

FLASH – ENERGIES ALTERNATIVES

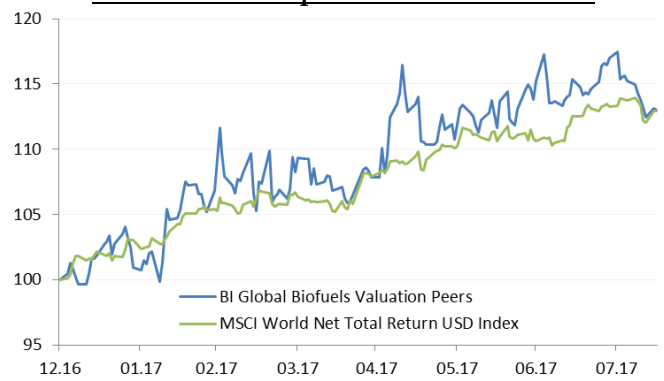
15 août 2017

Biocarburants : Hausse des cours du brut et reprise des exportations profiteront aux producteurs US

Points clés:

- Les actions du secteur des biocarburants gagnent +13.10% depuis le début de l'année, contre +12.94% pour l'indice MSCI World TR et -9.15% pour les actions du secteur énergie (MSCI World Energy TR)
- En seconde partie d'année, les perspectives positives pour les cours du brut renforceront l'attractivité des biocarburants en général, et de l'éthanol en particulier
- Écart de prix entre les futures Éthanol et Essence à nouveau favorable (-3.0 centimes le 15.08.2017)
- En 2017, les États-Unis demeurent de loin le premier producteur mondial d'éthanol (58 milliards de litres), devant le Brésil (25 milliards de litres)
- Les titres américains devraient bénéficier à la fois d'une demande intérieure stable et de nouvelles opportunités à l'export au Brésil et au Mexique

Performances depuis le début de l'année



Sources : Bloomberg Finance L.P., BBGI Group SA

Malgré la hausse déjà enregistrée, nous pensons que les entreprises du secteur des biocarburants bénéficieront d'une conjonction de facteurs favorables pour la seconde partie de l'année 2017.

D'abord, d'un point de vue macroéconomique, la hausse possible des cours du brut en seconde partie d'année – une nouvelle hausse au-delà de 55\$ n'est pas à exclure¹ – relancera naturellement la compétitivité des biocarburants en termes de prix. Aussi, les producteurs américains d'éthanol, que nous privilégions, devraient profiter d'un rebond des exportations vers le Brésil et le Mexique. La volonté politique demeure toutefois incertaine sous la gouvernance Trump.

La sélection de titres restera cruciale au second semestre. Nous favorisons une rotation sur les titres qui sont actuellement en retard depuis le début de l'année.

Perspectives positives pour les cours du brut au second semestre

En juillet, les choses avaient assez mal commencé pour les cours du brut, après que la Russie ait exprimé son refus de suivre de nouvelles restrictions de production. Le WTI Crude cédait ainsi -4.12% au cours de la seule journée du 5 juillet. Toutefois, la tendance s'est assez rapidement inversée et le cours du WTI Crude terminait en hausse de +8.97% sur le mois. Parmi les éléments explicatifs, notons que la production

¹ Analyse Hebdomadaire du 21.07.2017 : « Matières premières: Nouvelle hausse probable du pétrole à 55\$ ».

Quelles performances pour les producteurs de biocarburants en 2017 ?

Depuis le début de l'année, les entreprises actives dans le domaine des biocarburants progressent de +13.10%, soit un résultat similaire à celui de l'indice MSCI World TR (+12.94%).

Elles surperforment par ailleurs nettement les actions du secteur énergie, en recul de -9.15% sur la même période.

