

**ANNEXE 7C à l'avis de Sibelga relatif à la décision
20230627-232 de BRUGEL**

**Note de Sibelga relative au coût de la dette (telle que
transmise à Brugel le 6 juin 2023)**

31 Août 2023



METHODOLOGIE TARIFAIRE 2025-2029

RÉFLEXIONS DE SIBELGA RELATIVES AU COÛT DE LA DETTE

Date: 6/6/2023

De : Sibelga

À : Brugel

Executive Summary

Dans le cadre de l'élaboration des méthodologies tarifaires 2025-2029, Brugel propose de fixer le coût de la dette ex-ante pour toute la période tarifaire (la dette ne sera dès lors plus « pass-through ») et sur base des paramètres suivants

- **Gearing** à 55% : la quantité de dette sera fixée de manière normative à 55% de la RAB
- **Taux sans risque** : moyenne des 6 derniers mois de l'IRS 10 ans
- **Prime de dette** : sur base d'un benchmark d'entreprises européennes ayant des activités de distribution et/ou transport d'électricité et/ou de gaz naturel, idéalement moyenne pondérée historique long (10 ans) et court (6mois). Exceptionnellement 25-29 : uniquement moyenne sur 6 mois. Entreprises cotées A (c'est-à-dire incluant également des entreprises avec une cotation inférieure à AA (A1-> A3))
- **Coût de transaction** : 15 points de base

En mai 2023, Sibelga a levé de la dette sur le marché USPP (US Private Placement) pour un montant de 190 MEUR sur 10 ans à un taux total de 4,22% hors coûts de transaction. Ce taux se compose du taux de référence de 3,04 % et d'une prime de dette de 1,18 %.

Lors de la réunion entre Brugel et Sibelga le 25 avril 2023, Brugel s'est étonné que Sibelga ait été lever des fonds sur le marché américain et semblait trouver que le taux obtenu n'était pas suffisamment bas (en se référant à ce que Vivaqua semblait avoir obtenu).

Cette note réagit par rapport à ce point de vue de Brugel. En résumé, Sibelga est d'avis que la dette levée dans le cadre de l'USPP est conforme aux conditions de marché. En effet :

- **Il est dans l'intérêt de Sibelga de diversifier les sources de financement externes**
- **Le taux sans risque de référence (IRS 10 ans) est très volatile**, et selon le jour auquel une dette est levée, il peut y avoir une grande différence dans le taux obtenu
- **Comparaison avec Vivaqua** : La différence entre le moment, la nature et le montant de la dette levée par Sibelga et Vivaqua justifient largement l'écart de taux.
- **Comparaison avec Fluvius** : Afin de mettre en perspective le taux obtenu par Sibelga, il est comparé aux emprunts réalisés récemment par Fluvius et on conclut que le taux obtenu par Sibelga est clairement en ligne (voir en dessous) de ce qui avait été obtenu par Fluvius.

Etant donné que la dette levée par le passé est conforme aux conditions de marché et que Sibelga supportera le risque d'augmentation des taux pour la dette future alors que celle-ci est attendue en forte croissance par rapport au passé, nous réitérons notre demande de fixer le taux de la dette comme une moyenne pondérée entre

- **le coût de la dette existante, et**
- **le coût de la nouvelle dette qui devrait être levée et qui devrait être déterminé en tenant compte notamment du profil d'endettement de Sibelga à 55% et du risque d'augmentation et de volatilité des taux futurs (par exemple en majorant les taux actuels de 50 bps)**

En annexe, nous joignons une note de BNPParibas qui nous a accompagné comme conseiller lors de la levée de fonds sur le marché USPP. Cette note justifie le choix retenu et le taux obtenu compte tenu de la nature de la dette et des conditions de marché.

Notons au surplus que les méthodologies de la CWAPE du 01/06/2023 pour la période 2025-2029 en Wallonie retiennent ainsi une moyenne entre le coût de la dette existante et le coût de la nouvelle dette et fixent le taux de la nouvelle dette (hors frais de transaction) à 4,03 %.

Notons également que la moyenne pondérée de la dette actuelle de Sibelga, y compris USPP, (hormis le crédit Synatom dont le montant est faible et l'échéance est en 2026 et qui est donc peu significatif) est de 4,02 % (hors frais de transaction).

