

## ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO

## **ENERGIES ALTERNATIVES: THEME INCONTOURNABLE EN 2024**

Coup de frein temporaire à la transition énergétique. Révisions drastiques des profits. Corrections excessives des cours. Impacts de la hausse des taux déjà intégrés. Perspectives à moyen terme sous-estimées. Valorisations attrayantes pour 2024.

#### Points clés



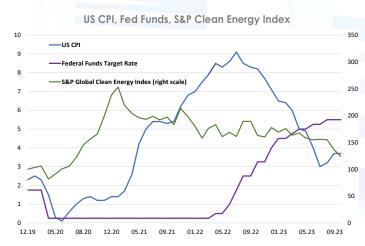
- La transition énergétique est temporairement menacée par l'inflation, la hausse des taux d'intérêt et quelques changements de cap politiques
- Opportunités d'investissement historiques mais volatiles
- Energies alternatives plus sensibles aux taux que le secteur pétrolier
- Principales raisons de l'effondrement brutal des cours
- Un thème d'investissement incontournable
- Valorisations particulièrement attrayantes

### La transition énergétique est temporairement menacée par l'inflation, la hausse des taux d'intérêt et quelques changements de cap politiques

Alors que les phénomènes météorologiques extrêmes aux effets catastrophiques de diverses natures sont toujours plus nombreux partout sur la planète, le réchauffement climatique se fait aussi de plus en plus évident pour les populations et les gouvernement. Les bouleversements croissants du climat, sécheresses extrêmes et inondations dévastatrices soutiennent toujours plus encore la détermination des gouvernements et l'objectif global de réduction d'émissions de CO2 adoptés par la plupart des gouvernements des pays développés. Les objectifs fixés aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis notamment n'ont pas été fondamentalement remis en question au cours des derniers mois, mais leur mise en œuvre semble souffrir de l'évolution dommageable de l'inflation et de la hausse très pénalisante des taux d'intérêt et des coûts de financement.

La transition énergétique vers des énergies propres et renouvelables est donc toujours solidement en marche, sans risque majeur de remise en question, mais elle est temporairement menacée par des paramètres financiers et économiques qui ont évolué de manière négative depuis plusieurs trimestres et qui se sont encore dégradés au cours de l'été.

Aux Etats-Unis, la loi sur la réduction de l'inflation du président Biden et le Green New Deal soutiennent les plans de développement des énergies alternatives en accordant des subventions aux entreprises développant des énergies vertes. Au Royaume-Uni, le gouvernement veut aussi atteindre une consommation nette nulle avant 2050, tandis qu'en Europe le Green Deal Industrial Plan soutiendra aussi le financement des projets de transition. Ces rèalementations vont durablement affecter les chaînes de valeurs, qui vont aussi être fortement impactées par la concurrence induite par les diverses mesures de soutien adoptées par les gouvernements. Ces mesures permettront de soutenir l'émergence de technologies nouvelles et de développer des alternatives de diverses natures de manière ciblée. Mais elles pourront aussi provoquer des relocalisations d'activités comme être à l'origine d'introduction de barrières tarifaires en protection aux exportations de la Chine vers l'Europe et les Etats-Unis par exemple. La transition énergétique ne se fera sans doute pas de manière linéaire et sans soubresauts. Il est ainsi probable que certains freins ou changement de cap et de stratégies viennent en effet temporairement perturber une tendance qui semble malgré tout clairement inéluctable. On observe d'ailleurs déjà quelques réactions ici et là de décideurs politiques qui reviennent parfois sur certains objectifs ou sur les moyens de les atteindre.



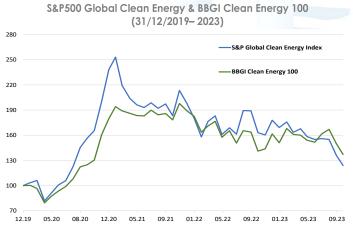
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Si ces actions sont effectivement de nature à provoquer de nouvelles incertitudes, il semble pourtant évident qu'elles ne remettront pas en cause la nécessité de mettre en œuvre cette transition. Le secteur automobile notamment est concerné par certaines de ces actions récentes visant à repenser les objectifs d'interdiction de véhicules entièrement à essence et diesel dans un horizon temps de moins de 10 ans, jugé trop court et trop coûteux.

