

# FLASH – ENERGIES ALTERNATIVES

11 février 2016

## Les yieldcos : Un rendement élevé... mais à quel prix ?

### Points clés:

- Émergence des yieldcos, littéralement « yield companies », il y a seulement quelques années
- Des dividendes élevés grâce au revenu stable généré par l'exploitation des centrales électriques d'origine renouvelable (contrats à long terme de rachat de l'électricité)
- Mais les investisseurs devraient connaître le risque de conflit d'intérêt entre la yieldco et sa maison mère (illustré par le cas de Terraform Power)
- En réalité, la capacité des yieldcos à procéder à de nouvelles émissions est cruciale pour couvrir les dividendes futurs, si bien que certains parlent d'un système pyramidal
- Exposition non négligeable des indices « énergies renouvelables » à ce segment méconnu
- Privilégier la réserve face à ces sociétés dans les portefeuilles

actifs à la yieldco au moyen d'une transaction : ainsi, la yieldco achète les installations électriques de la société mère.

Ce système permet au sponsor de lever de nouveaux fonds pour développer d'autres projets. De l'autre côté, les actifs achetés par la yieldco génèrent un revenu stable grâce à la revente de l'électricité (soit l'exploitation des centrales). En effet, grâce aux contrats d'achat d'électricité à long terme conclus avec le réseau électrique, les flux de trésorerie sont supposés stables. Ce revenu permet à son tour à la yieldco d'assurer des dividendes élevés à ses actionnaires. En effet, comme dans le cas des REITs pour l'immobilier ou encore des master limited partnerships (MLPs), qui ont par ailleurs inspiré la création des yieldcos, ce type de société verse la quasi-totalité de son revenu à ses actionnaires sous la forme de dividendes. Les dividendes font tout l'attrait de la yieldco, qui promet souvent des hausses à deux chiffres des dividendes par action d'une période à l'autre, au fur et à mesure que le portefeuille de projets augmente.

**En somme, les yieldcos se présentent comme une solution win-win. La société mère peut en effet engranger des capitaux de manière peu coûteuse et fiscalement intéressante en raison de la dépréciation appliquée aux actifs. Les investisseurs, quant à eux, accèdent à une nouvelle classe d'actifs aux revenus stables et dont les dividendes progressent régulièrement.**

Presque inconnues il y a cinq ans, le nombre de yieldcos a rapidement augmenté depuis 2013. Nous focalisons cette analyse sur les sociétés suivantes :

- TransAlta Renewables (IPO 09.08.2013)
- Pattern Energy Group (IPO 26.09.2013)
- Abengoa Yield PLC (IPO 12.06.2014)
- NextEra Energy Partners (IPO 26.06.2014)
- TerraForm Power (IPO 17.07.2014)
- NRG Yield (IPO 15.05.2015)
- 8point3 Energy Partners (IPO 18.06.2015)
- TerraForm Global (IPO 30.07.2015)

**Au 11 février, la capitalisation boursière de ces huit sociétés totalisait 13.09 milliards de dollars. Le graphique suivant illustre le poids de chacune d'entre elles.**

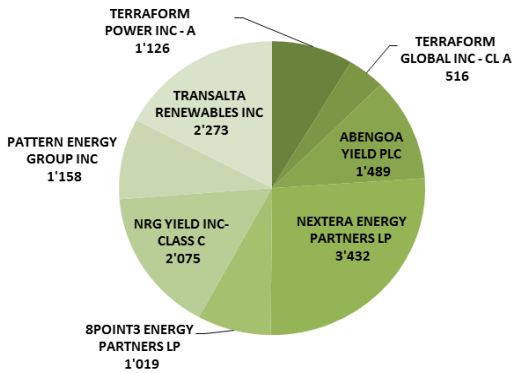
### Les Yieldcos – Quésaco ?

Les « yieldcos » (pour « yield companies ») désignent des sociétés holding, cotées en bourse, créées pour détenir et exploiter des centrales électriques. Le revenu stable généré par l'exploitation de ces actifs permet d'offrir un dividende élevé aux actionnaires.