Diversification des sources de financement externe

Il est important pour une entreprise de diversifier ses sources de financement externe car cela peut aider à réduire les risques financiers et à améliorer la stabilité financière globale de l'entreprise. En ayant plusieurs sources de financement, l'entreprise peut éviter de dépendre d'un seul investisseur ou prêteur, ce qui peut être risqué en cas de difficultés financières ou de changements dans les conditions du marché. De plus, la diversification des sources de financement peut offrir des avantages tels que des conditions de remboursement plus souples et une plus grande flexibilité financière pour l'entreprise.

Utiliser une source de financement obligataire pour l'emprunt de 190 M€ en 2023, tant que le taux d'endettement est faible, est dès lors la solution qui permet de maintenir les crédits bancaires ouverts pour les besoins de financements futurs.

Des calculs très préliminaires indiquent en effet que Sibelga devra avoir recours à une quantité importante de dette supplémentaire dans les années à venir¹. Etant donné cette perspective, il nous semble primordial de diversifier les sources de financement dès maintenant.

¹ La structure du bilan actuel de Sibelga (estimatif très arrondi de mi-2023),

- Actif : une RAB est de l'ordre de 1290 MEUR
- Passif : des fonds propres de 860 MEUR, une dette financière de l'ordre de 210 MEUR et des fonds de régulation de 220 MEUR

Compte tenu des projections d'investissement et d'amortissement (RAB augmentant d'environ 200 MEUR d'ici fin 2029) et de réduction du fonds de régularisation (-200 MEUR lié à la réduction importante anticipée en 2023 et 2024, notamment suite à l'inflation et/ou à une baisse de la consommation, suivi de la restitution

Volatilité du taux de référence (IRS 10 ans)

La moyenne est une chose, la volatilité actuelle des taux d'intérêt en est une autre !

La moyenne du 01/12/2022 au 31/05/2023 donne 2,93 % avec un maximum à 3,32 % et un minimum à 2,52 % soit une amplitude de 80 bp sur 6 mois ! Les variations journalières sont en moyenne de 4 bp² et la variation maximum a atteint 21 bp !

On constate donc une énorme volatilité sur le marché du taux sans risque qui présente un risque très important pour le GRD. Ainsi, pour la transaction USPP, le taux sans risque était de 3,04 %, soit 14 bp au-dessus de la moyenne... si Sibelga avait fait la même transaction le 02/02, elle aurait bénéficié d'un taux sans risque de 2,64 % et le 02/03 de 3,32 %, soit un écart sur 1 mois de 68 bp sur lesquels Sibelga n'a aucune prise. Les transactions d'une telle taille sont des choses qui se prévoient longtemps à l'avance et pour lesquelles le choix de la date se fait longtemps à l'avance en fonction d'autres paramètres (tels que s'assurer qu'on soit dans une période favorable pour les investisseurs – en dehors des congés par exemple).

On constate donc une énorme volatilité qui se traduit donc par un grand risque pour Sibelga, qui doit par ailleurs augmenter sa dette externe au cours des prochaines années (diminution des soldes, des volumes distribués et augmentation attendue des investissements).

Comparaison avec Vivaqua

Comparer simplement des taux finaux n'est pas adéquat :

Vivaqua a emprunté 2x50 M€ via des emprunts amortissables auprès des banques, sur des durées de 15 et 20 ans. Tandis que Sibelga a emprunté 190 M€ remboursables à l'échéance sur 10 ans auprès d'investisseurs non-bancaires.

La première différence vient de la taille de l'emprunt. L'emprunt de Sibelga est presque le double de l'emprunt de Vivaqua. La question de taille est une notion importante en financement. Les banques ont chacune des limites d'exposition aux différentes entreprises. Dès lors, plus le montant est important, moins il est intéressant de s'adresser aux banques (cf la diversification des sources de financement).

D'autre part, en terme de financement obligatoire, plus la taille est grande, plus on s'adresse à un marché des capitaux importants, meilleures sont les conditions. La hauteur de l'emprunt de 2023 de Sibelga est une hauteur qui le place dans les « petites » transactions obligataires, mais est un montant important pour les emprunts bancaires classiques. Lorsque Sibelga s'est financé en 2021, le choix, après comparaison, s'est ainsi porté, vu le montant plus faible, sur des emprunts bancaires plus intéressants que le programme MTN. Ce facteur explique donc des spreads plus importants.

programmée sur deux périodes tarifaires ensuite), **nous nous attendons à devoir lever de l'ordre de 400 MEUR de dette supplémentaire dans les années à venir** (sans encore supposer que l'actionnaire réduise ses fonds propres pour atteindre le gearing de 55%).

