -0,19 ns

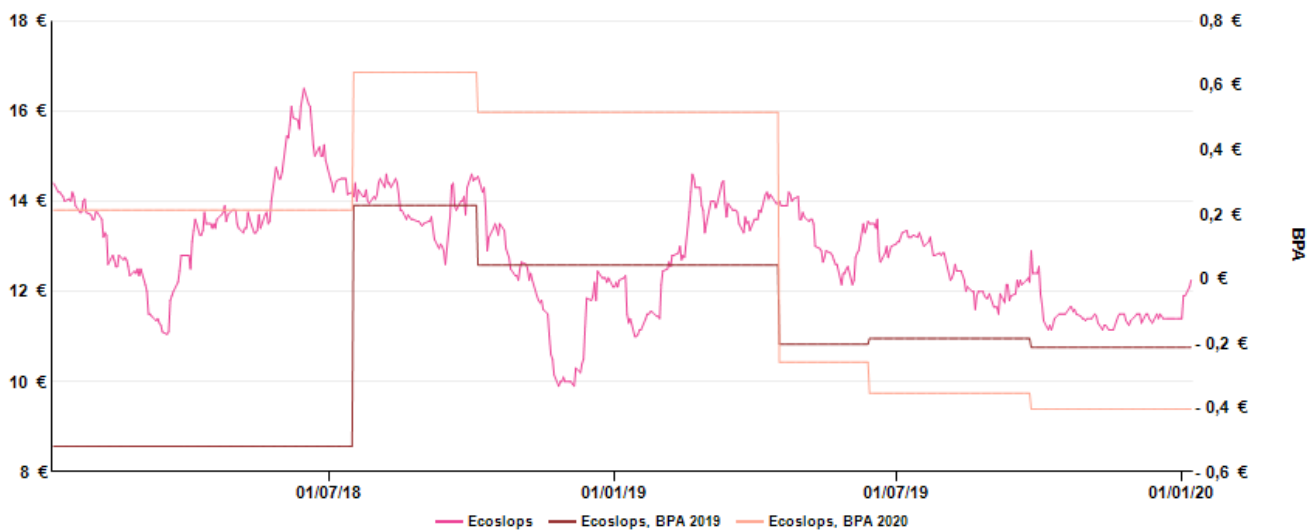
2020 : € -0,41 vs -0,36 ns

Nous avons révisé à la marge nos estimations de BPA pour tenir compte : 1/ de la diminution de l'ASP/t au S1 découlant de la baisse des cours du Brent; 2/ d'une mise en service de l'unité marseillaise repoussée au S2 2020 (contre attendue au S1 2020 précédemment). L'impact de ces ajustements en termes de BPA n'étant que marginal, notre objectif de cours est pratiquement inchangé.

