



FutureFuel Corp.

NYSE, Ticker : FF / ISIN : US36116M1062

FutureFuel est une société américaine qui fabrique des produits chimiques et des biocarburants.

La société a été créée en 2005 avec pour objectif de chercher à acquérir des compagnies actives dans les biocarburants. Dès 2006, FutureFuel faisait l'acquisition de Eastman SE, un ancien spin-off d'Eastman Kodak, spécialisée dans la chimie avec pour ambition d'en faire un des leaders américain des biocarburants.

Les biocarburants de FutureFuel sont produits au départ d'huile de soja et de graisses animales. Certaines hypothèques pèsent sur cette branche d'activité en raison de l'affaiblissement du marché des carburants renouvelables : la direction reconnaît qu'elle ne sait pas si elle produira encore du biocarburant à long terme, ni en quelle quantité, ni à quelle prix... ce qui, reconnaissons-le, soulève pas mal d'incertitude. Ainsi, en 2013, les biocarburants représentaient 45 % de la marge brute générée par le groupe pour 30 % en 2014.

Mais l'entreprise a aussi conservé son savoir-faire de base en fournissant des services sur mesure pour la production, pour le compte de ses clients, de produits de chimie fine comme des solvants, des produits agrochimiques, des colorants ou des polymères. Chacune des productions est unique et destinée exclusivement à un seul client en vertu de contrat à long terme. Depuis 2011, ce segment est confronté au ralentissement des commandes de ses clients, ceux-ci étant eux-mêmes confrontés à des concurrents produisant des génériques. La direction tente, pour compenser cette baisse de volume par client, d'augmenter le nombre de clients. En 2014, le principal client de ce département a été Procter & Gamble qui représentait 12 % du chiffre d'affaires total. C'est le seul client dont le courant d'affaires dépasse les 10 % des recettes totales de FutureFuel.

98 % des ventes sont réalisées aux USA.

Les actions de l'entreprise ont été cotées sur l'OTC jusqu'en mars 2011 avant son passage sur le Nyse.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 31/12/2014.



I. **Gestion** (nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires)

1. Evolution du nombre d'actions

n-1	43.392
n-2	43.277
n-3	41.508
n-4	40.887
n-5	37.188
n-6	29.254
n-7	27.550
n-8	32.287

L'observation du nombre d'actions en circulation permet de vérifier si les actionnaires ne sont pas soumis à des dilutions excessives, consécutives à des plans de stock-options trop conséquents ou à des besoins de refinancement.

Nous observons ici que le nombre d'actions en circulation augmente régulièrement dans le temps. Manifestement, la direction « ne s'oublie pas » quand il s'agit de prélever les fruits produits.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	0,03
n-2	0,02
n-3	0,03
n-4	0,03
n-5	0,04
n-6	0,05
n-7	0,04
n-8	0,04

L'observation de l'évolution de ce ratio dans le temps permet de vérifier si la direction est attentive à la maîtrise de ses frais généraux.

Le rapport entre les frais généraux et le chiffres d'affaires semble assez stable dans le temps, voire, en légère diminution.





3. Rotation des stocks

n-1	57,94
n-2	43,39
n-3	50,13
n-4	81,18
n-5	72,93
n-6	56,16
n-7	60,60
n-8	55,14

L'observation de l'évolution de ce ratio permet de vérifier que la direction gère ce poste de l'actif courant de manière optimale. Un ralentissement de la vitesse de rotation des stocks peut signifier un stock obsolète et/ou géré de manière peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.

Mis à part un léger dérapage dans les années 2010-2011, ce poste semble sous contrôle, ce qui nous semble assez logique : les productions de la division « chimie » sont effectuées « sur mesure » pour des clients déterminés et sur base de contrat et du biocarburant doit pouvoir s'écouler facilement.

4. Création de valeur sur 7 années : 149,8 % ou 13,97 % par an

Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmentation des fonds propres par action de la société et les dividendes distribués. Il nous permet de voir quelle a été la vraie valeur générée au profit des actionnaires.

Une création de valeur de près de 14 % par an pour les actionnaires nous semble excellente même s'il est probable que certaines de ces années furent particulièrement favorables à la division « biocarburants ».

Conclusions : Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci est gérée correctement en bon père de famille depuis quelques années et que les actionnaires minoritaires ne sont pas oubliés... et la direction non plus.

II. **Solidité bilantaire** (nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle)



1. Ratio courant : 6,36

Ce ratio compare les actifs courants de la société avec ses passifs à court terme. Il nous permet d'apprécier la capacité de la société à faire face à ses échéances financières à court terme et à disposer de suffisamment de liquidités pour pouvoir tourner.

Les actifs courants de FutureFuel sont plus de 6 fois plus élevés que les passifs à court terme. La liquidité de la société nous semble donc réellement conséquente.

2. Trésorerie nette par action : 4,88 USD

Nous calculons ce montant en amputant le cash et les placements de trésorerie de l'actif de l'ensemble des dettes financières du passif qu'elles soient à long terme ou à court terme.

La trésorerie nette représente un peu moins de 45 % du cours de bourse. Ceci nous semble constituer une jolie marge de sécurité supplémentaire par rapport au prix auquel nous pouvons payer la société. Nous remarquons qu'une petite partie des placements de trésorerie est investie en actions et actions privilégiées (0,70 usd par action)

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 1,11

Nous comparons le free cash-flow moyen des 5 derniers exercices avec les engagements à long terme de la société. Il nous permet de calculer le nombre d'années nécessaires à la société pour rembourser ses dettes à long terme.

Ce ratio nous indique que moins de 14 mois de free cash-flow sont nécessaires à la société pour rembourser l'intégralité de ses dettes à long terme. Cela nous semble confortable.