Cette hausse regroupe toutefois des performances très disparates selon les entreprises. En euros, les titres allemands CropEnergie (CE2 GR) et VERBIO Vereinigte BioEnergie (VBK GR) bondissent respectivement de +84.98% et +36.71% depuis le début de l'année, tandis que les titres américains Green Plains (GPPE US) et Pacific Ethanol (PEIX US) corrigent sévèrement (respectivement -30.70% et -48.42% en USD). Avec des performances plus mesurées, les titres Energy Absolute (EA TB) et Renewable Energy Group (REGI US) progressent de +23.43% (en THB) et +19.07% (en USD) sur la même période.

américaine pour 2018 a été revue à la baisse par l'EIA, et ceci pour la première fois cette année (à 9.9 millions de barils). Aussi, tout au long du mois, les données faisaient état de stocks en constante diminution dans le pays, tant pour le brut que pour l'essence. Enfin, les déclarations de l'Arabie saoudite concernant une réduction importante de ses exportations en août (6.6 millions de barils/jour, soit 1 million de moins qu'en août 2016) ont également participé à l'optimisme ambiant en juillet. Le pétrole est cependant reparti à la baisse au cours des dernières sessions.

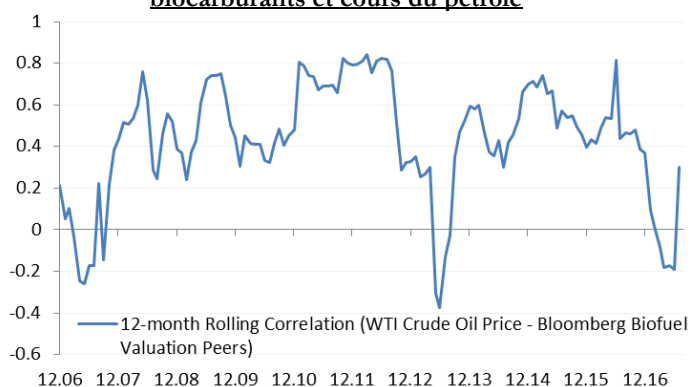
En dépit du récent recul de 49 à 47\$, il est probable qu'un nouveau contexte plus favorable se mette en place pour les cours du brut au cours des prochains mois, et justifie une progression sensible de la demande de brut.

Une hausse des cours à nouveau au-delà de 55\$ le baril est ainsi envisageable, soutenue par l'amélioration progressive des conditions de l'offre et de la demande. Dans un contexte conjoncturel positif en Europe, aux Etats-Unis, mais surtout en Asie, nous estimons en effet que les perspectives de hausse de la demande de 2mbj sont réalistes pour la fin de l'année. La réduction des inventaires pourrait alors s'intensifier. Par ailleurs, une nouvelle tendance haussière devrait également être accompagnée par une relance de la demande spéculative et d'investissement, toujours prudente pour l'instant.

Dans le scénario d'une hausse des cours du brut, les biocarburants gagneront naturellement en attractivité. C'est par ailleurs d'autant plus le cas lorsque les mouvements sont tranchés sur le marché du pétrole.

Au cours des dix dernières années, la corrélation moyenne à douze mois entre les cours du brut et l'indice Bloomberg Biofuels Valuation Peers est légèrement inférieure à 0.5, avec de rares épisodes en-dessous de 0.3. Restée négative en début d'année 2017, la corrélation est repartie à la hausse récemment, pour atteindre 0.3 sur douze mois à la fin du mois de juillet.

Corrélation 12 mois glissants – Producteurs de biocarburants et cours du pétrole



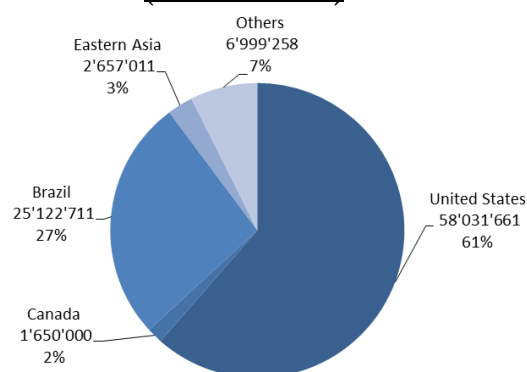
Sources : Bloomberg Finance L.P., BBGI Group S.A

Le marché des biocarburants aux États-Unis : contexte et conjoncture

Le marché des biocarburants est encore régi par les politiques étatiques et les programmes de développement mis en place par les gouvernements. Cette section revient sur les caractéristiques du marché dans le monde et aux États-Unis.

