

03. avril 2020 **PLACEMENTS** 3 min

Allô Houston? Nous avons un problème!

Par Frédéric Potelle, *Directeur de la recherche, Bordier & Cie.*

L'essor de la finance durable malmène les sociétés actives dans les énergies fossiles. Pour convaincre les investisseurs, ces dernières doivent absolument transformer leurs portefeuilles d'activités... tant qu'il est temps.



La compagnie espagnole Iberdrola s'est engagée dans la voie d'une décarbonisation de sa production.

Alors que 2019 a été marquée par un impressionnant rebond des actions (MSCI World et S&P 500 en hausse respectivement de 25 et 30%), l'énergie s'est affichée comme l'un des pires secteurs, avec un maigre 8% au niveau mondial et américain. Parallèlement, les grandes sociétés pétrolières (européennes surtout) rivalisent depuis plusieurs mois de déclarations et de plans stratégiques annonçant la «neutralité carbone» à tel ou tel horizon. Le show le plus emblématique dans le domaine nous est venu du nouveau CEO de BP, annonçant en février la neutralité carbone du groupe à horizon 2050.

Quel rapport? Le lien est, selon nous, à trouver dans l'essor de la finance durable, devenue «mainstream» dans l'institutionnel, et renforcée par l'entrée en piste de la finance d'impact, en particulier climatique, qui accélérera la réallocation de capital déjà entamée.

Car l'équation est simple, côté climat: le respect des Accords de Paris passe par une division par trois des émissions de CO₂ à l'horizon 2050 et une neutralité à l'horizon 2080. Or, les émissions de CO₂ résultent essentiellement de la combustion des hydrocarbures et du charbon.

<https://www.bilan.ch/economie/allo-houston-nous-avons-un-probleme>

Un peu de mathématiques...

Sur dix ans, le «Price to book» (ratio cours/actif net) du secteur pétrole/gaz/charbon, en pratique «les fossiles», est passé de 1,6 x à 1,0 x, un «de-rating» de 37%, alors que celui des actions mondiales passait de 1,6 x également à... 2,0 x, un «re-rating» de 25%, aidé par les stimuli budgétaires, fiscaux et monétaires. In fine, les acteurs fossiles sont aujourd'hui valorisés deux fois moins cher que le marché des actions. En apparence.

Pourquoi «en apparence»? Pour une raison simple: les ratios de valorisation ne sont qu'une façon d'exprimer une valeur fondamentale, faite de cash-flows actualisés. Or, la raison d'être d'un pétrolier est de produire... du pétrole (et du gaz), donc une source de CO₂ lorsque celui-ci est converti en énergie finale. La preuve: selon l'Agence internationale de l'énergie, 99,2% des investissements 2019 de l'industrie mondiale du pétrole/gaz ont été consacrés aux hydrocarbures, contre 0,8% aux renouvelables.

Alors que les entreprises sont en général valorisées par actualisation de cash-flows perpétuels (et en croissance), comment intégrer des cash-flows «fossiles» si la consommation de fossiles doit baisser et si les pétroliers sont, à ce stade, incapables de décrire comment leur modèle économique sera transformé ces prochaines années pour «redevenir» durable, au sens de la perpétuité des cash-flows? En pratique, la finance durable ne veut plus de fossiles et la finance tout court ne peut plus faire l'hypothèse de cash-flows perpétuels sur les pétroliers.

L'avenir est électrique... et décarboné

A moyen et à long terme, le taux de croissance de la consommation électrique sera le double de celui de l'énergie au sens large. Sur les cinq dernières années, des électriciens européens ont tracé la voie d'une «décarbonation» de leur mix de production, dont l'espagnol Iberdrola et l'italien Enel. Sur cette période, leurs capitalisations boursières ont progressé de 80 et 100%. Alors qu'Enel valait début 2015 un tiers de moins que son pair pétrolier italien Eni, elle en vaut aujourd'hui 75 milliards d'euros... deux tiers de plus.

Souvenons-nous des tentatives – avortées – des pétroliers pour verdir leur image (BP et son «Beyond Petroleum» des années 2000) ou, à la marge, leurs activités (Total et le rachat de SunPower en 2011). La sortie de l'impasse ne passera pas par le green-washing, mais par une transformation, par acquisitions, si les valorisations relatives leur en laissent le temps, en électriciens décarbonés.