

Réunions d'analystes - La quintessence



Actionnariat :
 CS Europlasma SPV 29%, Management 3%
 Isin FR0000044810 Reuters/Bloom : **EURP.PA/MLEUP FP**

Données boursières :	11/5/12	n actions	13,451
Dernier cours :	1,46€		
+haut / +bas sur 1 an :	2,35/1,06		
Capitalisation boursière :	19,6 M€		
Performance YTD	-1,4%	Perf. 2011 :	-7,5%
	2009	2010	2011
BNA	-0,21€	0,04€	-0,10€
Croissance BNA		ns	ns
Cash Flow pa	-0,03€	0,28€	0,18€
			2012e
			0,10€
			2013e
			0,13€
			+38,5%
PER		-15,1x	15,1x
P/CF		8,2x	3,9x
CB/CA		0,34	
VE/CA		0,40	
VE / EBITDA		7,0x	

LA QUINTESSENCE, C'EST :

Une synthèse rédigée sur deux-trois pages de la problématique boursière d'une valeur cotée, ré-examinée à l'occasion d'une réunion d'analystes

Une analyse vraiment indépendante : un constat totalement désintéressé, puisque mis gratuitement à la disposition de ceux qui veulent bien le lire

Avec :

Les dernières informations publiées remises en perspectives

Une analyse ciblée du ou des points cruciaux du dossier pour les mois à venir

Un coup d'oeil sur la valorisation du moment

Europlasma : une curiosité de la cote

Coté sur Alternext depuis une dizaine d'années, Europlasma est apparemment une affaire attrayante, avec des savoir-faire très "high tech" et un positionnement sur des marchés d'environnement à forts potentiels comme le traitement des déchets et les énergies alternatives, et une valorisation raisonnable a priori à 0,34xCB/CA, 15x RN 2012e et 12x RN 2013e.

Bien sûr, ce n'est pas aussi simple que cela : i) la rentabilité n'est, pour le moment, pas là, ii) la société est engagée dans un grand pari technologico-financier, ce qui en fait un dossier "make or break" (: ça passe ou ça casse), et, iii) la structure du capital est rien moins qu'originale, ce qui n'aide pas.

1 - Les plus

Rappelons qu'historiquement Europlasma a été créée pour exploiter un procédé de **torche à plasma** mis au point dans les années 1970 chez Aérospatiale (un des ancêtres d'EADS) pour reconstituer en laboratoire les contraintes, principalement la chaleur extrême, auxquelles est soumis un véhicule spatial lors de sa rentrée dans l'atmosphère.

La torche à plasma fonctionne un peu comme un moteur fusée : on injecte un gaz (air, gaz carbonique, hydrogène, oxygène, hélium, etc...) dans une chambre de combustion dans laquelle deux électrodes annulaires génèrent un arc électrique. Le gaz ressort sous forme de plasma, qui est du gaz ionisé à **très haute température** (jusqu'à 4 000 degrés centigrades). La flamme ainsi obtenue est canalisée par un champ magnétique, et ce jet de plasma peut être utilisé pour souder, découper, appliquer des couches de matériaux par projection, faire fondre, ou, plus simplement, détruire.

responsables ad vitam eternam de ces déchets après traitement, ce qui n'est pas le cas pour les autres déchets industriels dangereux quand ils sont seulement inertés et stockés dans des décharges.

Une autre application est la **gazéification**, la fabrication de gaz à partir de la combustion de déchets (végétaux, ménagers, industriels non-dangereux). Dans ce dernier cas, la torche à plasma offre un gros avantage : l'absence totale de goudrons, des résidus de combustion hautement toxiques, à la sortie du four.

Torche à plasma Europlasma :



Une des applications de la torche à plasma est donc la **destruction définitive** de composés organiques dangereux, tels **l'amiante** ou le PCB, dans des fours ad hoc. Avec un argument commercial fort auprès des clients : ceux-ci ne sont plus

Jérôme Lieury
 01 45 33 66 28
 06 98 25 60 44



jk.lieury@wanadoo.fr

Basé à Morcenx, près de Bordeaux, Europlasma a réalisé un chiffre d'affaires de 58M€ en 2011, avec plusieurs activités en fait, dont certaines ont été acquises ces dernières années :

1) les **études, l'ingénierie** de procédés, et la **fabrication** pour des systèmes de torches à plasma pour toutes sortes d'applications industrielles (Europlasma maison mère),

2) les **systèmes** de traitement de gaz toxiques, ou de mauvaises odeurs industrielles, d'aération d'usines et de dépollution de l'air (filiale Europe Environnement),