² bp : basis point soit point de base = 0,01 %

La seconde différence vient du type de transaction. Les banques sont intéressées par des emprunts amortissables et sont plus frileuses pour des emprunts remboursables à l'échéance. Nous avons pu le constater sur notre emprunt bancaire de 2021 où certaines grandes banques n'ont pas remis offre pour des emprunts remboursables à l'échéance à 10 et 15 ans. Un emprunt amortissable présentant moins de risque pour le prêteur qu'un emprunt remboursable à l'échéance (car il va réduire son exposition au risque au fur et à mesure de la durée), les spreads offerts pour ce type d'emprunt sont moins importants.

Or, dans le cas de Sibelga, avec un besoin de financement qui va aller crescendo avec la réduction attendue des soldes et les investissements que va nécessiter la transition énergétique, un emprunt amortissable n'est pas en ligne avec les besoins à venir car il est clair que les remboursements devront eux-aussi être financés. Ceci explique donc également un spread plus important.

La troisième différence vient des taux sans risques. La volatilité de ces derniers fait qu'une transaction (Vivaqua) passée le 31/3 bénéficie d'un taux sans risque plus avantageux que celle passée le 15/02. Ainsi, à durée identique, il y a déjà une différence de 8 bp en faveur de Vivaqua. La seconde est sur la durée, la courbe des taux sans risque étant (légèrement) inversée et présentant des taux à 15 et 20 ans légèrement plus bas. La somme des deux explique une différence de 10 à 24 bp (selon la durée) sur le taux sans risque.

Ces taux plus bas s'accompagnent toutefois aussi normalement, pour des transactions de même nature, par des spreads plus élevés, le risque étant accru avec la durée. Ce fut ainsi le cas pour Sibelga où des durées plus longues ont été examinées dans le cadre de l'USPP mais où l'écart de spread dépassait le gain de taux. Ainsi, le spread offert à 15 ans était de 145 bp (au lieu de 118 bp à 10 ans), avec un coupon total à 4,42 % et de 157 bp à 20 ans avec un coupon total à 4,38 %. Ces deux options étant plus chères que l'option 10 ans, n'ont pas été retenues.

En conclusion, les différences avec Vivaqua s'expliquent par la taille de l'emprunt, le type de transaction (liée à la nécessité de diversification des sources de financement), les modalités de l'emprunt et le moment auquel l'emprunt a été réalisé.

Comparaison avec Fluvius

Sur le marché obligataire, Fluvius a réalisé récemment des transactions, tant sur le marché public que sur le marché des transactions privées.

Les transactions sur le marché public engendrent des coûts importants (en lien avec la notation) et ne sont accessibles que pour des montants supérieurs à 350 M€. Toutefois, la base de financement étant plus large, il est clair que les spreads sur ce marché sont plus intéressants. Fluvius a réalisé deux financements sur ce marché, fin juin 2022 et début mai 2023 pour des durées de 10 ans pour un total de 1.200 M€.

La moyenne des spreads de ces deux financements est de 135 bp, avec toutefois une énorme volatilité puisque celui de mi-2022 était de 175 bp et celui de 2023 est de 95 bp. On peut donc constater (1) que le spread obtenu par Sibelga est un peu meilleur que le spread moyen (2) que le spread obtenu par Sibelga est un peu moins bon que le meilleur spread de Fluvius et (3) qu'il y a une grande volatilité dans les spreads alors que la situation de Fluvius n'a pas fortement évolué en dix mois.

Fluvius a également réalisé récemment des transactions privées entre mi-septembre et fin novembre 2022 pour 185 M€ pour des durées de 12 et 20 ans avec un spread moyen de 166 bp. On peut donc constater (1) que malgré le fait que Sibelga ne soit pas noté, le spread obtenu est meilleur (pour une durée plus courte toutefois) que les spreads obtenus par Fluvius et (2) qu'il y a une volatilité dans les spreads, même sur une période courte.