

Hebdo Crédit

Du 17 janvier 2022

L'affaire EDF : signe avant-coureur d'une tentation grandissante des gouvernements ?

Entreprises citées :

EDF ; Areva ; SNCF ; Air France ; Air Portugal

Depuis le début d'année, les marchés poursuivent le mouvement entamé au quatrième trimestre 2021, s'inquiétant de l'inflation, des hausses de taux à venir de la FED, d'une potentielle hausse des taux longs et d'autres facteurs traditionnels de volatilité. Cette semaine encore, les rotations sectorielles étaient fortes, les mouvements de taux soudains et significatifs, les devises très volatiles. Pourtant, nous considérons que les marchés ont tant anticipé cette volatilité et craignent tellement, depuis plusieurs mois, les mouvements de la FED ou la persistance de l'inflation pendant encore quelques mois, que les mouvements majeurs sur les portefeuilles ne viendront pas de ces craintes macro. Et cette semaine nous en a offert un premier exemple avec la chute massive de l'action EDF, à qui l'Etat français a donné l'ordre de vendre son électricité à un prix entre 42 et 46.2 euros le mégawatt/heure alors qu'elle l'achètera elle-même à 300 euros sur les marchés et qu'elle vient d'annoncer une révision à la baisse de sa production nucléaire, quelques-unes de ses centrales souffrant de problèmes de corrosion...

Nous séparerons notre hebdo en deux points pour tirer les enseignements de cette opération :

- Une opération destinée à enrayer la macro-économie
- Les conséquences sur l'entreprise

1-Une opération destinée à enrayer la macro-économie

Depuis quelques mois, le monde fait face à une situation d'inflation rarement connue dans les décennies passées, ballotté entre hausse du prix des matières premières et de l'énergie, rupture des cycles d'approvisionnement, modification des modes de consommation, mais aussi conflits géopolitiques avec la baisse volontaire de la production de gaz en Russie. Le pouvoir d'achat étant le cheval de bataille de la plupart des gouvernements occidentaux, cet épisode inflationniste ne leur est clairement pas favorable et on se souviendra notamment de la crise sociale majeure de 2018-2019 en France. Si l'Etat français n'a pas la main sur les données macro-économiques, il a fait le choix d'en faire supporter la facture à une entreprise privée, rouage principal de l'énergie du pays. Alors qu'on entend donc à l'envi que la BCE et autres institutions monétaires et politiques ne pourront maintenir leurs diverses politiques de soutien parce que l'inflation, calculée essentiellement par le prix des biens de consommation, est à un niveau trop élevé, nous noterons ici que l'inflation calculée peut aisément être amputée d'une partie significative grâce à une action politique. Comme nous le disons depuis 2015, les taux d'intérêts bas sont un outil politique indispensable au maintien et à la stabilité de la Zone Euro, en particulier des pays les plus fragiles économiquement et les plus endettés, France incluse. Le pouvoir des institutions réside justement dans la capacité à changer les règles et cette opération de l'Etat français sur EDF peut être considérée comme un avant-goût d'autres opérations comparables pour décorréliser les chiffres de la réalité économique - ici, l'inflation.

2- Les conséquences pour l'investisseur

Du point de vue d'EDF, cette opération est économiquement absurde et aucune entreprise privée ne pourrait y faire face sans perdre tout crédit auprès des investisseurs. En 2022, les montants offerts par EDF à ses concurrents et aux ménages seront d'environ 8 milliards d'euros, impactant directement l'Ebitda de l'entreprise, ses dividendes, ses ratios de crédit, déjà de qualité médiocre pour un opérateur électrique national. Du point de vue purement financier, voici quelques conséquences de cette perte nette :

- Un Ebitda en baisse de 35 à 45%
- Un déficit de free cash flows passant de -2.7Mds d'euros par an en 2021 à une fourchette se situant entre -8 et -10Mds par an ; déficit qu'il faudra bien financer par de nouvelles dettes, dont le coût devrait être plus élevé, ce qui augmentera encore le déficit...
- Un rating intrinsèque (hors soutien d'Etat) passant de BB à B, proche de celui de Areva dans ses heures les plus difficiles...

Si la liquidité de l'entreprise est encore confortable, avec près de 18 milliards d'euros, ces conséquences sont très significatives et on peut noter plusieurs points :

- Comment un Etat Européen, actionnaire majoritaire d'une entreprise privée, peut-il, sans craindre d'être retoqué par un tribunal, ponctionner la moitié de l'Ebitda de cette entreprise comptant d'autres actionnaires (15% de l'actionnariat total) et des créanciers privés ?

- Comme pour d'autres entreprises publiques, la prime est à la réflexion à court terme et chacun sait qu'EDF, continuant sur la route du cash-flow négatif, de la faible rentabilité et du soutien d'Etat finira comme SNCF, Areva ou Air France...