#### Opportunités d'investissement historiques mais volatiles

La transition énergétique reste plus que jamais en 2023 l'un des plus grands défis structurels de l'économie mondiale qui doit repenser très rapidement et globalement son écosystème énergétique, de la production à la consommation en passant par le stockage et la distribution des nouvelles formes d'énergie. Les sommes impliquées pour mettre en œuvre cette transition sont considérables et se chiffrent en dizaines de trillions de dollars par décennie pour pouvoir atteindre les objectifs climatiques fixés. Dans ce contexte, il va sans dire que les opportunités d'investissements sont colossales dans de nombreux secteurs liés à la mise en œuvre de cette transition énergétique et évidemment pour tous les acteurs actuels et futures qui y participeront activement. Sur le plan boursier, le secteur global des énergies alternatives, comprenant aussi bien les entreprises cotées actives dans le segment éolien, solaire, biocarburant et efficacité énergétique, a connu au cours des trois dernières années une volatilité extrême. Des années de fortes hausses ont été suivies par des périodes de fortes consolidations, créant ainsi une volatilité des performances parfois difficilement soutenables pour de nombreux investisseurs orientés à moyen terme.

Au cours des dernières années seulement, cette volatilité s'est exprimée de manière extrême par des progressions et des consolidations à deux chiffres. Une euphorie s'était d'abord emparée des valeurs du S&P Global Clean Energy, qui avait parcouru tous ses segments en 2020. Les annonces gouvernementales de nouvelles politiques énergétiques favorisant les énergies alternatives, avait provoqué des flux de capitaux et des hausses de cours de plus de +300% entre avril 2020 et janvier 2021. L'évolution en 2021 (-40%) avait été suivie d'une période de stabilisation en 2022 au cours de laquelle les valeurs des énergies alternatives surperformaient tout de même assez nettement les indices globaux, en forte baisse à ce moment (MSCI World index -17%). Une relative stabilité s'était ensuite matérialisée au cours du premier semestre 2023, avant aue l'accélération à la hausse des taux d'intérêt de l'été ne viennent bouleverser cet équilibre et ne provoque une chute en trois mois de près de -30% des cours. Le S&P500 Global Clean Energy Index, principal indice des valeurs de la transition énergétique est donc désormais en baisse de -60% depuis son



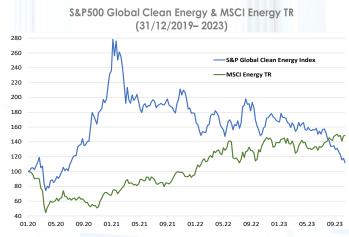
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

top atteint le 8 janvier 2021. Entre le 31 décembre 2019, avant l'éclatement de la pandémie et ce jour, l'indice S&P Global Clean Energy (+44.5%) et notre indice BBGI Clean Energy 100 (+50%) ont malgré tout progressé de +10.5% et respectivement +11.6% par an.

# Energies alternatives plus sensibles aux taux que le secteur pétrolier

Malgré des dizaines de milliards de dollars de crédit d'impôt, de subventions et de diverses mesures de soutien, le secteur des énergies alternatives est donc en perte de vitesse très nette après la hausse de 120 points de base des taux longs aux Etats-Unis qui a poussé les taux à dix ans du Trésor de 3.8% à 5% entre juin et octobre (+30%). Les sociétés actives dans les secteurs éoliens et solaires ont plus largement souffert de la hausse des taux que les valeurs pétrolières traditionnelles qui profitaient d'un cours du baril toujours élevé. L'évolution des cours du pétrole (+27%) poussait en effet un peu plus haut les titres pétroliers traditionnels du secteur énergie moins affectés par les taux d'intérêt. L'indice S&P Global Clean Energy, qui regroupe 100 des plus grandes entreprises du secteur de l'énergie solaire, de l'énergie éolienne et d'autres activités liées aux énergies renouvelables, a ainsi chuté de -26% depuis la fin mai alors que l'indice S&P500 Energy progressait de +19% dans le sillage de la hausse des cours du brut WTI. Un maintien au-dessus de 75\$ le baril des cours du pétrole a permis aux sociétés pétrolières de réaliser des profits très importants et de rentabiliser correctement leurs fonds propres, mais cela leur a surtout permis de faire face aisément à la hausse de leurs coûts de financement.

Une stratégie mixte comprenant une exposition équilibrée entre les valeurs traditionnelles du secteur énergie et une allocation aux valeurs de la transition énergétique permettait, au cours des derniers mois, de traverser cette période d'inflation et de taux plus élevés avec une volatilité finalement réduite et un résultat global proche de zéro (-3%) et similaire à celui de l'indice MSCI World en USD (+0.3%).



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

#### Principales raisons de l'effondrement brutal des cours

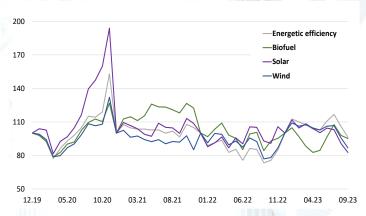
L'effondrement récent du cours des actions de nombreuses entreprises du secteur des énergies alternatives s'explique assez largement par la hausse brutale et rapide des taux d'intérêt observée en quelques mois en 2023. Les hausse de taux affectent plus fortement les entreprises dont les bénéfices sont attendus dans un avenir lointain, ce qui est le cas de nombreuses entreprises du secteur. Lorsque les taux augmentent, le taux d'actualisation des bénéfices futures intégré dans les modèles d'évaluation s'ajuste aussi à la hausse, ce qui a comme impact direct de réduire la valeur actuelle des entreprises concernées.