Elles sont particulièrement utilisées dans le domaine des énergies alternatives et le système est principalement développé aux États-Unis.

En pratique, les yieldcos sont créées par des sociétés qui développent les projets de production d'énergie renouvelable, comme la construction de parcs éoliens et solaires par exemple. La maison mère, parfois aussi appelée « sponsor », transfère ses

## Yieldcos – Capitalisation boursière (millions USD)

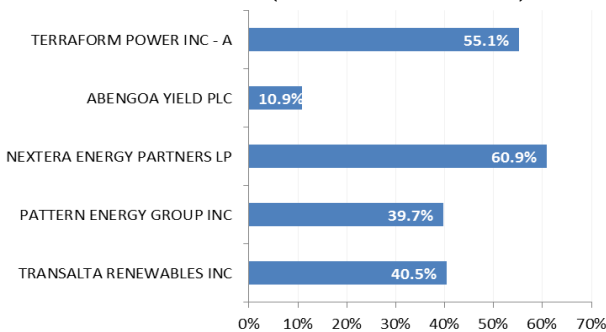


Source : Bloomberg, BGI Group SA

## Dividendes et performance : rien d'inquiétant jusqu'à l'été dernier

Le succès a rapidement été au rendez-vous pour les yieldcos. Au 30 juin 2015, mis à part Abengoa Yield, toutes les sociétés présentées (soit celles créées avant l'été 2015) affichaient des résultats supérieurs ou égaux à +40% depuis leur introduction en bourse, soit en quelques trimestres seulement.

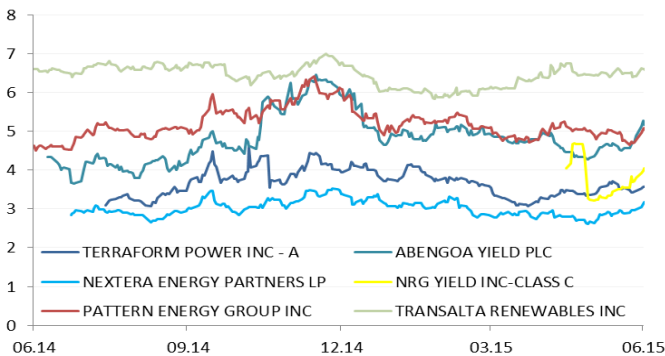
### Performance (date IPO – 30.06.2015)



Source : Bloomberg, BGI Group SA

En ce qui concerne le rendement du dividende, celui-ci s'étalait de 3% pour NextEra Energy Partners à près de 7% pour Transalta Renewables.

### Rendement du dividende estimé (%)



Source : Bloomberg, BGI Group SA

Les investisseurs ont cependant rapidement commencé à déchanter durant l'été, alors que les marchés actions connaissaient de fortes déconvenues, et que le prix du baril de brut subissait à nouveau d'importants revers.

Tout le segment de l'énergie fut impacté par des mouvements de vente massifs, et les yieldcos n'ont pas échappé à la règle. L'indice Indxx Global YieldCo a chuté de -33.43% entre la fin du mois de juin 2015 et le 10 février 2016.

### Indxx Global YieldCo



Source : Bloomberg, BGI Group SA

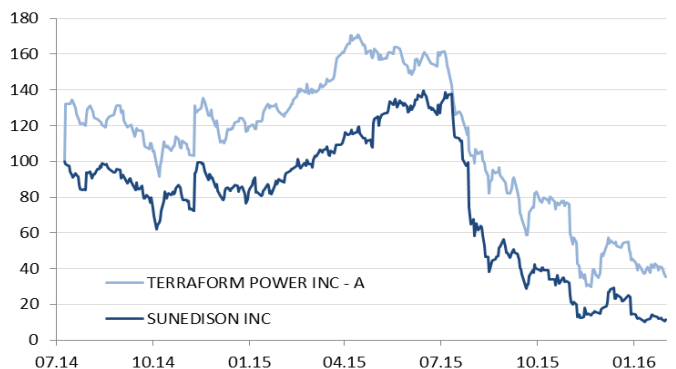
La baisse des cours reflète-t-elle simplement la situation sur le marché de l'énergie ou bien doit-on craindre de nouvelles déconvenues dans les trimestres à venir ?