- Les secteurs régulés comportent un danger pour l'investisseur car l'Etat peut modifier les règles à sa guise : le secteur bancaire en a fait les frais durant toute la décennie 2010, durant laquelle les évolutions réglementaires ont coûté cher aux actionnaires ; nous avons un autre exemple aujourd'hui sur le secteur de l'énergie. Au vu des pressions inflationnistes, des difficultés d'approvisionnement, des contraintes environnementales poussant à une révolution verte pour laquelle l'Europe et a fortiori la France, sont pour le moment mal armées, on peut imaginer que le secteur de l'énergie européenne pourrait être un secteur complexe pour les investisseurs dans les années à venir, tout comme le transport, les utilities ou la santé.

- Nous noterons également que ce genre de mesures pourraient aussi se produire dans d'autres pays, sous d'autres formes. On a déjà entendu le président chinois, il y a quelques mois, parler de « prospérité commune » et de redistribution des revenus, et exiger dans la foulée des dons financiers colossaux des grands patrons et des entreprises. Le problème de l'inflation et du pouvoir d'achat est aussi très prégnant pour le Président Biden, alors même que les élections 'mid-term' approchent et que les pronostics sont exécrables. Alors même que quelques entreprises américaines, GAFAM en tête, cristallisent à la fois tous les bénéfices, toutes les inquiétudes et tous les flux financiers, on pourrait imaginer voir fleurir des initiatives du genre, le politique finissant par primer sur l'économie dans les situations hors norme...

En conclusion, nous considérons que :

1. EDF est une entreprise à éviter pour la plupart des investisseurs, actionnaires en tête. Un créancier pourra probablement, in fine, compter sur le soutien de l'Etat, mais

les rendements actuels sont encore beaucoup trop bas pour se positionner sur un tel scénario.

2. Plus généralement les entreprises détenues par l'Etat français sont à éviter pour un investissement, tant les déséquilibres sont profonds et le risque de modification des règles important. On l'a vu cette semaine sur EDF, on pourrait le voir sur Air France d'ici quelques années, la compagnie aérienne souffrant tout à la fois d'une situation financière très mauvaise, de difficultés de gouvernance et d'un secteur en profonde mutation environnementale que seules les entreprises les plus solides pourront aborder sereinement.

3. Les secteurs réglementés offrent souvent une prime aux investisseurs en raison de cet aléa politique. Si ce dernier peut être supporté par un créancier, prioritaire et bénéficiant de coupons fixes voire d'un soutien tacite d'un gouvernement, l'événement de cette semaine nous a montré qu'il est trop binaire et trop coûteux pour un actionnaire et que la prime offerte est souvent trop faible.

4. Les entreprises d'Etat ou détenues partiellement par l'Etat, et a fortiori françaises, profitent d'un bénéfice d'image trop important au regard de leur risque, les investisseurs considérant souvent uniquement le soutien potentiel de l'Etat et non leur qualité intrinsèque ou les risques politiques afférents. Aujourd'hui encore, alors même que sa qualité intrinsèque est de BB et que la ponction de l'Etat aura un impact financier majeur, EDF emprunte à 0.5% sur 5 ans, à environ 1% de rendement à 10 ans et à moins de 2% à 30 ans... On a pourtant vu que l'Etat pouvait, arbitrairement, prendre 8 milliards d'euros de bénéfices groupe aux actionnaires minoritaires... Pourquoi ne pourrait-il pas alors, en cas de besoin, offrir une franchise de dette à l'entreprise ?

Si nous avons pu acquérir des obligations Areva en 2016, Air France en 2020 ou Air Portugal en 2021, c'est uniquement parce que nous considérons que le rapport rendement/risque s'était largement inversé au profit de l'investisseur à ces moments particuliers, les obligations offrant à ces époques entre 10 et 15% de rendement. Le soutien des Etats étant implicite et « de dernier recours » et ces entreprises souvent de qualité médiocre, les obligations ont un comportement binaire :

- Pendant l'essentiel de leur vie elles bénéficient d'une franchise d'inquiétude, les investisseurs fermant les yeux et leur prêtant quasi gratuitement ; nous les évitons absolument durant ces périodes

- Lorsque l'élastique est trop tiré, que la situation devient inextricable et qu'il faut soit restructurer la dette, soit faire défaut ou sauver l'entreprise par un renflouement public, les rendements bondissent d'un coup, beaucoup plus vite et plus haut que pour les entreprises classiques qui voient traditionnellement leurs taux d'emprunt évoluer progressivement au gré de leur qualité. Sur ces phases seulement ces dossiers peuvent être analysés. Encore faut-il qu'ils soient suffisamment systémiques...

A Propos d'Octo AM

Créée en 2011 à l'initiative d'Octo Finances et adossée au groupe Amplegest depuis 2018, Octo AM est spécialiste de la gestion obligataire 'value'. S'adressant essentiellement aux investisseurs professionnels, qu'ils soient institutionnels ou patrimoniaux, Octo AM décline sa gestion au travers de fonds ouverts, fonds dédiés ou mandats avec un objectif permanent : rechercher les obligations offrant, selon le gérant, un rendement supérieur à son risque de crédit sur un horizon donné.

CONTACTS PRESSE :

Zarema Kanieva: 06 16 83 29 16 – zkanieva@fargo.agency

Aissata Sissoko: 06 15 34 34 00 – asissoko@fargo.agency

Oscar Bonnand: 06 23 22 33 23 – obonnand@fargo.agency