D'autre part, certaines valeurs des énergies alternatives comme les « utilities » distribuant de l'électricité verte par exemple sont aussi souvent considérées comme des investissements offrant un revenu intéressant. Dès lors, une hausse des rendements obligataires telle que celle observée en 2023 n'a pas manqué de distraire des capitaux en-dehors de ce secteur pour profiter de rendements plus élevés et à risque plus faible. De plus, les investissements importants qui doivent être consentis par certaines sociétés du secteur pour développer leur offre et élargir leur présence dans cet écosystème en forte croissance sont fragilisés par la hausse des coûts de financement et par un accès au crédit désormais plus difficile. Mais du côté de la demande aussi, on observe désormais les effets à court terme de la hausse des taux d'intérêt. La demande des particuliers d'installations photovoltaïque est aussi soumise à cet aléa qui rend plus difficile en période de hausse des coûts de financement de procéder à des investissements parfois déjà lourds et dont le coût global est affecté par les taux de financement de plus en plus insupportable. Rien d'étonnant dans ce contexte, que certains investissements soient repoussés temporairement ou soient simplement remis en question. Les valeurs de la transition énergétique sont dès lors en passe de réaliser leur plus mauvaise performance annuelle depuis 2013. Nous l'avons déià mentionné, le secteur des énergies renouvelables a été particulièrement vulnérable à la hausse des taux d'intérêt. Notamment aussi parce que de nombreuses entreprises concluent des contrats à long terme, fixant le prix auquel elles vendront l'énergie, avant de développer leurs projets. La hausse des coûts liée à l'inflation, couplée à l'évolution contraire des coûts de financement a clairement affecté les marges. Le secteur solaire et le secteur éolien ont été les plus par touchés la hausse des coûts d'exploitation. L'impact négatif de la hausse des taux semble avoir donc malheureusement effacé les attentes positives issues de l'Inflation Reduction Act aux Etats-Unis signé en août de l'année dernière, la plupart des sociétés actives dans la transition énergétique ayant désormais des cours inférieurs à ce qu'ils étaient lorsque la loi est passée. L'invasion de l'Ukraine par la Russie avait initialement soutenu une hausse de cours de l'énergie (pétrole et gaz) et avait alors aussi profité au secteur des énergies alternatives. Des hausses significatives avaient été enregistrées par des valeurs du solaire en 2022 qui bénéficiaient alors naturellement de l'engouement pour les énergies « vertes » permettant aussi de s'affranchir de la dépendance européenne au gaz russe. Mais la hausse des taux puis quelques renversements de tendance politiques affectant certains programmes de soutien ont aussi contribué à accroitre le niveau d'incertitude des investisseurs. On peut notamment citer le changement opéré par l'Etat de Californie réduisant les crédits accordés aux propriétaires de panneaux solaires sur les toits pour l'achat de leurs excédents d'électricité. De telles décisions affectant le plus grand marché solaire aux Etats-Unis ne sont pas sans conséquences sur les résultats à court terme des sociétés comme Enphase Energy par exemple. Dans d'autres domaines, la mise en œuvre de projets éoliens en mer est aussi retardée par la hausse des coûts et menacent la viabilité de projets industriels qui pourraient ne plus être rentables sans un réajustement des prix de vente de l'électricité produite. Les projets éoliens américains devraient pouvoir bénéficier de l'éligibilité aux crédits d'impôts fédéraux pour les énergies propres dans le cadre de la loi sur la réduction de l'inflation pour pouvoir voir le jour et être rentable.

Si les gouvernements veulent sérieusement atteindre leurs objectifs de réduction des émissions de CO2 selon les programmes annoncés, il leur sera peut-être indispensable d'apporter de nouvelles aides fiscales complémentaires aux

entreprises du secteur. Celles-ci impactées durement par l'inflation et la hausse des taux auront besoin de nouvelles aides pour résister aux effets dommageables de ces facteurs. Une renégociation à la hausse des prix de ventes de l'électricité au secteur publique pourrait s'avérer indispensable pour certains.

