



par Lionel Le Maux,
Président d'Aqua Asset
Management*

Sur les 10 dernières années, le marché du financement des actifs énergies renouvelables a considérablement évolué

Entre 2010 et 2015, en France, le solaire au sol et l'éolien on shore sont devenus des classes d'actifs à part entière. Un phénomène facilité par une normalisation des pratiques de construction et un financement bancaire assis sur des tarifs garantis. Comme dans l'immobilier, des financements de projets standards se sont alors développés. La baisse des taux et la baisse des coûts de construction, notamment dans le solaire, ont accéléré le développement de ce type d'actifs.

Depuis 2015, des fonds de dette infrastructure et de dette privée se sont multipliés et ont financé ces projets de manière significative. Ces acteurs sont venus s'ajouter aux fonds equity Infrastructure avec lesquels ils sont parfois en concurrence. Au final, sur fond de taux d'intérêt proche de zéro, les TRI projets se sont significativement abaissés; les TRI fonds propres n'ont quant à eux pu se maintenir à des niveaux acceptables que du fait de cet environnement de taux très bas.

Cette baisse des TRI projets sur des projets avec des marges

Transition énergétique: comment protéger ses actifs dans le contexte de hausse des taux d'intérêts ?

Ebitda élevées – traduisant une faible opérationnalité de ces actifs – est désormais menacée par une hausse des taux d'intérêt et une désorganisation des chaînes d'approvisionnement qui a renchéri les coûts de construction. Sans possibilité de compenser ces facteurs par un quelconque levier opérationnel, ces actifs voient poindre un risque de baisse de leur valorisation.

Dans ce contexte de remontée des taux d'intérêts, il convient de se concentrer sur des actifs plus opérationnels et moins matures

Après une première phase de développement des actifs énergies renouvelables centrée sur le solaire au sol et l'éolien onshore (que l'on pourrait caractériser de transition énergétique 1.0), nous avons le sentiment que le focus va désormais se porter sur des actifs différents: plus techniques, avec des marges Ebitda plus faibles – reflets d'une plus forte opérationnalité, de plus petite taille unitaire et diffus sur le territoire. Ces caractéristiques sont celles du biogaz, du solaire en toiture ou de l'hydrogène mobilité. Cette deuxième phase de développement des actifs énergies renouvelables (en quelque sorte une « transition énergétique 2.0 ») va permettre d'extérioriser des TRI projets plus élevés, car les objets, plus techniques et plus complexes à opérer, sont à même de compenser la remontée des taux d'intérêts.

Le deuxième levier à activer est la remontée dans la chaîne de valeur

A ce moment du marché, il faut réévaluer son rôle d'investisseur: pour cela, il faut remonter dans la chaîne de valeur, passer de « détenteur d'actifs » à « promoteur », développer des projets puis les opérer. De fait, la valeur ne réside plus dans les seuls actifs – eux-mêmes impactés par le niveau des taux d'intérêts – mais également dans la capacité de la société qui les développe, les construit et les opère.

Cela est d'autant plus pertinent que les actifs sont plus techniques et nécessitent donc des compétences poussées d'ingénierie, logées dans la société: c'est ce que les fonds Infrastructure appellent une stratégie de plateforme. Cette dernière consiste à investir non pas dans les actifs mais dans leur développeur, qui sera en mesure de garder tout ou partie de ces actifs sur son bilan. Si l'on ajoute le « goodwill » de l'opérateur, on voit bien que le TRI n'est plus cantonné aux actifs mais au pipe de projets et à la valeur de l'ingénierie. Il se décorrèle donc du seul effet de hausse des taux sur la valeur d'actifs en opération.

Cette stratégie est différente d'une approche classique d'investissement dans les infrastructures et fait davantage appel à des raisonnements et des compétences de private equity. C'est ce glissement qui va permettre de garder des TRI attractifs.

Au-delà de la hausse, la volatilité des prix est aussi un facteur de nature à affecter positivement le TRI des actifs énergies renouvelables

La forte hausse de prix du gaz et de l'électricité est un point d'inflexion majeur. Nous sommes à un point de bascule, pas uniquement du fait de prix historiquement élevés mais surtout à cause de leur volatilité inédite. Les prix vont continuer d'osciller mais la nouvelle normalité risque de se caractériser par une fourchette de prix plus haute, car les acteurs auront intégré une prime de risque.

Cela est de nature à affecter les TRI des actifs: les séquences de cash flow, tout comme les valeurs terminales prises en compte dans les évaluations, seront revues à la hausse.

Cette reconfiguration de prix marque le début d'un nouveau cycle de financement des actifs énergies renouvelables. Ce dernier sera marqué par des modèles économiques plus marchands, plus riches sur le plan opérationnel – stockage, bornes de recharge, effacement – mais plus risqués et plus rentables. Cela tombe bien, la hausse des taux nous y encourage, à sa façon!

**Aqua Asset Management est une société de gestion indépendante spécialisée dans l'investissement dans les entreprises de taille moyenne en croissance actives dans le domaine de la transition écologique.*

Ce contenu a été réalisé par Aqua Asset Management