3) la **destruction** (par torche à plasma) de **déchets** d'amiante, et leur transformation en matériaux vitrifiés réutilisables (filiale Inertam),

2 - Les moins

A) Les différentes activités du groupe contribuent de façon très inégales au résultat consolidé :

Activité : CA2011	RO	RO/CA	%CA	
Ingénierie, R&D	1,4	0,0	0,0%	2% Europlasma
Déchets dangereux	7,9	-1,1	-13,9%	14% Inertam
Energie	17,1	-0,1	-0,6%	29% CHO Power
Air & Gaz	31,6	0,9	2,8%	54% Europe Env.
	58,0	-0,3	-0,5%	100%

Europlasma ne gagne pas d'argent depuis plusieurs années :

B) De fait, le principal contributeur, Europe Environnement, a souffert depuis la Grande Récession de 2008-2009 d'un sous-investissement marqué chez les clients industriels, et s'est reporté sur des marchés publics moins bien margés. Inertam, pour sa part, a fait une mauvaise année 2011, ses fours ayant été arrêtés trop longtemps (9 semaines) pour des changements, et des essais, de matériaux réfractaires. Et sa rentabilité est orientée à la baisse, car les matériaux amiantés sont de plus en plus difficiles à traiter : de moins en moins de flocages d'amiante et de plus en plus de plâtres, voire de bétons pollués.

On est donc assez loin des marges dégagées par d'autres spécialistes des déchets, tels Séché (marge op. 2011 : 13%), Suez Environnement (7%) ou même Pizzorno (4%).

C) Par ailleurs, si Europlasma présente un **bilan** solide (cf ci-contre) alors qu'il consomme apparemment du cash, en investissant régulièrement plus que sa capacité d'autofinancement (cf tableau de flux page 3) c'est parce que la société a procédé à des **augmentations de capital répétées** ces dernières années : 25M€ en 2005, 11M€ en 2007, et 6M€ en 2010.

3 Le "make or break"

A) L'augmentation de capital de 2007 était réservée à un nouvel actionnaire, Crédit Suisse Europlasma SPV, et celle de 2010, destinée à financer le commencement d'une **grande opération** : la première usine en propre de gazéification de déchets/production d'électricité, construite et démarrée par la filiale CHO-Power : CHO Morcenx

Implantée à Morcenx, et devant entrer en service cet été, cette usine doit transformer la biomasse issue de la forêt landaise, et les déchets ménagers des villes limitrophes, en gaz de synthèse, qui alimente après des turbines produisant à plein régime 12MW d'électricité revendue à EDF selon un tarif pré-établi, et préférentiel étant donné le caractère alternatif de

4) les **solutions clé en main de production d'énergie** à partir de **gazéification** (par torche à plasma) de déchets (filiale CHO-Power).

Europlasma participe à de nombreux programmes de **recherche** qui lui donnent éventuellement accès à de nouveaux marchés : conversion des déchets en énergie (partenariat avec le japonais Kobelco), retraitement des déchets nucléaires faiblement radio-actifs (avec Iberdrola), retraitement des gaz utilisés dans la gravure de semi-conducteurs (usine 3 Sun, avec Air Liquide), stockage de chaleur pour le solaire thermique, etc..., bref, à première vue, Europlasma maîtrise des techniques complexes, et est apparemment un acteur reconnu dans ses métiers.

Compte de résultat	2009	+29,9% 2010	+42,2% 2011
Chiffre d'affaires	31,4	40,8	58,0
EBE	-1,5	3,6	3,3
Résultat Op.	-3,9	0,4	-0,4
Marge opérationnelle	-12,4%	1,0%	-0,7%
Résultat financier	-0,4	-0,6	-0,5
RCAI	-4,3	-0,2	-0,9
Résultat net pdg	-3,6	0,6	-1,3
Résultat net retraité	-2,8	0,6	-1,3
Marge nette	-8,9%	1,5%	-2,2%

On notera enfin que le groupe a publié **pour la première fois des comptes en normes IFRS** pour l'année 2011, et que, fidèles à la lettre de ces normes, ces comptes ne détaillent pas dans le résultat opérationnel unique les éléments hors exploitation (ajustements de valeurs, plus ou moins values réalisées, etc..., bref, tout ce qui n'est pas lié directement à l'exercice du métier), puisque ceux-ci sont néanmoins opérationnels (...).

La direction cite, sans les chiffrer, une plus-value de cession dans le résultat opérationnel 2010 (qui, sans cela, serait aussi en perte?), et, inversement, l'encaissement de "success fees" en 2011 (qui, sans cela serait encore plus en perte). Ce qui ne facilite pas la tâche pour retraiter les dits comptes et bâtir un modèle de prévisions skiabiles (les prévisions fiables, ça n'existe pas).