## Le cas de Terraform Power (SunEdison)

Le cas de Terraform Power est assez révélateur des risques parfois négligés par les investisseurs mais qui sont pourtant inhérents aux yieldcos.

Le cercle vicieux pour Terraform Power a débuté lorsque son « sponsor », SunEdison, a racheté la société Vivint. Cette acquisition fut effectuée par de la dette et par la vente de 922 millions de dollars d'actifs du pipeline de Vivint à la yieldco Terraform Power (un prix ensuite abaissé à 799 millions). Le journal « Business insider »<sup>1</sup> relevait ainsi que les observateurs ont commencé à se poser des questions puisque cette acquisition marquait un changement important pour SunEdison, qui ne s'était pas véritablement aventurée dans le secteur du solaire résidentiel jusqu'à lors. Quelques semaines après, la publication de résultats trimestriels décevants pour SunEdison a cristallisé de nouvelles craintes et le cours de l'action SunEdison a commencé à chuter.

### Evolution des cours – SunEdison & Terraform Power



Source : Bloomberg, BGI Group SA

<sup>1</sup> LOPEZ, Linette. "Wall Street's getting crushed by a form of financial engineering you've probably never heard of".

La situation ne s'est pas arrangée lorsque les résultats du troisième trimestre sont devenus publics, faisant état d'une perte de 0.91\$ par action. Peu de temps après intervenait un changement à la tête de Terraform power, avec le remplacement des CEO et CFO par des directeurs liés à SunEdison. Pour certains investisseurs, c'est donc qu'il y avait là quelque chose à cacher. Le milliardaire David Tepper (Avaloosa Management) accuse en effet SunEdison de se délester d'actifs de qualité médiocre en les vendant à Terraform Power, et d'avoir placé à la direction de Terraform Power des dirigeants liés à SunEdison afin de s'assurer que la transaction soit possible. En janvier, le gestionnaire a même décidé de poursuivre SunEdison en justice afin de l'empêcher de revendre les actifs de Vivint à la société Terraform Power, vente qu'il juge préjudiciable pour les actionnaires de Terraform Power.

### **Conflits d'intérêt entre la yieldco et son sponsor au moment d'évaluer les actifs**

**Ce que ce cas révèle, c'est en quelque sorte les conflits d'intérêts presque inévitables entre la yieldco et sa maison mère.**

En effet, la société mère a intérêt à ce que la vente des actifs à la yieldco soit effectuée au prix le plus élevé, tandis que pour générer un revenu, la yieldco devrait pouvoir acheter les installations électriques à un tarif compétitif. Ceci, afin de se garantir un taux de rendement interne (ou IRR) attractif pour s'assurer des revenus suffisants lui permettant de couvrir à la fois les dividendes versés aux actionnaires et les investissements nécessaires à la génération de ses revenus futurs.

Il est vrai qu'en théorie, la yieldco n'est pas obligée d'accepter tous les actifs proposés par la maison mère. Elle bénéficie d'un « right of first offer » qui lui donne un accès prioritaire au portefeuille de projets de la société mère, sans obligation d'achat. Dans les faits, et comme le démontre le cas de Terraform Power, le conflit d'intérêt peut en effet être présent.

Il n'est d'ailleurs pas sans lien avec le fait que les yieldcos sont souvent volontairement très opaques en ce qui concerne la valorisation des actifs qu'elles achètent à leur sponsor. En lieu et place du calcul d'IRR (Internal Rate of Return ou Taux de Rentabilité Interne TRI) qui semble le plus approprié pour ce type de projet, il est souvent annoncé le « cash-on-cash return »<sup>2</sup>, qui est simplement le rendement annuel en espèces sur le total investi. Or, par cette mesure, l'inflation et la durée de l'investissement sont totalement laissés de côté.

### **Des similitudes avec une chaîne de Ponzi ?**

D'autres observateurs vont encore plus loin. L'accusation de ressemblance avec une chaîne de Ponzi ou système pyramidal est grave, mais il faut avouer que le système des yieldcos peut être déroutant.

