

R-3351-96 Demandaes de l'Indus
la Coalition Industrielle

2.0 ÉVALUATION DU RISQUE DE LA SOCIÉTÉ

Bien que depuis la dernière cause tarifaire, SCGM a vu son risque d'affaires se stabiliser, SCGM maintient toujours un risque d'affaires plus élevé, un risque financier comparable, et un risque lié à la réglementation favorable comparativement à ceux des autres entreprises canadiennes énergétiques de services publics. Par conséquent, le risque global de SCGM est perçu par les investisseurs comme étant supérieur à celui des autres compagnies canadiennes de services publics. D'ailleurs, si l'on compare le rendement des obligations à long terme de SCGM à celui des distributeurs de gaz canadiens comme Consumers Gas, B.C. Gas et Canadian Utilities, on constate que SCGM doit payer environ 20-30 points de base de plus sur son capital-dette (voir Pièce RAM-7).

Les éléments de risque qui distinguent SCGM des autres compagnies de services publics se partagent comme suit.

2.1 Concurrence

Le rôle traditionnel des distributeurs de gaz, en tant qu'intermédiaires entre producteurs et consommateurs, continue de se modifier. La concurrence dans l'industrie canadienne du gaz naturel s'est accrue considérablement aux deux extrémités de la chaîne. D'une part, les clients ont le choix entre plusieurs sources d'énergie. Étant donné la concurrence féroce et l'existence d'un grand nombre de technologies de rechange dans le marché québécois de l'énergie, les grands consommateurs industriels pourraient être tentés de quitter le réseau de SCGM et de rechercher des combustibles de substitution. La clientèle industrielle à grand débit est particulièrement sensible aux coûts de l'énergie. Par conséquent, il est de plus en plus difficile de prévoir la demande, le comportement du marché, les besoins financiers, les profits et les flux monétaires. Des écarts importants par rapport aux attentes de revenus sont susceptibles de se manifester vu la concurrence dans le prix des combustibles de substitution. Cette concurrence s'avère plus intense chez SCGM par rapport aux autres distributeurs gaziers étant donné la nature de son territoire et le degré de concentration de son profil de revenus.

2.2 Concentration et volatilité

Les risques de la demande de SCGM se situent au-dessus de la moyenne à cause du fait que les sources de revenus de la compagnie provenant de divers clients sont fortement concentrées. Les investisseurs et les agences de notation des obligations sont pleinement conscients de la forte vulnérabilité des distributeurs de gaz en général et de SCGM en particulier et leur dépendance à l'égard d'une importante clientèle industrielle concentrée. À l'intérieur d'une classe de clients donnée, la classe industrielle par exemple, le degré de concentration de revenus provenant d'une

poignée de clients fournit une bonne mesure de la vulnérabilité de la compagnie.

SCGM opère dans un territoire fortement lié à l'exploitation des denrées et des ressources naturelles (métaux, pâtes et papiers, produits chimiques, produits manufacturiers). De plus, la rentabilité et la compétitivité de la compagnie sont fortement influencées par tout changement dans les prix des combustibles, tel que démontré de façon dramatique en 1994 et au début de 1996. Cette double menace qui affecte la base de revenus de la compagnie intensifie le risque de SCGM comparativement à celui des autres distributeurs de gaz canadiens. Par contre, les perspectives à long terme du gaz naturel et de SCGM sont favorables.

Environ deux tiers des ventes totales de SCGM proviennent de clients industriels. Cette proportion s'avère beaucoup plus large pour SCGM comparativement aux autres distributeurs gaziers canadiens tels Consumers Gas et BC Gas. De plus, à peine 250 clients impliquant quelque 400 contrats représentent environ 50 % des revenus de SCGM. N'oublions pas que ces grands consommateurs industriels à caractère cyclique représentent une proportion importante des revenus totaux de SCGM, et qu'une perte de ces clients, actuelle ou potentielle, aurait des conséquences financières graves pour SCGM.

L'émergence d'Hydro-Québec comme concurrent formidable représente un nouveau développement qui intensifie le risque d'affaires de SCGM. Il est raisonnable de penser qu'Hydro-Québec ciblera les grands consommateurs industriels situés dans le territoire de SCGM à la suite de l'annulation des contrats d'exportations de l'électricité vers les États-Unis. Naturellement, Hydro-Québec dirigera ces efforts de marketing dans le marché québécois étant donné l'évaporation du marché américain.

2.3 Réglementation

En ce qui concerne le risque lié à la réglementation, les décisions de la Régie ont généralement été accueillies par les investisseurs comme étant juste et raisonnable. L'utilisation par la Régie de comptes de normalisation de la température et de frais reportés, les années-témoins projetées et la réduction du décalage réglementaire ainsi que la reconnaissance des risques propres à SCGM dans le passé ont aidé à compenser la volatilité inhérente aux activités de SCGM et à améliorer la qualité de réglementation. Sur le côté négatif, la prime de risque perçue par la Régie dans l'accord intervenu entre l'ACIG et SCGM l'an dernier sur le taux de rendement est beaucoup trop basse, comme je l'explique plus tard dans mon témoignage. La prime de risque perçue par la Régie m'inquiète profondément.

2.4 Risque financier

En ce qui touche le risque financier de SCGM, celui-ci est demeuré inchangé étant donné que le rapport de son avoir en actions à sa dette pour fins de réglementation n'a pas changé de façon significative. En effet, le ratio d'équité est demeuré stable au cours des dernières années, oscillant autour de 38,5 %. Aucun changement de ce ratio n'est prévu prochainement.

En sommaire, comparativement aux autres entreprises canadiennes de services publics, SCGM possède un risque d'affaires lié à la demande et un risque d'affaires lié à l'offre du gaz au-dessus de la moyenne, un risque financier comparable, et un risque lié à la réglementation favorable situé au-dessous de la moyenne. Par conséquent, son risque global demeure supérieur à celui des autres entreprises canadiennes énergétiques de services publics. Tel que noté ci-haut, les écarts historiques de rendement moyens des obligations à long terme entre SCGM à ceux d'autres entreprises réglementées d'énergie confirment ce phénomène.

3.0 RÉSULTATS DE LA MÉTHODE PRIME DE RISQUE

La méthode de la prime de risque, que nous utilisons pour déterminer le coût du capital-actions, repose sur l'idée que, du point de vue de l'investisseur, le capital-actions ordinaires comporte un risque plus élevé que celui de la dette. En conséquence, l'investisseur exige des rendements plus élevés sur les actions que sur les obligations pour compenser ce risque additionnel. Les modalités générales d'application sont relativement simples: on détermine d'abord l'écart passé entre le rendement des titres de la dette et le rendement des actions, puis on ajoute cet écart au rendement courant des titres de la dette, de manière à obtenir une estimation des exigences courantes de rendement du capital-actions.

$$\text{COÛT DU CAPITAL-ACTIONS} = \text{COÛT DE LA DETTE} + \text{PRIME DE RISQUE}$$

Pour quantifier la prime de risque de SCGM, je me suis inspiré de huit études sur les primes de risque.