BBGI Clean Energy 100 Solaire, Eolien, Biocarburant, Efficacité énergétique

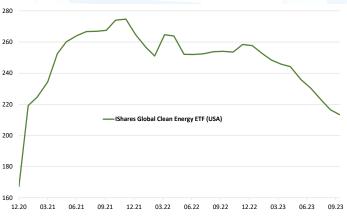


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

#### Un thème d'investissement incontournable

Malgré cette situation totalement nouvelle pour les valeurs des énergies alternatives qui affectent leurs niveaux de valorisations, le thème d'investissement reste largement l'un des thèmes favoris des investisseurs qui réitèrent leur confiance aux valeurs du secteurs engagée dans cette restructuration inéluctable de la chaîne de valeur mondiale de production, d'exploitation, de stockage et de distribution de l'énergie alternative à l'énergie fossile. Les flux de fonds vers les ETF Clean Energy ont en effet encore augmenté depuis le top de fin 2020 à l'image de l'évolution des parts du fond IShares Global Clean energy ETF USA de Blackrock Fund Advisors, qui ont augmenté de +27%, alors que la VNI chutait en parallèle de -60%. Au cours de la même période, les actifs net ne baissaient que de -33% grâce à ces afflux de nouveaux fonds. Cette tendance s'est même avérée plus forte en Europe qui profitait de réinvestissements à hauteur de +40%. Cet afflux continu de capitaux au cours d'une période de faibles rendements et de bouleversements structurels témoigne de la force de la conviction des investisseurs à l'égard du thème sous-jacent et de leur confiance. Le besoin de solutions énergétiques alternatives reste impérieux et les valorisations actuelles peuvent constituer un point d'entrée intéressant pour ceux qui disposent d'un horizon d'investissement plus long.

Flux de fonds dans l'ETF IShares Global Clean Energy



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

#### Valorisations particulièrement attrayantes

Cette correction inattendue des cours des valeurs des acteurs de la transition énergétique peut être considérée comme relativement saine en ce sens qu'elle a d'ores et déjà fortement ajusté les cours aux réalités actuelles de la hausse des coûts de financement tout en sous-estimant peut-être désormais les perspectives à long terme de ces mêmes sociétés.

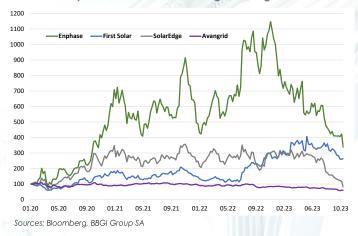
En termes d'évaluation des sociétés cotées, on estime aujourd'hui que le pessimisme extrême qui a fait chuter les cours des titres solaires, de l'éolien ou des valeurs de l'hydrogène a provoqué une sous-évaluation parfois massive des perspectives bénéficiaires à terme pour ces entreprises, qui seront pourtant très certainement les principales gagnantes du processus engagé et irréversible de transition énergétique.

Le niveau de valorisation global de l'indice S&P Global Clean Energy à chuté à 15x les profits attendus pour 2024, alors que de très importantes révisions de chiffres d'affaires et de revenus ont déjà été annoncées. A titre de comparaison, le PER de l'indice était de 81x en 2020 et de 95x en 2022. Le ratio prix / cash flow a chuté de 27x (2022) à 8x pour l'année prochaine. De même, le ratio cours / ventes s'est aussi ajusté à la baisse de 4.5x en 2020 à seulement 1.33x pour l'année 2024. Alors que les marges brutes restaient proches de 30% jusqu'en 2022, les marges bénéficiaires moyennes pour l'ensemble des valeurs de l'indice seront à nouveau à leur plus haut en 2024. Après avoir glissé de 6.28% (2020) à seulement 2.7% en 2022, les marges bénéficiaires pour 2023 (6.95%) et 2024 (8.4%) retrouvent des niveaux intéressants. En ce qui concerne l'endettement moyen, le ratio de dette totale par rapport aux actifs totaux devrait progresser, bien que celui-ci soit resté relativement constant ces dernières années entre 35% et 43%.

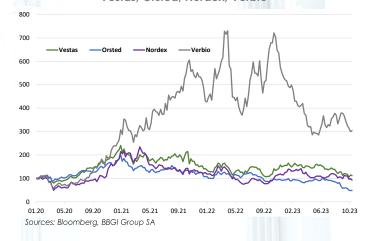
#### Données fondamentales S&P Global clean Energy Index (PE, PCF, PS, MB)



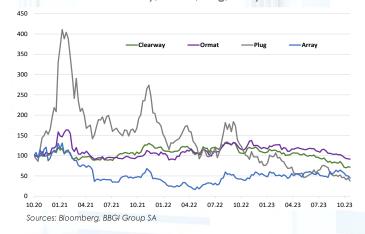
#### Enphase, First Solar, SolarEdge, Avangrid



#### Vestas, Orsted, Nordex, Verbio



#### Clearway, Ormat, Plug, Array



BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group, Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisé ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

#### BBGI Group

Place de Longemalle 1 1204 Genève - Suisse T: +41225959611 reception@bbgi.ch www.bbgi.ch