**À commencer par ce constat : dans les yieldcos, l'objectif fixé par la direction pour la croissance des dividendes est bien souvent à deux chiffres. Du jamais vu, si l'on compare avec les REITs ou les MLPs.**

Or le problème réside dans le fait que les revenus des yieldcos sont certes stables, mais trop faibles pour couvrir à eux seuls une croissance constante des dividendes. En effet, selon plusieurs observateurs, ces sociétés n'auraient pas des revenus suffisants pour leur permettre à la fois d'assurer un niveau élevé de dividendes tout en investissant pour garantir les revenus futurs. Par exemple, la société NRG Yield a engrangé 223 millions de dollars en flux de trésorerie liés à l'exploitation (cash flows from operations), mais seulement 16 millions de dollars de revenus réels (dépréciation incluse). La yieldco a cependant reversé 122 millions de dollars de dividendes, selon Tom Konrad<sup>3</sup>. Il cite également le cas d'Abengoa Yield, qui a distribué 24 millions de dollars alors qu'elle enregistrait une perte nette en 2014.

**Le problème est identifié : comme les dividendes distribués par les sociétés ne sont pas soutenus par les revenus liés à l'exploitation des centrales, la stratégie de croissance élevée du dividende n'est pas tenable à long terme, à moins que les sociétés continuent d'émettre de nouvelles actions pour investir dans de nouveaux actifs.**

C'est donc le fait que la distribution de dividende soit étroitement liée avec la capacité à émettre de nouvelles actions qui suscite d'importantes craintes de la part d'une partie des observateurs.

En effet, les yieldcos peuvent seulement augmenter leurs dividendes en acquérant de nouveaux projets, ou en rendant leurs projets actuels plus rentables. Il existe bien des clauses de révision des prix dans les contrats d'achat à long terme de l'électricité, mais la marge de manœuvre est très limitée. Or, comme les prix d'achat déboursés par les yieldcos sont souvent élevés, leur revenu est limité et elles ne peuvent procéder à de nouvelles acquisitions après avoir réglé les actionnaires. Tant que l'intérêt des investisseurs pour les yieldcos est élevé, les nouvelles émissions d'actions sont effectuées à un prix plus élevé que les précédentes, ce qui permet de couvrir à la fois les dividendes et les investissements. Mais le cercle vicieux n'est pas loin : si la demande des investisseurs diminue, les dividendes pourraient stagner et à leur tour attirer moins d'investisseurs dans les yieldcos, rendant difficile l'acquisition de nouveaux projets essentiels pour assurer une progression des dividendes.

L'International Energy Agency (IEA) reconnaît aussi le problème. Dans son dernier « midterm report », elle soulignait que l'encaisse disponible aux fins de distribution des yieldcos était dépendante d'une augmentation du nombre de projets dans leurs portefeuilles. L'agence attirait l'attention sur les risques actuels pour les dividendes des actionnaires dans un contexte de ralentissement des investissements.

Un autre problème réside dans l'hypothèse d'une hausse des prix de l'électricité dans le futur, lorsque les contrats d'achat d'énergie devront être renouvelés. Or, si les prix de rachat diminuent, ce qui n'est pas impossible compte tenu de la diversification des sources d'électricité, les yieldcos verront la rentabilité de leurs projets diminuer.

<sup>2</sup> KONRAD, Tom. "Are YieldCos Overpaying for Their Assets?"

<sup>3</sup> Cf (2).



## Des craintes à relativiser ?

Beaucoup des inquiétudes citées par les différents observateurs étaient renforcées par la perspective de la fin du « Renewable Electricity Production Tax Credit » (PTC), un crédit d'impôt alloué aux développeurs de projets d'énergie renouvelable aux États-Unis. Or, le Congrès a récemment voté la prolongation du PTC pour encore cinq ans, voulue par les Démocrates. Ceci, en échange de la levée de l'interdiction concernant l'exportation de pétrole américain, soutenue par les Républicains.