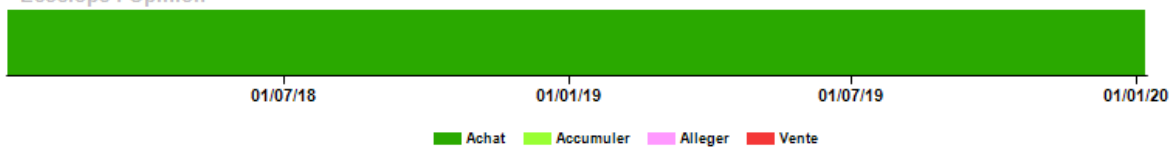
Cours & Objectif de cours



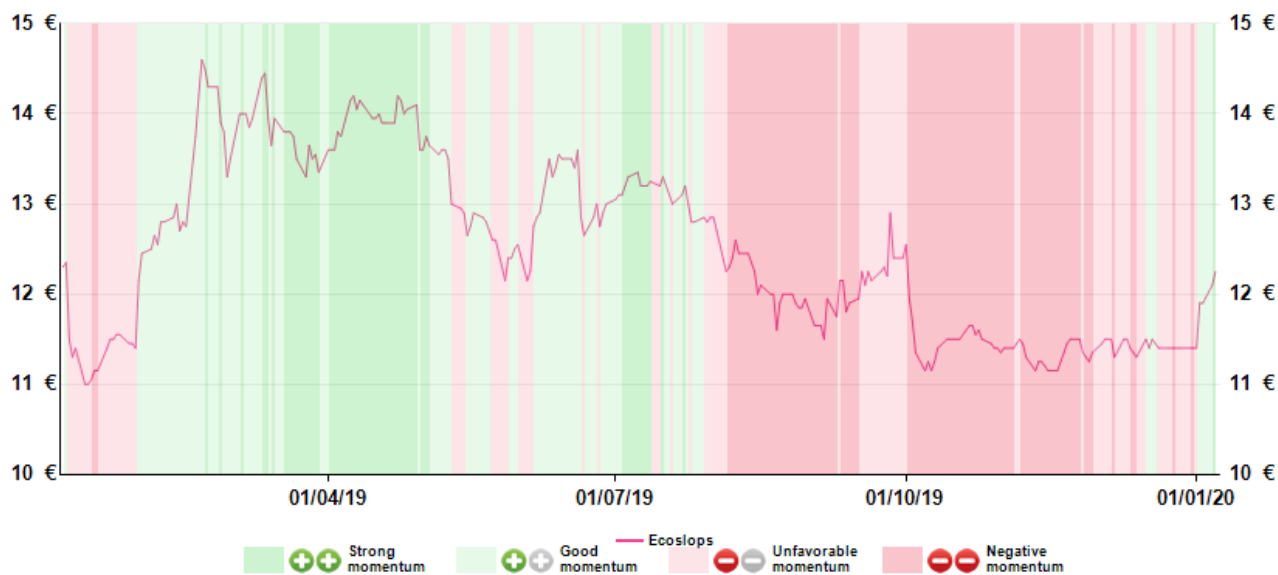
Bénéfices par action et Opinion



Ecoslops : Opinion



Momentum



L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).

Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.

Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

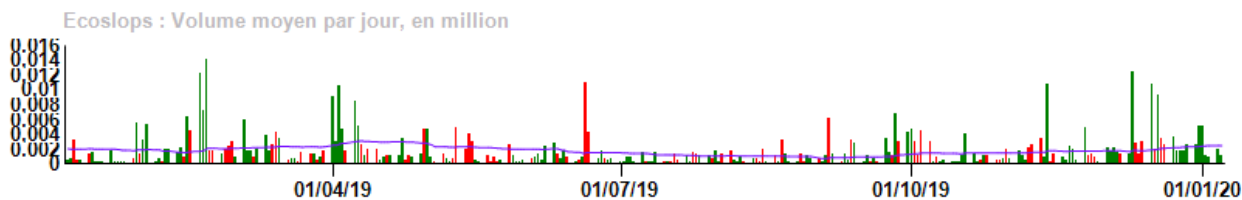
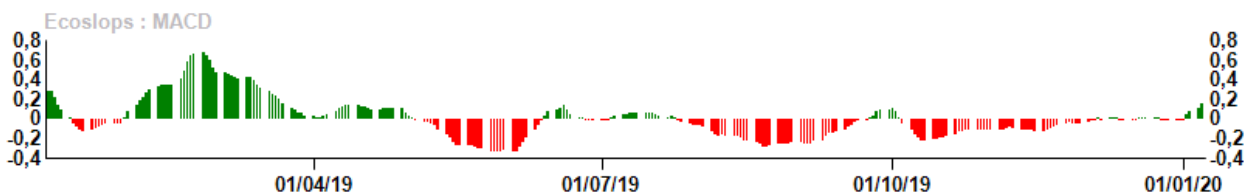
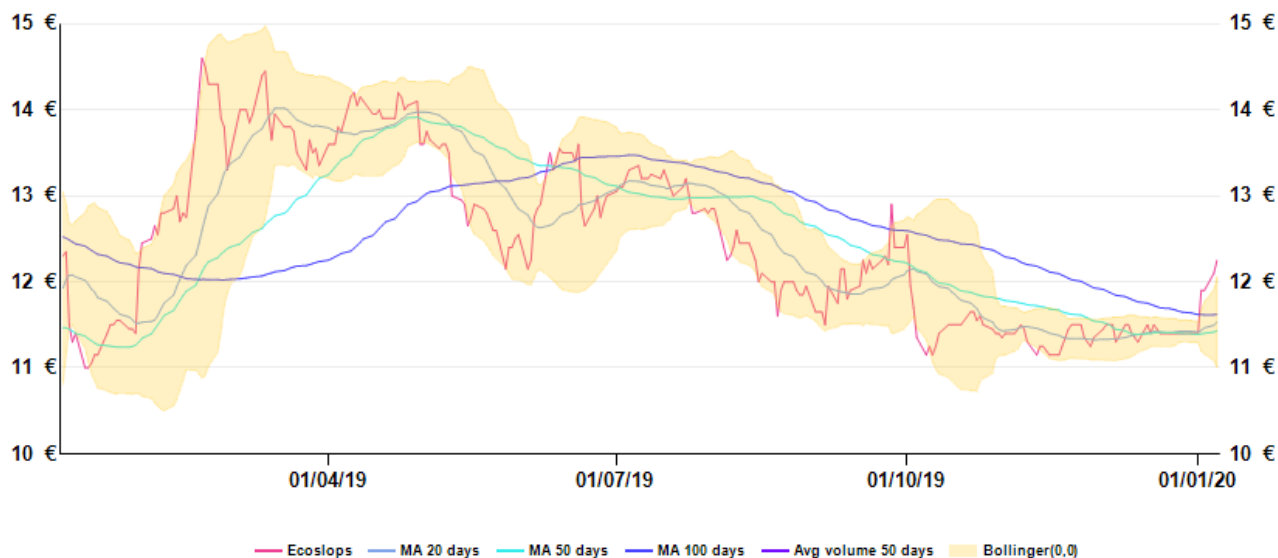
++ : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

+ + : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

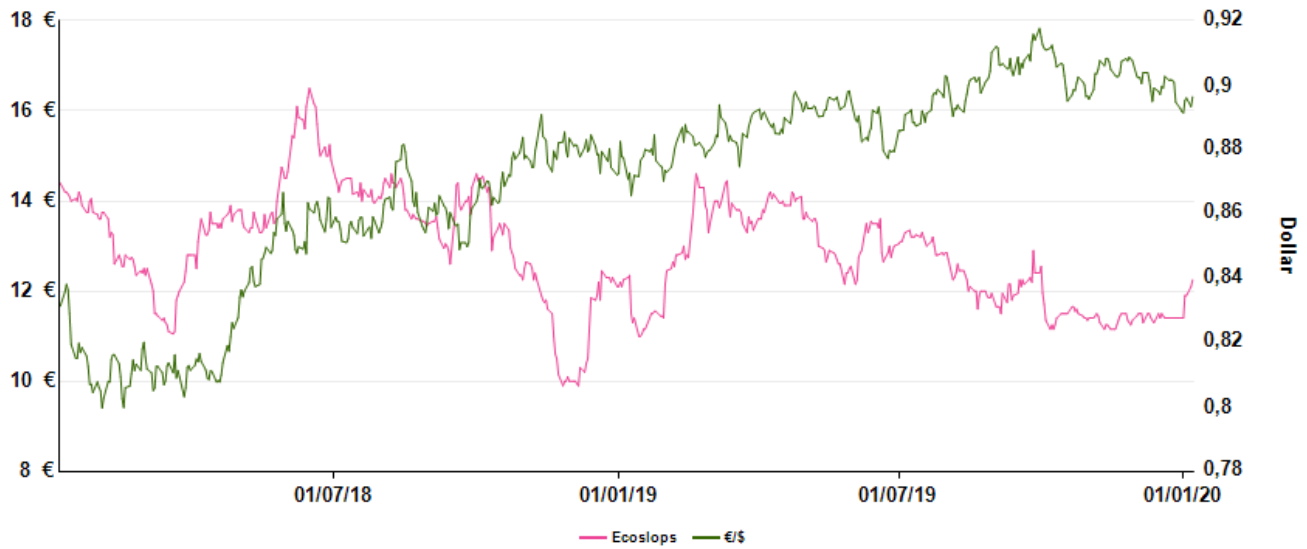
- - : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissières des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

-- : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

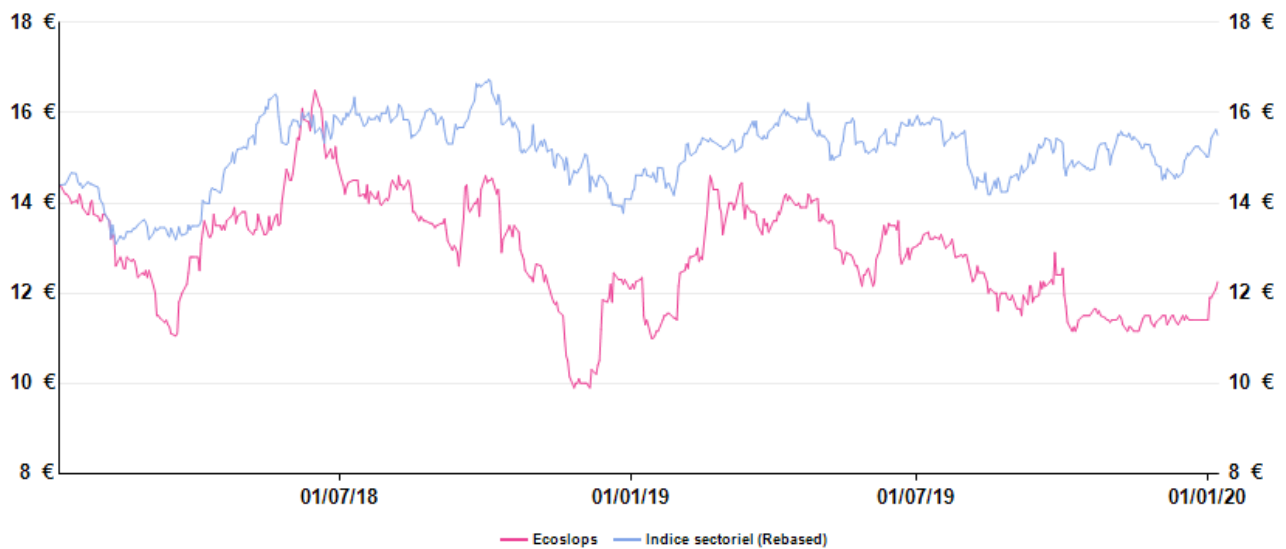
Moyenne mobile MACD & Volume



€/\$ sensibilité



Secteur Pétrole



Detailed Financials

Clefs de valorisation

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté	x	-35,7	ns	-30,2	26,9
PER publié	x	-35,5	-60,3	-30,3	27,0
VE/EBITDA(R)	x	ns	ns	44,9	14,0
P/ANC	x	2,45	2,63	2,07	1,93
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	1,63
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-7,72	-26,0	-23,1	-21,8
Cours moyen	€	12,5	12,9	12,3	12,3

Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	k€	7 449	10 454	15 745	35 308
<i>Croissance du CA</i>	%	22,5	40,3	50,6	124
<i>CA par employé</i>	k€	152	205	207	388
Croissance organique	%				
Achats et coûts externes (incl. IT)	k€				
Coûts de personnel	k€	-2 676	-2 785	-4 150	-4 970
Loyers de location opérationnelle	k€				
Coût des ventes (indicatif)	k€	-5 088	-7 926	-11 338	-24 884
EBITDA	k€	-380	278	1 736	7 424
EBITDA(R)	k€	-380	278	1 736	7 424
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	-5,10	2,66	11,0	21,0
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	-7,76	5,45	22,8	81,6
Dotations aux amortissements	k€	-1 205	-1 249	-2 956	-4 345
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	16,2	12,0	18,8	12,3
Dépréciations	k€				
Dotations aux provisions	k€	-38,5	0,00	0,00	0,00
Résultat opérationnel courant	k€	-1 623	-972	-1 220	3 079
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-21,8	-9,29	-7,75	8,72
Autres revenus/dépenses (cash)	k€				
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	k€				
Résultat des JV	k€				
Dépréciation des survaleurs	k€				
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-1 623	-972	-1 220	3 079
Charges financières	k€	-335	-637	-1 234	-1 335
<i>dont effectivement décaissé</i>	k€	-307	-637	-1 234	-1 335
Produits financiers	k€	20,0	0,00	0,00	0,00
Autres produits (charges) financiers	k€	25,0	0,00	0,00	0,00
Résultat financier net	k€	-290	-637	-1 234	-1 335
<i>dont services des engagements de retraites</i>	k€		0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-1 914	-1 609	-2 454	1 744
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	k€	36,0	0,00	0,00	0,00
<i>dont composante cash</i>	k€				
Impôt courant	k€	-29,7	-29,7	-29,7	-436
Déficits fiscaux reportables	k€	398	398	398	398
Impôts différés	k€	-38,4	300	300	300
Impôts sur les sociétés	k€	330	668	668	262
<i>Taux d'imposition</i>	%	17,2	41,5	27,2	-15,0
<i>Marge nette</i>	%	-21,3	-9,00	-11,3	5,68
Mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	k€				
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	k€				
Résultat des activités destinées à être cédées	k€				

Résultat net pdg	k€	-1 548	-940	-1 785	2 006
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	k€				
Résultat net ajusté, pdg	k€	-1 548	-940	-1 785	2 006
Economie d'intérêts	k€				
Résultat corrigé et dilué	k€	-1 548	-940	-1 785	2 006
NOPAT	k€	-1 136	-680	-854	2 156

Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	k€	-380	278	1 736	7 424
Variation du BFR	k€	-906	-226	-1 256	-3 302
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	<i>k€</i>	<i>-594</i>	<i>-95,8</i>	<i>-1 277</i>	<i>-3 359</i>
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	<i>k€</i>	<i>-978</i>	<i>595</i>	<i>-681</i>	<i>-1 790</i>
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	<i>k€</i>	<i>666</i>	<i>-724</i>	<i>702</i>	<i>1 847</i>
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Dividendes reçus des mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€	0,00	668	668	262
Éléments exceptionnels	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres cash flows d'exploitation	k€	8,07	106	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	k€	-1 278	827	1 149	4 384
Investissements matériels	k€	-2 672	-14 922	-12 372	-14 822
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	<i>%</i>	<i>222</i>	<i>1 194</i>	<i>418</i>	<i>341</i>
Acquisitions de titres	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres flux d'investissement	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	k€	-2 672	-14 922	-12 372	-14 822
Charges financières nettes	k€	-290	-637	-1 234	-1 335
<i>dont compasante cash</i>	<i>k€</i>	<i>-307</i>	<i>-637</i>	<i>-1 234</i>	<i>-1 335</i>
Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	-200
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	176	35,1	6 335	94,5
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
(Aug.)/réduction de la dette nette	k€	661	9 715	20 365	2 006
Autres flux financiers	k€	-190	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	k€	340	9 113	25 467	565
Variations de périmètre	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation de la trésorerie	k€	-3 609	-4 982	14 244	-9 873
Variation de la dette nette	k€	-4 271	-14 697	-6 121	-11 878
Cash flow disponible (avant div)	k€	-4 240	-14 732	-12 456	-11 773
Cash flow opérationnel	k€	-1 278	827	1 149	4 384
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	<i>%</i>	<i>14,5</i>	<i>46,3</i>	<i>29,7</i>	<i>28,4</i>

