

EDF face à de nombreux défis

21/10/2010 - 10:11:59 - Sicavonline

EDF a vu fondre sa capitalisation boursière de 25 % entre le début de l'année et la mi-octobre. Myriam Cohen, analyste chez AlphaValue, est à l'achat du titre. Elle commente pour Sicavonline les atouts mais aussi les principaux défis auxquels est confronté l'opérateur électrique dirigé par Henri Proglio : un modèle économique remis en cause par la réforme du marché de l'énergie en Europe, une flexibilité financière réduite, le renouvellement des compétences dans le nucléaire, les relations avec l'Etat et Areva ou encore celles avec son partenaire américain Constellation Energy.



EDF, un géant de l'énergie

« EDF est le premier opérateur électrique français et l'un des tout premiers en Europe. Le groupe qui compte 169.000 salariés dans le monde a réalisé en 2009 un chiffre d'affaires de 66,3 milliards d'euros pour un résultat d'exploitation de 10 milliards d'euros. La production et la vente d'électricité et aussi de gaz naturel représente 72% de l'activité d'EDF, le transport et la distribution 24%. L'Etat contrôle 84,5 % du capital de l'entreprise. »

Une expertise incomparable dans le nucléaire

« EDF tire sa force de l'acharnement de la France à assurer son indépendance énergétique par le biais du nucléaire. Contrairement à d'autres pays, elle n'a jamais prévu d'arrêter son programme d'énergie atomique. Du coup, EDF bénéficie d'un savoir-faire unique dans ce domaine et est en mesure de le vendre à l'étranger. »

D'importants gisements de gains de productivité

« L'un des autres intérêts du dossier réside dans le fait qu'EDF, comme la plupart des groupes exploitant des infrastructures, peut encore sensiblement optimiser sa productivité. C'est d'ailleurs un des axes de sa communication financière. Les ressources humaines sont aussi l'un des grands enjeux pour l'opérateur électrique, et pas seulement en termes de rationalisation. En France, 50 % des effectifs vont partir en retraite d'ici dix ans. Dans la seule activité nucléaire, 40 % des effectifs partiront dans les cinq ans à venir. Pour EDF, le renouvellement de cette expertise nucléaire est crucial. »

EDF, une entreprise sans réel problème de financement

« Pour une banque, en France, EDF est un client a priori attrayant. Il dispose d'actifs monopolistiques de grande qualité ; il est un « too big and too vital to fail », autrement dit son poids économique interdit qu'on le laisse faire faillite ; l'Etat est son principal actionnaire ; sa clientèle est majoritairement captive. »

« Dans les années qui ont précédé la crise, les banques étaient d'autant plus enclines à prêter à des entreprises comme EDF que le marché de l'énergie apparaissait comme très porteur (la pénurie des moyens de production électrique semblait imminente dans la plupart des grands pays européens). De surcroît, alors que le réchauffement climatique devenait une préoccupation majeure, les énergies non émettrices de CO2, comme le nucléaire, ne rencontraient aucun problème de financement. »

« C'est dans ce contexte particulier que des acquisitions importantes ont été réalisées par le groupe. »

« L'environnement a depuis radicalement changé. La baisse de la demande engendrée par la crise ainsi que la mise en service de nouvelles centrales posent désormais la question des surcapacités de production d'électricité jusqu'en 2013/2015 dans les pays occidentaux. Les modalités de financement du nucléaire aux Etats-Unis et des énergies renouvelables et de pointe en Europe sont, quant à elles, remises en question. »

« Par conséquent, le poids des investissements réalisés pendant la période faste du secteur de l'énergie réduit aujourd'hui la flexibilité financière d'EDF dont la dette devrait avoisiner 48 milliards d'euros en 2010. »

« Si EDF n'a aucun problème de refinancement de sa dette, le financement d'opérations de croissance externe majeures ou d'investissements importants devra sans doute passer au préalable par des cessions d'actifs ou une augmentation de capital. »

Un modèle économique remis en cause par la réforme du marché de l'électricité en Europe

« La Commission européenne demande à EDF de séparer ses activités de production et commercialisation de ventes d'énergie et celles de distribution et transmission. La commission souhaite aussi que le prix de vente de l'électricité soit dérégulé et qu'il soit mis fin à la position quasi-monopolistique d'EDF dans la production. Le but est que l'exploitant du réseau (RTE, filiale à 100 % d'EDF) et le propriétaire des infrastructures (EDF) soient patrimoniallement distincts afin de garantir à tous les opérateurs l'équité des conditions d'accès au réseau de distribution. »

« De telles mesures accroîtront la cyclicité de la rentabilité d'EDF à une période où de lourds investissements doivent être réalisés. »

Une visibilité brouillée par les incertitudes réglementaires...