4. Ratio de solvabilité : 143,78 %

Il s'agit ici de notre ratio de solvabilité « maison » qui se calcule en comparant les fonds propres au total de bilan duquel nous avons amputé les liquidités et placements de trésorerie.

Le ratio de solvabilité de FutureFuel est vraiment excellent : rappelons qu'un ratio supérieur à 100 % signifie que la société pourrait rembourser l'intégralité de son passif immédiatement rien qu'avec ses disponibilités et ses placements de trésorerie.



Conclusions : FutureFuel présente un bilan très solide qui nous semble suffisant pour « tenir » tant que la conjoncture est mauvaise pour les biocarburants.

III. **Croissance** (nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

n-1	1,23
n-2	1,71
n-3	0,83
n-4	0,75
n-5	0,62
n-6	0,58
n-7	0,82
n-8	0,26

Le bénéfice est en forte croissance : entre 2007 et 2014, il a augmenté de près de 25 % par an.

2. Chiffre d'affaires par action

n-1	7,88
n-2	10,28
n-3	8,48
n-4	7,58
n-5	5,89
n-6	6,72
n-7	7,20
n-8	5,26

L'aspect cyclique des activités de FutureFuel apparaît clairement quand on observe l'évolution assez erratique des ventes.



3. Free cash-flow par action

n-1	1,40
n-2	1,89
n-3	0,88
n-4	0,58
n-5	0,62
n-6	0,06
n-7	0,68
n-8	-0,08

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son actif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

A l'instar du bénéfice, le free cash flow est en croissance relativement régulière. Le flux de trésorerie moyen de ces 5 dernières années est de 1,07 usd, ce qui représente 9,7 % du cours actuel.

4. Dividende par action

n-1	0,36
n-2	0,69
n-3	1,60
n-4	0,40
n-5	0,80
n-6	0,30
n-7	0,70
n-8	0,00

Le dividende est assez irrégulier (et est annoncé en baisse pour 2015). Sur les 5 dernières années, il a représenté, en moyenne, 7 % du cours actuel.



5. Marge d'exploitation

n-1	16,42%
n-2	20,29%
n-3	13,10%
n-4	16,66%
n-5	14,67%
n-6	12,63%
n-7	16,23%
n-8	5,69%

Ce ratio se calcule en divisant le résultat d'exploitation par le chiffre d'affaires généré. Il est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise à imposer ses prix et à maîtriser ses coûts de production.

Le taux de marge d'exploitation est relativement stable, ce que nous pouvons expliquer, en partie, par l'activité « chimie fine » qui est consolidée au travers de contrat de longue durée. Mais nous sommes malgré tout un peu surpris par le fait que l'activité « biocarburant » ne semble pas avoir mis à mal la régularité du taux de marge consolidé.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semblent nous démontrer que FutureFuel est une « vache à lait » mais aussi une « cyclique de croissance »... du moins tant que les biocarburants pourront continuer à assurer une part de la rentabilité.

IV. Rentabilité (nous mesurons ici la capacité de l'entreprise à dégager de la rentabilité)

1. ROE

n-1	14,82%
n-2	22,53%
n-3	13,18%
n-4	10,58%
n-5	9,15%
n-6	8,93%
n-7	12,48%
n-8	4,96%



Le Return On Equity compare le bénéfice net au fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est satisfaisant.

En moyenne, sur 8 ans, le rendement des fonds propres de FutureFuel a été de 12 %, ce qui nous semble correct tout au plus.

2. Rapport free cash flow/dividende

n-1	3,89
n-2	2,74
n-3	0,55
n-4	1,44
n-5	0,78
n-6	0,20
n-7	0,97
n-8	NSP

On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.

Comme on peut le voir, le dividende distribué correspond généralement plus ou moins au free cash flow généré même si ces dernières années, il fut largement supérieur. Mais au vu de la cyclicité du dividende que nous avons mentionné plus haut, cela semble cohérent : c'est en fonction même des flux de trésorerie générés que le dividende est distribué. Ce ratio ne nous dit donc pas grand-chose sur la pérennité du dividende à long terme.

Conclusions : FutureFuel est une société qui semble, à première vue, présenter une rentabilité correcte sans être franchement hors norme.

V. Valorisation (nous donnons ici quelques éléments de valorisation de la société)

1. PER 2014 : 8,94 (PER moyen des 3 dernières années : 10,13)
2. Rendement dividende : 3,3 %
3. Price to book 2014 : 1,32 (price to book moyen des 3 dernières années : 1,72)
4. Price Net cash ratio : 2,25 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus)
5. Objectif de cours de l'équipe des daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments



permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour FutureFuel s'établit à 24,03 USD.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 11,14 USD, nous avons la possibilité d'acquérir des actions FutureFuel avec un potentiel par rapport à notre objectif théorique de 216 %.

Ce potentiel théorique est à mettre en parallèle avec les incertitudes pesant sur les biocarburants. Heureusement, en 2014, cette activité a pesé nettement moins dans l'activité globale de la société.

C'est sans doute cette hypothèque qui explique qu'en regard de ses ratios historiques, la société soit bon marché (ce qui est relativement rare par les temps qui courent). Si on soustrait la trésorerie et les placements de trésorerie, le per 2014 est même de 5 !

Néanmoins, d'autres éléments doivent être pris en compte : la faiblesse du dollar qui rend les concurrents du segment chimique de Futurfuel plus concurrentiel au moment de renouveler des contrats (ou d'en conclure des nouveaux) et surtout le fait que la rentabilité du département « biocarburant » dépend presque exclusivement des décisions politiques qui seront prises dans le future en matière d'incitants.