Bilan		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
R&D immobilisée	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits incorporels (y compris concessions)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles	k€	372	372	372	372
Total actif incorporel	k€	372	372	372	372
Immobilisations corporelles	k€	18 479	32 207	41 623	52 100
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Instruments dérivés liés aux op couverture (part LT)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immo. financières (optique de placement)	k€	2 253	2 253	2 253	2 253
<i>dont disponible à la vente</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	k€	1 371	1 597	2 853	6 155
<i>dont clients (+)</i>	k€	1 529	1 625	2 902	6 261
<i>dont stocks (+)</i>	k€	1 460	866	1 546	3 337
<i>dont fournisseurs (+)</i>	k€	1 618	893	1 596	3 443
<i>dont engagements courants (+)</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs courants	k€	3 701	3 701	3 701	3 701
<i>dont actifs d'impôts</i>	k€	1 929	1 929	1 929	1 929
Actif total (net des engagements CT)	k€	26 176	40 129	50 801	64 580
Capitaux propres part du groupe	k€	22 418	21 561	26 111	28 012
Quasi-fonds propres et actions de préférence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	k€	135	187	187	187
Charges d'IS	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres charges	k€	643	705	705	705
Endettement net / (trésorerie)	k€	2 980	17 677	23 798	35 676
Passifs totaux	k€	26 176	40 129	50 801	64 580
Endettement net moyen / (trésorerie)	k€	2 199	10 328	20 737	29 737

Valeur d'entreprise		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
VE/EBITDA(R)	x	ns	ns	44,9	14,0
VE/EBIT	x	-35,8	-76,8	-63,9	33,8
VE/CA	x	7,79	7,14	4,95	2,94
EV/Capital investi	x	2,87	2,18	1,74	1,77
Capitalisation boursière	k€	54 928	56 748	54 008	54 091
+ Provisions (incluant les retraites)	k€	135	187	187	187
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	2 980	17 677	23 798	35 676
+ Dette implicite aux immo. en location opérationnelle	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	k€			(1)	
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€		(1)	(1)	14 000
= Valeur d'entreprise	k€	58 042	74 612	77 993	103 954

1. Estimation approximative de la contribution des minoritaires au financement de l'unité de Marseille.

Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,35	-0,21	-0,41	0,45
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
BPA publié	€	-0,35	-0,21	-0,40	0,45
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,20
Cash flow libre par action	€	-0,96	-3,35	-2,83	-2,67
Cash flow opérationnel par action	€	-0,29	0,19	0,26	0,99
Actif net comptable par action	€	5,09	4,90	5,92	6,34
Nombre d'actions ordinaires	Th	4 400	4 403	4 409	4 416
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Th	4 400	4 403	4 409	4 416
Nombre d'actions pour Capi.	Th	4 382	4 403	4 409	4 416
Autocontrôle (fin d'année)	Th	0,00	0,00	0,00	0,00
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Th	4 400	4 403	4 409	4 416
Nombre d'actions ordinaires moyen	Th	4 391	4 402	4 406	4 412
Conversion d'instruments de dette en actions	Th	0,00	0,00	0,00	0,00
Règlement de stock-options exerçables	Th	0,00	0,00	0,00	0,00
Règlement probable de stock-options non exerçables	Th	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres engagements d'émettre des titres	Th	0,00	0,00	0,00	0,00
Dilution (moyenne)	Th	34,8	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	4 426	4 402	4 406	4 412
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-0,35	-0,21	-0,41	0,45
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-0,35	-0,21	-0,41	0,45
Paieement effectif	€				
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	44,0
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	0,00	0,00	-11,2	

Financement et liquidité

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	k€	-380	278	1 736	7 424
Cash flow des opérations	k€	-679	415	1 171	6 351
Fonds propres	k€	22 418	21 561	26 111	28 012
Dette brute	k€	12 500	22 215	42 580	44 585
dont échéance moins d'un an	k€	6 000	6 000	6 000	6 000
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	3 900	9 729	24 188	25 391
dont échéance à plus de 5 ans	k€	2 600	6 486	12 392	13 194
+ Trésorerie brute	k€	9 520	4 538	18 782	8 909
= Dette nette / (trésorerie)	k€	2 980	17 677	23 798	35 676
Emprunts bancaires	k€	12 500	19 000	29 750	31 500
Obligations émises	k€	0,00	1 265	3 030	3 285
Leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Emprunts hypothécaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres financements	k€	0,00	1 950	9 800	9 800
Ratio d'endettement	%	9,81	47,9	79,4	106
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-7,84	63,6	13,7	4,81
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-33,3	80,6	24,6	6,03
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	36,0	51,0	62,1	61,5
<i>Ebit cover</i>	x	-5,59	-1,53	-0,99	2,31
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-5,37	1,85	2,74	14,2
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-22,8	2,35	4,92	17,8
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-33,6	-65,8	-29,1	-26,3
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	0,88	-1,70	1,05	-0,48
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-0,71	-2,46	-2,08	-1,96