L'éthanol (ou « bioéthanol »), produit à partir de maïs, est le biocarburant le plus largement produit et consommé aux Etats-Unis, représentant plus de 80% de la production de biocarburants. Les États-Unis sont aussi le premier producteur mondial d'éthanol, concentrant plus de 60% de la production d'éthanol cette année. Le Brésil, deuxième producteur (éthanol cette fois produit à partir de la canne à sucre), fournit 27% de la production mondiale.

Répartition de la production d'éthanol-carburant (1000 litres - 2017)



Source : FO Licht, Bloomberg Finance L.P, BBGI

L'hégémonie de la production américaine s'explique par un engagement important de la part des autorités dans le développement des biocarburants, avec en ligne de mire l'objectif de réduire la dépendance énergétique du pays. Le Renewable Fuel Standard (RFS) fut ainsi créé dans la *Energy Policy Act* de 2005 (EPAct), puis étendu et affiné dans la *Energy Independence and Security Act* de 2007 (EISA). Ce programme établit le premier mandat en matière de biocarburants aux Etats-Unis, fixant des volumes annuels minimaux de production et de consommation de biocarburants. Au quotidien, les quotas et le fonctionnement du RFS sont gérés par l'EPA, l'Agence pour la Protection Environnementale américaine. La responsabilité dans l'atteinte des objectifs du programme incombe aux raffineurs d'essence. En effet, ce sont eux qui peuvent incorporer jusqu'à 10%, et même désormais jusqu'à 15% d'éthanol (sous conditions) dans le carburant qu'ils vendent aux stations-service. Chaque raffineur a un quota individuel à remplir en matière de biocarburants.

Pour suivre l'usage des biocarburants et le respect des quotas individuels imposés aux raffineurs d'essence, le programme du Renewable Fuel Standard (RFS) a mis en place ce que l'on appelle des RINs (« Renewable Identification Number »). Chaque unité de biocarburants produite se voit donc assigner une sorte de numéro de série, qui sera transféré avec le carburant une fois celui-ci vendu. Quand les raffineurs achètent le biocarburant et le mélangent à leur essence, les RINs sont alors séparés du carburant et peuvent être échangés sur un marché, tandis que les RINs des biocarburants exportés sont retirés du marché. Les raffineurs peuvent alors choisir de remplir leur quota individuel soit en mélangeant des biocarburants dans l'essence qu'ils vendent, soit en rachetant des RINs aux raffineurs ayant introduit dans leur mélange davantage de biocarburants que ne l'imposait leur quota.

D'où l'importance, bien sûr, pour l'éthanol de conserver une compétitivité en termes de prix par rapport à l'essence. Au cours de la dernière décennie, l'éthanol a ainsi longtemps bénéficié de l'argument du prix par rapport à

l'essence, qui justifiait son incorporation par les raffineurs dans le carburant destiné à la consommation de masse. Toutefois, avec la baisse des cours du brut en 2014 et en 2015, l'éthanol a vu cet avantage compétitif s'éroder fortement, l'éthanol allant jusqu'à se traiter avec une prime de 50 centimes sur le prix de l'essence en février 2016. Depuis quelques mois, l'écart tourne à nouveau autour de 0, suggérant une amélioration des fondamentaux pour le marché de l'éthanol. La hausse des cours du brut, si elle se réalise, contribuerait à asseoir la compétitivité retrouvée.

Les analystes sont toutefois en général assez confiants sur le développement de l'utilisation du carburant E15 cette année, une avancée qui repousse la limite structurelle du marché de l'éthanol de 10% à 15% de l'essence consommée dans le pays.