« La loi NOME (Loi sur la Nouvelle Organisation des Marchés de l'Electricité) a été adoptée par le Sénat et devrait entrer en vigueur théoriquement le 1er janvier 2011. »

« Elle définit les règles d'établissement des tarifs jusqu'en 2015 et elle demande à EDF à vendre le quart de sa production nucléaire à la concurrence, à un prix en deçà de celui du marché. Elle prévoit la mise à disposition par EDF aux autres fournisseurs (dits alternatifs) d'environ 25% de sa production nucléaire à son « prix de revient ». Ce prix reste à définir et fait l'objet de discussions. Les concurrents d'EDF plaident pour un prix de 34 euros à 38 euros par MWh, quand EDF souhaite un coût complet englobant la participation aux investissements et aux provisions de démantèlement des centrales nucléaires, soit un prix de l'ordre de 42 euros. »

« Parallèlement, en France comme dans de nombreux autres pays, les avantages financiers accordés aux producteurs d'énergies renouvelables sont remis en cause. »

... et des questions relatives au futur périmètre d'EDF

« Pour rendre les choses encore plus complexes, la visibilité sur le périmètre du groupe est, elle-même, incertaine. L'Etat souhaite qu'EDF monte à hauteur de 10 % à 15 % dans le capital d'Areva. La question est pour quoi faire ? S'agit-il d'une étape avant une montée à un niveau plus significatif (mais dans ce cas, EDF changerait de métier et deviendrait un ingénieur avec les risques et la cyclicité attachés à cette activité) ou bien cette opération a-t-elle pour but de créer des synergies de savoir entre des équipes qui de part et d'autre possèdent une expertise de très haut niveau dans le nucléaire ? En tout cas, les investisseurs ne pourront évaluer les risques liés à une prise de participation dans Areva que lorsque le projet qu'elle sous-tend sera connu. »

Une remise en cause des projets nucléaires avec Constellation Energy

« A cela s'ajoute le fait que Constellation Energy, le partenaire américain d'EDF, remet en cause leurs projets communs de construction de réacteur nucléaire EPR aux Etats-Unis, car il estime que les garanties financières gouvernementales sont insuffisantes pour assurer leur rentabilité. Autre épée de Damoclès au-dessus d'EDF : Constellation Energy peut contractuellement exiger que le Français lui rachète deux de ses centrales thermiques à un prix bien supérieur à la valeur estimée de ces actifs aujourd'hui (1 milliard de dollars). »

Recommandation

« Entre les incertitudes réglementaires, le manque de visibilité sur le périmètre, et une crise économique qui joue les prolongations dans les pays occidentaux, évaluer EDF est un exercice complexe. »

« Le titre offre un rendement intéressant (environ 3.5%) mais nettement inférieur à celui de la plupart des sociétés d'énergie européennes et il se paie plus cher en termes de multiples de résultats que des sociétés de réseaux telles que National Grid ou SNAM. »

« Nous pensons que le cours qui est en dessous du prix d'introduction en bourse intègre les incertitudes et que de nombreux éléments positifs tels que les prévisions de hausse des tarifs, l'amélioration du rendement des centrales nucléaires et le prolongement potentiel de leur durée de vie, de même que l'exportation de l'expertise nucléaire porteront leurs fruits à long terme. Le titre devrait donc finir par se revaloriser. Cependant, nous pensons qu'il aura du mal à faire mieux que le marché tant que le périmètre et le cadre réglementaire de l'activité d'EDF ne seront pas stabilisés. »

Propos recueillis par Vincent Bezault