Bilan 31/12/2011	en M€		
GW et incorp.	10,0	Fonds Propres	34,5
Immobilisations	38,6	Minoritaires	2,4
Autres actifs	28,0	Dette financière	15,5
Liquidités	11,9	Autres passifs	36,1
	88,5		88,5
		* : dont DCT :	3,5
Dette nette :	3,6 <<<		
Dette nette/FP :	10%	FR	0,3
ROE :	-4%	BFR	-8,1
		T°	8,4

l'énergie produite. Avec la chaleur récupérée en amont dans le processus de gazéification, et réutilisée dans un réseau de chaleur, cette centrale devrait en principe avoir un rendement énergétique très satisfaisant, en plus d'avoir des sources de combustibles parfaitement renouvelables.

CHO Morcenx est un **investissement important**, soit 40M € en tout, que le groupe n'a pu financer tout seul : une société a été créée pour ce faire, dans laquelle l'actionnaire majoritaire est un fonds d'investissement suisse spécialisé dans les énergies renouvelables, Europlasma pouvant éventuellement monter à terme, par exercice de BSA, à 45% du capital environ, tout en étant l'opérateur industriel.

Il s'agit aussi d'un **pilote** : si le procédé industriel est validé de bout en bout, alors d'autres opérations du même type pourraient suivre rapidement, soit quatre usines en Grande-Bretagne pour un nouveau client, Sunrise Renewables, pour lequel CHO-Power construirait, puis opérerait aussi.

La direction estime que le développement de ce nouveau métier peut avoir un impact très favorable sur la **croissance** du groupe à moyen-terme, et peut le **transformer** en profondeur.

B) En attendant que ces perspectives a priori brillantes se matérialisent, on peut éventuellement envisager un scénario de **retour à la normale** pour les comptes 2012 et 2013 :

a) la fin de la construction de CHO Morenx signifie la fin d'un gros contrat pour CHO-Power, et en dépit de la reprise attendue de l'activité dans les autres filiales, le chiffre d'affaires devrait au mieux stagner,

b) les marges doivent se redresser en principe, notamment chez Inertam qui a retrouvé une activité normale, et la perte de démarrage de CHO Morenx, mise en équivalence, pèsera moins avec le début de l'exploitation et les premiers revenus tirés de cette opération.

		+ 29,9%	+ 42,2%	- 5,2%	+ 5,5%
Compte de résultat	2009	2010	2011	2012e	2013e
Chiffre d'affaires	31,4	40,8	58,0	55,0	58,0
EBE	-1,5	3,6	3,3	5,7	5,9
Résultat Op.	-3,9	0,4	-0,4	2,0	2,2
Marge opérationnelle	-12,4%	1,0%	-0,7%	3,6%	3,8%
Résultat financier	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
RCAI	-4,3	-0,2	-0,9	1,5	1,7
Résultat net pdg	-3,6	0,6	-1,3	1,3	1,8
Résultat net retraité	-2,8	0,6	-1,3	1,3	1,8
Marge nette	-8,9%	1,5%	-2,2%	2,4%	3,1%

Tableau de flux

CAF	-0,4	3,8	2,4	5,0	5,5
Investissements bruts	14,1	5,7	6,9	5,0	5,0
Free cash-flow	-14,5	-1,9	-4,5	0,0	0,5

Sources : publications société

Document non contractuel fourni à titre d'information, sous réserve d'erreurs ou d'omissions

C) Il ne faut pas oublier toutefois la **structure originale du capital** : si l'on ajoute au nombre d'actions actuel, 13,45M, les **actions préférentielles** détenues par Crédit Suisse Europlasma SPV, soit 2,205M de titres en plus, qui deviendront des actions ordinaires au plus tard en septembre 2013, la valorisation est nettement plus tendue, à respectivement 17,6x et 12,7x des résultats 2012 et 2013 encore très imprévisibles, même si à 0,39x, le nouveau CB/CA est dans la moyenne du secteur sans plus.

Ce d'autant plus qu'avec CHO Morcenx, l'investisseur achète un **projet**, finalement.

Qui peut ne pas marcher.

Le financement de projet est un autre métier que l'investissement boursier, et il n'est pas toujours bon de mélanger les genres. Souvenez vous d'Eurotunnel et d'Eurodisney, tous deux mis en Bourse beaucoup trop tôt.

Bref, ça passe ou ça casse...

Jérôme Lieury - 11 mai 2012
06 98 25 60 44