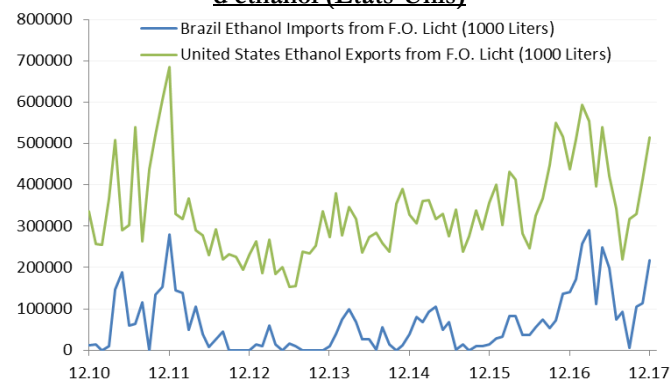
Mais surtout, et c'est relativement nouveau sur le marché de l'éthanol, les producteurs américains bénéficient aujourd'hui de nouveaux marchés à l'export, à l'image du Brésil et du Mexique.

Le Brésil, un nouveau marché pour les producteurs américains

Même si la demande mondiale d'éthanol ralentit en 2017, les producteurs américains pourraient continuer à augmenter leur production au second semestre, à la fois pour couvrir une demande intérieure solide, mais aussi pour satisfaire une hausse de la demande à l'exportation. En effet, face à l'appréciation du real depuis le début de l'année 2016, l'éthanol américain devient plus compétitif au Brésil, qui doit importer pour couvrir ses objectifs contraignants en matière de mélange d'éthanol. Les producteurs locaux se sont en effet concentrés sur la production de sucre, plus rémunérateur, au cours des derniers mois. Les estimations publiées par F.O. Licht tablent sur une hausse de 220 à 513 millions de litres d'éthanol exportés/mois par les États-Unis d'ici la fin de l'année 2017, et une hausse des importations brésiliennes de 5 à 218 millions de litres/mois, reflétant l'intensification des échanges entre ces deux pays.

Avec la fin de l'exemption sur l'éthanol de la taxe PIS/Cofins en début d'année 2017, les observateurs craignaient une diminution de la consommation d'éthanol au Brésil. Toutefois, le gouvernement brésilien a décidé le 28 juillet de revenir en arrière et de réduire la taxe sur l'éthanol, après avoir augmenté cette taxe pour l'essence, le diesel et l'éthanol une semaine plus tôt, dans une volonté de conjurer la hausse de son déficit budgétaire. Comme les augmentations annoncées pour l'essence et le diesel sont maintenues, les biocarburants bénéficieront d'un léger avantage en termes de prix à la pompe par rapport à l'essence.

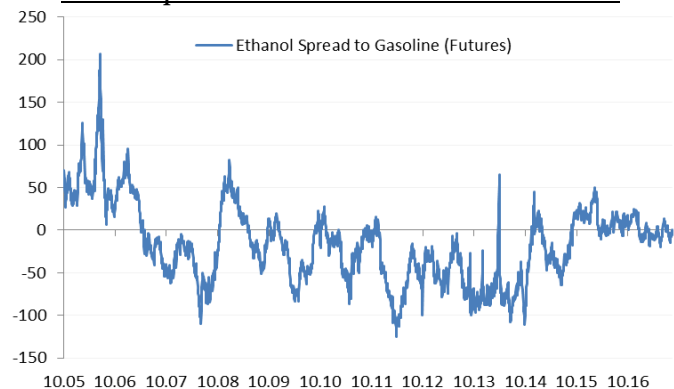
Importations d'éthanol (Brésil) et exportations d'éthanol (États-Unis)



Sources : F.O. Licht, Bloomberg Finance L.P., BBGI Group SA

Au Mexique, les autorités entérinaient à la fin du mois de juin une loi permettant le mélange de 10% d'éthanol dans l'essence vendue aux stations-service (contre 5.8% précédemment). Le pays devrait donc aussi offrir un marché potentiel aux producteurs américains, bien que dans une moindre mesure.