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	0,81	0,58	0,73	1,15
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-21,8	-9,29	-7,75	8,72
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	29,9	31,5	34,6	61,2
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	1,14	1,51	1,91	2,13
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-7,06	-4,28	-7,49	7,41
ROA	%	-8,03	-2,84	-2,72	5,25

Réconciliation des capitaux propres

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Fonds propres année N-1	k€	21 418	20 046	21 561	26 111
+ Profits nets de l'année	k€	-1 548	-940	-1 785	2 006
- Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	-200
+ Augmentation de capital	k€	176	35,1	6 335	94,5
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	k€		2 420	0,00	0,00
= Fonds propres fin d'année	k€	20 046	21 561	26 111	28 012

Personnel

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires par employé	k€	152	205	207	388
Coûts de personnel unitaire	k€	-54,6	-54,6	-54,6	-54,6
Variation des coûts de personnel	%	-4,42	4,08	49,0	19,7
Variation des coût de personnel unitaire	%	-4,42	0,00	0,00	0,00
Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)	%	117	90,9	70,5	40,1

Nombre d'employés moyen	utp	49,0	51,0	76,0	91,0
Europe	utp	49,0	49,0	69,0	79,0
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	k€	-2 676	-2 785	-4 150	-4 970
Salaires	k€	-2 676	-2 785	-4 150	-4 970
dont contributions sociales	k€	-929	-967	-1 440	-1 725
Païement en titres	k€				
Coûts relatfs aux retraites	k€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Total sales	k€	7 449	10 454	15 745	35 308
Sines	k€	7 449	10 454	11 296	11 568
Marseille	k€	0,00	0,00	3 660	9 606
ARA	k€	0,00	0,00	0,00	10 980
Mini P2R projects	k€	0,00	0,00	789	3 155
Other	k€	0,00	0,00	0,00	0,00

Résultat par division

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA/R Analysis					
Sines	k€	1 500	2 828	3 424	3 472
Marseille	k€	0,00	-300	730	3 131
ARA	k€	0,00	0,00	0,00	2 490
Mini P2R projects	k€	0,00	0,00	333	1 331
Other/cancellations	k€	-1 880	-2 250	-2 750	-3 000
Total	k€	-380	278	1 736	7 424
EBITDA/R margin	%	-5,10	2,66	11,0	21,0

Géographie du chiffre d'affaires

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Portugal	%	100	100		
France	%		0,00		
Belgique	%		0,00		
Egypte	%		0,00		
Other	%	0,00	0,00		

ROCE/CFROIC/Capitaux investis		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Rendement des capitaux investis	%	-5,62	-1,99	-1,90	3,68
CFROIC	%	-21,0	-43,1	-27,8	-20,1
Survaleur	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation cumulée des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	k€	372	372	372	372
Dépréciation cumulée des immo. incorporelles	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur actuelle des engagements de leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	k€	18 479	32 207	41 623	52 100
Amortissements cumulés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	k€	1 371	1 597	2 853	6 155
Autres actifs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	k€	20 223	34 176	44 847	58 626
Capitaux employés avant amortissement	k€	20 223	34 176	44 847	58 626

Capitaux employés par division		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Sines	k€	18 382	18 382	18 382	18 382
Marseille	k€	2 358	13 000	13 000	13 000
ARA	k€	0,00	0,00	15 000	15 000
Mini P2R projects	k€	0,00	0,00	2 250	5 750
Other	k€	-518	2 794	-3 785	6 494
Total capital employed	k€	20 223	34 176	44 847	58 626

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ■	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ■	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%