

Grandes manœuvres dans l'énergie : qui gagne perd

Par

Christophe Moret

Vice President, Estin & Co

Une recomposition du paysage énergétique européen est-elle enclenchée ? Comment interpréter, sinon, les pas de trois entre Enel, Suez et GdF, et entre Endesa, E.On et Gas Natural, avec dans les deux cas des gouvernements nationaux qui interviennent de façon tranchée et Bruxelles qui ne va pas manquer de le faire ? Quels en sont les déclencheurs ? Que peut-on en attendre ?

L'objectif premier est de valoriser l'entreprise

A l'heure où EDF elle-même est cotée en bourse (alors qu'historiquement EDF était le paradigme européen de l'énergéticien nationalisé et intimement lié au service public), la question structurelle pour la direction d'un énergéticien est la création de valeur qui doit se manifester par l'augmentation du cours de bourse. Les autres composants de la gestion y sont subordonnés : qualité et sécurité du service, relation avec les pouvoirs publics, gestion sociale, productivité, etc...

Or la valeur d'une entreprise est conditionnée par sa rentabilité et sa croissance.

La rentabilité est fonction des prix

Les électriciens optimisent depuis longtemps leurs coûts de production, en gérant avec rigueur leurs investissements et en développant des compétences d'achat et de logistique entre autres pour les combustibles fossiles. Les gaziers, à l'identique, tentent depuis toujours de minimiser leur coût de la molécule, pour les Européens principalement en négociant avec les producteurs norvégiens, russes, nord-africains ou autres.

Les efforts de productivité purs ont d'une part un impact faible (les achats et l'amortissement représentent en production/sourcing une proportion variant entre 65% et 85% des coûts totaux) et ont d'autre part déjà été largement mis en œuvre.

Les effets d'échelle en production sont réduits, limités au retour d'expérience sur les centrales nucléaires et au lignite (dans les centrales à gaz, et dans une moindre mesure celles à charbon, c'est le fabricant qui tire profit des effets d'échelle et d'expérience).

Les réseaux (électriques et gaziers) sont ou, selon les cas et les pays, sont appelés à être strictement régulés, et donc ne permettent que temporairement des rentabilités supérieures à celle considérée comme correcte par le régulateur.

Quant à la commercialisation, elle ne représente qu'une faible proportion des coûts (typiquement de 5 à 10% du total des grands énergéticiens).

Le potentiel d'amélioration de la marge par réduction des coûts est donc faible.

Les évolutions de la rentabilité sont donc pour l'essentiel déterminées par celles des prix, de gros et finaux : 2005 a été une année extraordinaire pour tous les énergéticiens, parce que les prix de gros et dans leur foulée la plupart des prix finaux ¹ ont cru nettement plus que les coûts.

¹ Sauf pour les clients diffus (particuliers et PMI-PME) dont les prix varient de façon plus lissée et sauf dans les pays où un tarif régit encore certains segments de clients (Espagne, France, Italie, etc...)

Face à ce constat, les énergéticiens profitent des effets d'aubaine liés aux prix, et se tournent vers la croissance pour augmenter leur valeur, même si cette croissance ne leur permet pas de profiter d'effets d'échelle significatifs.

La croissance est faible

Le problème est que le marché de l'énergie en Europe croît typiquement de 1 à 2% par an.

Cette croissance est la résultante de l'évolution du PIB, de la dé-industrialisation partielle de l'Europe qui se tourne vers les services et consomme moins, et de l'émergence de nouveaux besoins, en particulier de l'air conditionné dans la moitié sud du continent.

La croissance par diversification vers les services reste un serpent de mer : les synergies entre vente d'énergie et vente de services liés à l'énergie sont ténues ou inexistantes, les compétences et équipes nécessairement disjointes. Les tentatives des grands acteurs de s'y développer de façon significative ont échoué.

L'acquisition d'énergéticiens hors Europe, dans des pays émergents, peut s'avérer dangereuse : les pouvoirs publics y veillent à des tarifs faibles, la fraude est forte, les besoins en investissements élevés. Beaucoup de pays sont fermés aux investisseurs dans ce domaine considéré comme stratégique. Les quelques îlots disponibles et attractifs (le Chili par exemple) sont petits (à l'échelle d'un grand énergéticien européen) et déjà « pris » par tel ou tel électricien. Le potentiel actuel de croissance est très faible.

Il en va de même dans les pays de l'Est de l'Europe, où les grands énergéticiens occidentaux (allemands, français, suédois, ...) ont déjà acquis l'essentiel des cibles disponibles.

Aux Etats-Unis, la consolidation est effectuée par les acteurs nationaux, et la remontée du protectionnisme ne présage pas favorablement d'une éventuelle mainmise étrangère sur l'énergie du pays.

En Allemagne et en Italie, les régions qui présentaient il y a cinq ans un potentiel important de consolidation sont aujourd'hui hors d'atteinte, soit parce qu'elles sont passées sous contrôle de grands groupes, soit parce qu'elles se sont consolidées entre elles, pour devenir des acteurs importants. De plus, les autorités de la concurrence nationales sont aujourd'hui très attentives à éviter une consolidation accrue et tendent à empêcher de telles consolidations.

Les grands énergéticiens doivent donc se diversifier ou racheter des concurrents de grande taille.

La diversification n'a pas bonne réputation. Les holdings diversifiés subissent de façon quasiment universelle une décote de leur valeur boursière, les investisseurs préférant, pour simplifier, constituer eux-mêmes leur portefeuille d'activités plutôt que d'acheter des portefeuilles « tout faits ».

Preuve en sont le désengagement entrepris depuis environ cinq ans par RWE et E.ON de leurs activités hors énergie et leurs rachats récents de participations dans le gaz et l'électricité. Les activités de télécoms, d'eau, d'immobilier et avant cela de chimie, de logistique sont sorties, ou vont le faire, de ces groupes. De même Centrica est sorti de ses activités de secours routier ou de télécoms.

Une seule solution

Il faut donc racheter un « membre du club ».

Les synergies dégagées lors de telles fusions sont alors mises en avant. Mais en réalité, du fait de l'absence d'effets d'échelles significatifs, les synergies sont surtout entre gaz et électricité et limitées à deux domaines :

- L'achat de gaz (pour vente aux consommateurs finaux et utilisation, le cas échéant, comme combustible pour la production électrique). Face à des

producteurs de taille très élevée, dans des marchés à prix très volatils, cet avantage est maigre ;

- Le commercial. Ces synergies ne se matérialisent que dans le cas de recouvrement géographique et en fusionnant deux marques de façon à réduire les coûts de marketing et vente. Une acquisition amenant à cette situation est rare.

L'autre gain possible est une position de négociation améliorée face aux producteurs de charbon, qui eux aussi sont des acteurs globaux dans des marchés à prix très volatils. Les gains attendus restent faibles.

Malgré le peu d'intérêt économique des opérations, les prix d'acquisitions montent bien au-delà de la valeur actuelle des cibles.

Des ressources utilisées à mauvais escient

La consolidation attendue peut ainsi apparaître comme un marché de dupe pour les actionnaires des acquéreurs, les prix excessifs payés ou potentiellement payés oubliés dans l'euphorie des résultats de 2005 (et 2006). Les mouvements sur l'échiquier énergétique européen pourraient être plus browniens qu'économiques.

Peut-être vaudrait-il mieux rendre l'argent aux actionnaires que l'investir dans le rachat d'entreprises surévaluées sans grand potentiel de synergies.

Avril 2006

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Genève et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens et nord-américains dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.