Écart de prix entre les futures Ethanol et Essence



Sources : Bloomberg Finance L.P., BBGI Group SA

Quelle volonté politique sous Donald Trump ?

Depuis l'élection de Donald Trump, la volonté politique demeure incertaine. Dans notre analyse du 10.11.2016², nous soulignons qu'en janvier 2016, le futur Président, alors en campagne pour les primaires et s'exprimant lors d'un événement organisé par l'association des biocarburants de l'Iowa, rappelait que les régulateurs fédéraux devraient augmenter la quantité d'éthanol mélangée dans l'essence destinée à la consommation de masse. Donald Trump a par ailleurs plusieurs fois assuré son soutien à l'industrie de l'éthanol aux États-Unis, avançant l'argument de l'indépendance énergétique. Il assurait alors qu'en tant que Président, il défendrait le programme du RFS et ferait en sorte qu'il ne soit pas, par exemple, révisé à la baisse par le Congrès. Donald Trump a en partie tenu parole : les propositions de l'EPA concernant les quotas de production de biocarburants pour 2018, publiées en juillet, atteignent 15 milliards de gallons pour l'éthanol, soit le même niveau qu'en 2017. Une partie du marché craignait au contraire une diminution des quotas. Très récemment toutefois, le U.S. Senate Committee on Environment and Public Works décidait de ne pas considérer la proposition de loi (S.517) qui permettrait d'étendre la commercialisation de carburant E15, celui contenant 15% d'éthanol. La question est en effet reportée après la pause du Congrès du mois d'août.

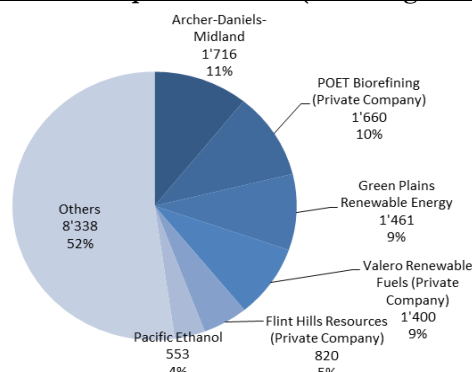
La structure même du marché aux États-Unis, avec une limite théorique à la production pour le marché intérieur tributaire des quantités autorisées pour le mélange dans l'essence dite « mass-market », demeure contraignante pour les producteurs américains ; c'est d'ailleurs tout le paradoxe du programme RFS.

² Flash – Energies Alternatives du 10.11.2016, « Élection de Donald Trump: Quelles répercussions pour les énergies alternatives aux États-Unis? ».

Zoom sur les titres américains

Les plus grands producteurs d'éthanol aux États-Unis – si l'on considère uniquement les sociétés cotées – sont Archer-Daniels-Midland (ADM US), Green Plains Renewable Energy (GPRE US) et Pacific Ethanol (PEIX US). Si Archer-Daniels-Midland, qui n'est pas un « pure player » pèse 23 milliards de dollars, Green Plains, dont 70% des revenus 2016 étaient liés à la production d'éthanol, et Pacific Ethanol, « pure player », sont des petites capitalisations boursières (respectivement 773 et 200 millions de dollars).

Ethanol US – Capacités totales (mios de gallons/année)

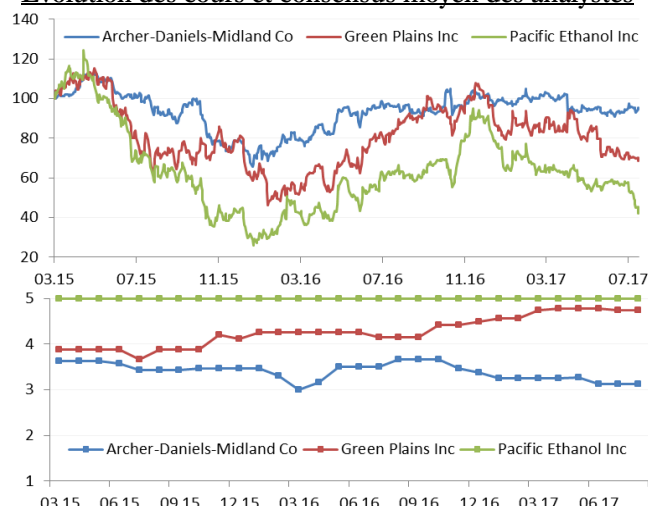


Sources : Renewable Fuels Assoc., Bloomberg Finance L.P., BBGI Group SA

Si l'on analyse la correction récente du titre Green Plains (-30.70% depuis le début de l'année), celle-ci s'explique notamment par les résultats décevants publiés pour le deuxième trimestre (EPS -0.41\$ contre -0.02\$ attendus ; chiffre d'affaires de 886.3M\$ en baisse de -0.2% par rapport à l'année précédente). L'entreprise reportait une perte d'exploitation de 3.8M\$ au deuxième trimestre, pénalisée par une perte de 22.5M\$ dans le segment de la production d'éthanol.

Les analystes misent sur des conditions à venir plus intéressantes pour le groupe, qui obtient ainsi un « consensus rating » de 4.75 (sur une échelle allant de 1, « Sell », à 5, « Buy ») entre les 8 analystes qui suivent le titre. Le « target price » agrégé à douze mois atteint 26.33\$, pour un prix de 18.65\$ à la clôture le 15 août. BMO Capital Markets fixe un objectif de cours de 30\$ pour le titre, prévoyant un retour vers des niveaux de rentabilité « normaux » d'ici 2018. Le chiffre d'affaires pourrait être porté à la fois par de meilleurs résultats dans le segment éthanol, et par sa stratégie de diversification en dehors de ce marché, notamment au moyen d'acquisitions (dernière en date : Fleischmann Vinegar) qui devrait lui permettre à l'avenir de diminuer la volatilité de ses revenus.

Évolution des cours et consensus moyen des analystes



Sources : Bloomberg Finance L.P., BBGI Group SA

La société, comme les titres Archer-Daniels-Midland et Pacific Ethanol, devrait ainsi profiter du rééquilibrage entre l'offre et la demande sur le marché de l'éthanol et parvenir à stabiliser ses marges dans ce segment qui représente 70% de ses activités. La marge de broyage (« crush margin »), qui est calculée par la différence entre les produits de la vente d'éthanol et le coût des matières premières, devrait également dépasser les 7 centimes communiqués au deuxième trimestre. La société avance en effet aujourd'hui opérer à pleine capacité, contre un taux de 75% au deuxième trimestre. Elle est également bien placée pour profiter de la hausse des exportations d'éthanol, son terminal d'import-export (en joint-venture avec Jefferson Gulf Coast Energy Partners) devant être opérationnel au quatrième trimestre.

Grâce à la faiblesse récente des cours, le titre est aussi plus attractif en comparaison historique : le ratio P/S diminue à 0.19, contre 0.31 en moyenne en 2014, 0.28 en 2015 et 0.27 en 2016. Les titres Archer-Daniels-Midland et Pacific Ethanol présentent, quant à eux, un ratio de 0.37 (0.42 en 2016, 0.31 en 2015) et de 0.12 (0.26 en 2016 et 0.17 en 2015).

Conclusion

Depuis le début de l'année, les entreprises du secteur des biocarburants enregistrent une performance en ligne avec celle du marché. Les perspectives sont plutôt favorables, notamment pour les titres américains actifs dans la production d'éthanol, qui profiteront à la fois d'une plus grande attractivité pour l'éthanol en cas de hausse des cours du pétrole et d'une reprise des exportations à destination du Brésil et du Mexique.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbqi.ch - www.bbqi.ch