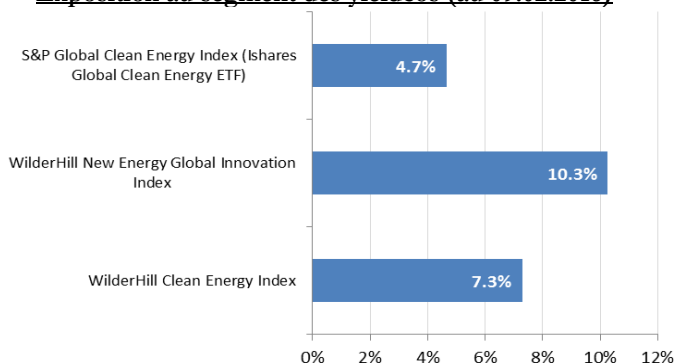
Cette décision devrait assurer le développement de nouveaux projets aux États-Unis sur la période.

Aussi, certains observateurs sont beaucoup plus confiants au sujet des yieldcos, rappelant par exemple que jusqu'à maintenant, toutes les yieldcos ont atteint leurs objectifs en matière de versements aux actionnaires, malgré la chute des cours observée. JP Morgan avançait récemment que la capacité d'exécution solide des yieldcos permettrait de rétablir la confiance des investisseurs. Ajoutons que toutes les yieldcos ne sont pas non plus à mettre dans le même panier. 8point3, la yieldco récemment créée par First Solar et SunPower, devrait notamment profiter de son portefeuille d'actifs de qualité et de la stabilité financière de ses deux sponsors.

## Quel impact pour les portefeuilles ?

La conclusion de notre étude pourrait être la suivante : avec les yieldcos, les risques pourraient être supérieurs aux bénéfices potentiels. BBGI Group a donc choisi de ne pas s'exposer au segment. Ainsi, dans l'indice BBGI Clean Energy 100, aucune yieldco n'est incluse. A contrario, les indices « énergies renouvelables » les plus populaires sont exposés à ce segment, de manière plus ou moins importante, comme en témoigne le graphique ci-dessous.

### Exposition au segment des yieldcos (au 09.02.2016)



Source : Bloomberg, iShares.com, BBGI Group S.A

Si l'on prend l'exemple de la chute des cours de Terraform Power durant le mois de novembre 2015 (-62.19%), celle-ci s'est traduite par un impact négatif sur la performance mensuelle de l'ordre de près de -2% sur l'ETF reflétant la performance de l'indice S&P Global Clean Energy (pondération de 3.13% au 30.10.2015) et de -1.8% sur l'indice WilderHill Clean Energy Index (pondération de 2.82% au 30.10.2015). Moins exposé, l'indice WilderHill New Energy Global Innovation Index subissait un impact limité (-0.35%).

## Conclusion

Les yieldcos, apparues il y a seulement quelques années, ont connu un succès rapide, assurant à la fois un rendement élevé du dividende à leurs actionnaires et une progression des cours.

Les investisseurs ont cependant commencé à déchanter ces derniers mois, dans un environnement particulièrement difficile pour les sociétés du secteur énergie. L'indice Indxx Global YieldCo a chuté de -33.43% entre la fin du mois de juin 2015 et le 10 février 2016.

Le cas de Terraform power, filiale de SunEdison, illustre le conflit d'intérêt naturel entre les yieldcos et leur société mère dans l'évaluation des actifs.

D'autres attaques concernent la dépendance élevée des yieldcos à l'émission de nouvelles actions pour assurer le paiement des dividendes futurs et osent ainsi faire le rapprochement avec un système pyramidal.

Aujourd'hui, la situation est quelque peu apaisée par le renouvellement du crédit d'impôt alloué aux développeurs de projets liés aux énergies renouvelables.

Toutefois, nous privilégions la réserve face à ce nouveau type de société et soulignons les risques potentiels d'un investissement dans les yieldcos. Nous pensons que des opportunités demeurent dans le segment des énergies alternatives en dehors des yieldcos.

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 utilisés 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 SA**  
Rue Sigismond Thalberg no 2  
1201 Genève -Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch