

Présentation à



**OPINION SUR LES COÛTS D'EMPRUNT HYPOTHÉTIQUES  
D'HYDRO-QUEBEC SANS UNE  
GARANTIE GOUVERNEMENTALE**

*Août 2000*

**(Version française)**



Rédigé par Brian Keegan  
Groupe de conseil en notation  
Merrill Lynch & Co.

---

**OPINION SUR LES COÛTS D’EMPRUNT HYPOTHÉTIQUES  
D’HYDRO-QUEBEC SANS UNE  
GARANTIE GOUVERNEMENTALE**

---

**Table des matières**

|                                                                                            |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Introduction .....                                                                         | 3  |
| Renseignements d’ordre général concernant l’expérience de Merrill Lynch .....              | 3  |
| Résumé de l’opinion de Merrill Lynch.....                                                  | 3  |
| Aperçu de la méthode de notation pour les entreprises du secteur de l’électricité.....     | 4  |
| 1. Analyse du profil d’entreprise pour les activités de production .....                   | 5  |
| • <i>La réglementation</i> .....                                                           | 5  |
| • <i>Les marchés</i> .....                                                                 | 6  |
| • <i>Les activités</i> .....                                                               | 6  |
| • <i>La compétitivité</i> .....                                                            | 6  |
| 2. Analyse du profil d’entreprise pour les activités de transport et de distribution ..... | 7  |
| • <i>La réglementation</i> .....                                                           | 7  |
| • <i>Les marchés</i> .....                                                                 | 7  |
| • <i>Les activités</i> .....                                                               | 7  |
| • <i>La compétitivité</i> .....                                                            | 8  |
| 3. Évaluation du profil d’entreprise d’Hydro-Québec par Merrill Lynch.....                 | 8  |
| • <i>Analyse quantitative</i> .....                                                        | 10 |
| • <i>Profils d’entreprise et niveaux de référence</i> .....                                | 13 |
| • <i>Coût des emprunts pour Hydro-Québec sans garantie du gouvernement du Québec</i> ..... | 15 |
| Annexe.....                                                                                | 18 |

## **Introduction**

Tel que demandé, Merrill Lynch a le plaisir de fournir certains services de conseil en matière financière dans le contexte d'un examen des tarifs par la Régie de l'énergie du Québec.

De façon plus particulière, vous nous avez demandé une opinion sur le coût théorique d'emprunt d'Hydro-Québec sans la garantie du gouvernement.

## **Renseignements d'ordre général concernant l'expérience de Merrill Lynch**

Le Groupe de conseil en notation de Merrill Lynch possède une solide expérience pour ce qui est de conseiller ses clients relativement à la stratégie des agences de notation et aux émissions de titres. En outre, notre expérience de conseil en notation pour le secteur mondial de l'énergie est sans égale. Parmi nos clients, mentionnons Enron Corp., TXU Corp., Repsol, Duke Energy Corp., Consolidated Edison Inc., Carolina Power & Light Co., Dominion Resources Inc., Edison International et Reliant Energy, Inc.

À la différence d'autres sociétés de conseil en notation, le Groupe de conseil en notation Merrill Lynch se concentre exclusivement sur les notations et les questions stratégiques, structurelles et financières les concernant. Le Groupe se compose de 21 analystes professionnels, pour la plupart d'anciens employés d'agences de notation, répartis dans trois régions : la ceinture du Pacifique (Tokyo, Melbourne, Hong Kong), l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique (Londres) et les Amériques (New York).

## **Résumé de l'opinion de Merrill Lynch**

Afin de déterminer quel serait le loyer de l'argent pour Hydro-Québec dans le cas d'emprunts contractés sans la garantie gouvernementale, il convient d'abord d'établir ce que serait la cote de crédit de l'entreprise sans cette garantie. À notre avis, cette cote correspondrait à l'échelon inférieur du niveau qualité Investissement, c'est-à-dire qu'elle avoisinerait BBB (Standard & Poor's) / Baa3 (Moody's) / B++(low) (CBRS) / BBB(low) (DBRS). De ce point de vue, la garantie gouvernementale est plus importante que des facteurs comme la nature particulière des activités sur lesquelles se fonde la solvabilité.

En comparant les taux de rendement à l'échéance procurés par les obligations d'Hydro-Québec sur le marché canadien ou sur le marché américain avec les taux correspondant aux indices obligataires de Moody's, « Taux de rendement moyens des obligations d'entreprises de services publics cotées Baa » et de CBRS, « Moyennes des taux de rendement des obligations canadiennes d'entreprises de services publics cotées B++ », nous avons pu établir que le coût d'emprunts à long terme d'Hydro-Québec non assortis de cette garantie du gouvernement serait d'au moins 50 points de base plus élevé que le coût de semblables emprunts assortis d'une telle garantie. De plus, il nous apparaît douteux que, sans garantie gouvernementale, Hydro-Québec aurait eu le même accès aux marchés financiers canadiens que celui dont elle a joui depuis des années.

## Aperçu de la méthode de notation pour les entreprises du secteur de l'électricité

Bien que chaque agence de notation ait mis au point son propre ensemble d'éléments et de ratios d'analyse pour les entreprises du secteur de l'électricité, les méthodes de notation employées par les agences canadiennes et étrangères convergent toutes vers les mêmes éléments et les mêmes critères. Pour les besoins de la présente analyse, Merrill Lynch a utilisé principalement la méthode de notation de Standard & Poor's, car cette méthode est plus transparente que celles de Moody's, de DBRS et de CBRS.

Les agences de notation prennent en compte deux éléments fondamentaux dans l'étude du risque d'insolvabilité. Ces deux éléments sont les suivants :

- 1) une analyse qualitative de l'activité de l'entreprise (« profil d'entreprise »);
- 2) une analyse quantitative des résultats financiers passés et des résultats financiers prévus de l'entreprise.

En bref, le profil d'entreprise d'une entreprise de services publics sert à déterminer quels sont le profil financier et la structure de capital qui correspondent le mieux à une cote donnée. À titre d'exemple, une entreprise de services publics ayant un bon profil d'entreprise peut se permettre d'avoir des indicateurs de protection financière plus faibles (ratio d'endettement élevé et/ou faible ratio de couverture des charges fixes) qu'une entreprise de services publics ayant un profil d'entreprise plus faible, de sorte que les deux entreprises de services publics peuvent obtenir la même cote, même si la seconde jouit d'excellents indicateurs financiers (faible ratio d'endettement et/ou ratio élevé de couverture des charges fixes). S'agissant de déterminer un profil d'entreprise, les agences de notation analysent généralement des éléments qualitatifs tels que :

- la réglementation;
- les marchés;
- les activités;
- la compétitivité;
- la gestion.

S&P's apprécie les profils d'entreprise à l'aide d'une échelle de notation allant de 1 à 10, 1 représentant la meilleure note. On remarquera que l'appréciation du profil d'entreprise concerne uniquement la solvabilité de l'entreprise de services publics, indépendamment des facteurs favorables ou défavorables influant sur la capacité d'endettement liés aux caractères de la propriété et/ou à l'existence d'une garantie (comme il est expliqué à propos de ces types d'entreprises de services publics au prochain paragraphe).

Sur la base du profil d'entreprise, S&P's distingue quatre types ou catégories d'entreprises de services publics. Le classement repose sur une analyse qui considère le fait qu'une entreprise soit la propriété de l'État, le degré de stabilité financière lié à la structure du secteur d'activités et le degré comparatif de libre jeu de la concurrence dans le système où évolue l'entreprise.

- Les entreprises de services publics de type I reçoivent un soutien considérable de l'État et de la réglementation. L'État peut par exemple garantir l'exécution des obligations liées aux emprunts contractés ou faciliter directement l'accès d'une entreprise de services publics aux marchés financiers. Les entreprises de services publics de type I appartiennent habituellement à l'État, du moins en partie. En dernière analyse, le classement d'une entreprise de services publics de type I dépend dans une grande mesure du degré de solvabilité de la personne morale qui assure un

soutien formel. Au Canada, jusqu'à récemment, la plupart des entreprises de services publics provinciales étaient considérées comme des entreprises de services publics de type I.

- Les entreprises de services publics de type II reçoivent généralement de l'État ou d'un organisme chargé de la réglementation une protection importante contre la concurrence et contre les fluctuations financières. Dans le cas des entreprises de services publics de type II, les éléments du profil d'entreprise que sont la réglementation et les marchés sont davantage pris en compte que des facteurs comme la compétitivité et la gestion, étant donné le filet de sécurité que représente le soutien réglementaire. Traditionnellement, les entreprises de services publics appartenant aux municipalités ont été considérées comme des entreprises de services publics de type II.
- Les entreprises de services publics de type III jouissent habituellement de certains avantages caractéristiques d'un monopole, et leur réussite financière peut être fonction de leur aptitude à bien gérer leurs coûts et à fournir un bon service ainsi que d'un mécanisme de fixation des tarifs. Pour les entreprises de services publics de cette catégorie, on attache une importance plus uniforme aux cinq critères pris en compte dans l'appréciation du profil d'entreprise. À titre d'exemple, mentionnons que beaucoup d'entreprises de services publics américaines intégrées verticalement sont des entreprises de services publics de type III.
- Les entreprises de services publics de type IV sont essentiellement des entreprises de services publics non réglementées au chapitre des résultats ou du rendement. Dans le cas des entreprises de services publics de type IV, on attache davantage d'importance aux activités, à la compétitivité et aux marchés qu'à la réglementation. Les producteurs non réglementés d'Argentine et du Chili sont des exemples d'entreprises de services publics de type IV.

Le type d'une entreprise de services publics influe considérablement sur l'évaluation ou l'importance analytique accordée à chacun des facteurs (réglementation, marchés, activités, compétitivité et gestion) du profil d'entreprise.

## **1. Analyse du profil d'entreprise pour les activités de production**

Parmi les différentes branches d'activité du secteur de l'électricité, la production est celle qui présente le plus grand risque à cause des risques complexes liés à l'exploitation et d'une concurrence de plus en plus vive. Avec sa capacité de stockage unique, sa situation géographique avantageuse et ses moyens de production fondés avant tout sur l'énergie hydraulique, Hydro-Québec est en bonne position pour se prémunir contre certains des risques liés à ses activités. Dans le cas d'Hydro-Québec, les principaux facteurs influant sur les caractéristiques de l'entreprise sont énumérés ci-dessous.

### ***La réglementation***

- L'état de la réorganisation du secteur au Québec, par exemple le projet de loi 116 et l'incidence des contrats de fourniture d'électricité patrimoniale sur la situation financière d'Hydro-Québec, le rôle de la Régie relativement à la réglementation des activités de transport et de distribution, etc.

- La nature de la réglementation en ce qui touche par exemple la fixation des prix de l'électricité pour les contrats de fourniture d'électricité patrimoniale et les contrats conclus sur le marché libre, la durée des contrats de fourniture d'électricité patrimoniale, une éventuelle bourse de l'électricité, etc.
- L'incertitude au sujet de l'évolution des règles concernant les entreprises de transport régional (ETO), les exploitants de réseau indépendants et les entreprises de transport à but lucratif, y compris en ce qui a trait à l'indépendance et à l'égalité en matière d'accès.

### ***Les marchés***

- La composition et la diversité (gros et détail) de la clientèle d'Hydro-Québec
- La capacité de production par rapport à la demande intérieure
- Les exportations aux États-Unis
- Les perspectives de croissance économique au Québec

### ***Les activités***

- La composition du parc de production d'Hydro-Québec (production de base, production intermédiaire et production de pointe)
- Le caractère plus ou moins évolué des moyens de protection sur le plan matériel et sur le plan financier
- Le cas échéant, l'incidence des contrats d'achat d'électricité (côté acheteur) sur les activités, y compris pour ce qui est des tarifs déterminés par ces contrats comparativement aux tarifs en vigueur sur le marché
- La nature des contrats d'approvisionnement (côté vendeur) tels que les contrats de vente d'électricité passés entre Hydro-Québec et le Vermont et d'autres États américains
- La technologie mise en oeuvre dans les centrales exploitées
- La concentration des actifs au sein du parc de production
- Les risques liés à la construction de nouveaux ouvrages
- La possibilité que des dispositions légales relatives à la protection de l'environnement aient une incidence défavorable
- La diversité et la nature des sources de combustibles, la disponibilité et le niveau des eaux dans les réservoirs
- La qualité du marketing
- L'accès aux moyens de transport américains

### ***La compétitivité***

- Les coûts relatifs de production, à la fois totaux et variables
- La menace que représente l'entrée éventuelle sur le marché de nouvelles entreprises de production à faibles coûts

- Les possibilités de remplacement de l'électricité que représentent par exemple le gaz naturel, les nouvelles techniques et les applications en région éloignée, y compris les piles à combustible et les microturbines
- La contribution des moyens de production aux services complémentaires au transport

## **2. Analyse du profil d'entreprise pour les activités de transport et de distribution**

Lorsqu'il s'agit d'évaluer les entreprises de transport et de distribution d'électricité, S&P's s'intéresse surtout à la prévisibilité et à la constance des résultats financiers. Le régime réglementaire est de loin le facteur qui influe le plus sur l'appréciation du profil d'entreprise dans le cas d'une société de transport et de distribution d'électricité. Au Québec, on prévoit que la Régie étudiera et analysera dans un proche avenir le coût du service assumé par le réseau de transport québécois afin d'établir des tarifs pour le transport de l'électricité. La répartition du coût du service et des tarifs suivra vraisemblablement. Dans le cas d'Hydro-Québec, les principaux facteurs influant sur les caractéristiques de l'entreprise sont énumérés ci-dessous.

### ***La réglementation***

- L'état de la réorganisation du secteur dans la province et la nature du mode de fixation des tarifs employé par la Régie dans un proche avenir, par exemple sur la base des résultats ou sur la base du coût du service
- Le rendement des capitaux propres autorisé par la Régie
- La cohérence (escomptée) dans le mode de fixation des tarifs au fil des ans
- L'évolution des règles s'appliquant aux entreprises de transport régional, aux exploitants de réseau indépendants et aux entreprises de transport à but lucratif
- Les mesures de stimulation visant à assurer le maintien des moyens de livraison existants et à favoriser l'investissement en nouveaux moyens

### ***Les marchés***

- Les caractéristiques économiques et démographiques du Québec, notamment en ce qui concerne la taille et le taux de croissance, la composition de la clientèle, les concentrations industrielles et les variations cycliques
- La situation géographique d'Hydro-Québec et les interconnexions avec le NEPOOL, le NYPP et l'Ontario

### ***Les activités***

- Les activités de transport et de distribution présentent habituellement peu de risque
- Le coût, la fiabilité et la qualité du service offert par Hydro-Québec (habituellement évalués par rapport à divers points de référence)
- Le taux d'utilisation des capacités
- Les prévisions quant aux améliorations au capital et quant à l'état des actifs
- La nature des activités, s'il y a diversification
- Les contraintes auxquelles le transport est soumis

### *La compétitivité*

- Autres sources d'électricité, faisant appel à des combustibles, par exemple l'électricité produite à partir du gaz et l'électricité autoproduite
- Lieux où sont situées les nouvelles installations de production
- Possibilités de contournement
- Structure tarifaire.

### **3. Évaluation du profil d'entreprise d'Hydro-Québec par Merrill Lynch**

Comme nous l'avons mentionné plus haut, Standard & Poor's apprécie le profil de chaque entreprise selon une échelle de notation allant de 1 (risque faible) à 10 (risque élevé). À notre avis, le profil pro forma d'Hydro-Québec recevrait au moins un 4 et plus vraisemblablement un 3. Notre opinion reflète le fait que l'entreprise jouit d'une solide position face à la concurrence en tant que fournisseur d'électricité bon marché aux ménages et aux entreprises du Québec et en tant qu'exportateur d'électricité dans le nord-est américain. Nous avons considéré que les activités de transport et de distribution d'Hydro-Québec demeuraient réglementées et qu'Hydro-Québec continuerait de disposer d'électricité bon marché. Les autres agences de notation emploient des échelles de notation semblables, mais elles ne les rendent pas publiques.

Sans la garantie du gouvernement provincial, Hydro-Québec serait vraisemblablement classée entreprise de services publics de type II. Même si le régime réglementaire des activités de transport et de distribution de l'électricité au Québec n'a pas encore fait ses preuves, Hydro-Québec entretient de bonnes relations avec les autres autorités réglementaires, par exemple la FERC, le NPCC, le NEB, etc. En outre, le projet de loi 116 établit un régime juridique favorable au sain développement commercial des activités de production d'Hydro-Québec.

Les caractéristiques très favorables de la situation d'Hydro-Québec quant aux risques auxquels l'entreprise est exposée, toujours dans l'hypothèse d'emprunts non garantis par l'administration provinciale, compensent dans une certaine mesure les préoccupations suscitées par le niveau médiocre des indicateurs de solvabilité de l'entreprise et jouent en faveur d'un classement qualité Investissement, échelon inférieur. Les facteurs qualitatifs ayant une incidence favorable sur la notation des titres d'Hydro-Québec sont les suivants :

- + production d'hydroélectricité bon marché et capacité de stockage d'énergie hydraulique considérable;
- + stratégie d'investissement régionale dans le but d'offrir aux usagers un éventail plus large de services énergétiques et position favorable en vue d'exploiter le phénomène de convergence dans le secteur de l'énergie;
- + libre accès aux marchés de l'électricité aux États-Unis;
- + stabilité escomptée des flux monétaires et disponibilité prévue d'une partie de ces flux à des fins de réduction de la dette.

***Production d'hydroélectricité bon marché et capacité de stockage d'énergie hydraulique considérable***

Le fait qu'Hydro-Québec produise de l'électricité bon marché, principalement grâce à des centrales hydroélectriques, comporte des avantages stratégiques. Hydro-Québec exploite l'un des réseaux les plus importants en Amérique du Nord au chapitre de la production, du transport et de la distribution d'électricité. La capacité de production de l'entreprise repose presque entièrement sur l'hydroélectricité, soit le mode de production d'électricité le plus économique qui soit, de sorte qu'Hydro-Québec bénéficie de l'un des plus faibles niveaux de coûts au Canada. Hydro-Québec possède une capacité presque illimitée de stockage d'eau, ce qui lui permet de procéder à des ventes stratégiques d'électricité. Hydro-Québec peut ainsi acheter de l'énergie bon marché en dehors des périodes de pointe et vendre l'électricité qu'elle produit elle-même à des tarifs plus élevés en périodes de pointe de la demande, afin d'accroître les profits tirés de ses exportations. En outre, cette capacité de stockage simplifie grandement les choses lorsqu'il s'agit pour Hydro-Québec de combler ses besoins au moment de ses propres périodes de pointe, puisqu'il est facile d'amorcer et d'interrompre la production hydroélectrique.

***Stratégie d'investissement régionale dans le but d'offrir aux usagers un éventail plus large de services énergétiques et position favorable pour tirer profit du phénomène de convergence dans le secteur de l'énergie***

Grâce à son investissement indirect dans Gaz Métropolitain, Hydro-Québec est en bonne position pour tirer profit de la tendance à la convergence dans le secteur de l'énergie. Hydro-Québec a réorganisé sa structure juridique il y a plusieurs années afin de maîtriser un nombre grandissant d'activités. Nous décrivons ci-dessous les principales filiales par l'intermédiaire desquelles elle exerce des activités en dehors du rôle qui lui est assigné de principal fournisseur d'électricité au Québec.

**Hydro-Québec International** s'occupe de projets reliés au secteur énergétique sur les marchés étrangers, y compris l'exportation de connaissances techniques. Hydro-Québec International a des activités en Asie, en Amérique latine et en Afrique.

La **Société d'énergie de la Baie James** fournit des services d'ingénierie, de construction et de remise en état des lieux dans le cadre de travaux concernant des centrales hydroélectriques et thermiques un peu partout dans le monde.

**Hydro-Québec Capitech**, qui portait auparavant le nom de Nouveler, investit en tant que partenaire dans des entreprises de haute technologie du secteur énergétique et dans les produits de ces entreprises; elle s'occupe également des investissements non stratégiques d'Hydro-Québec et fournit des services de gestion aux filiales stratégiques.

**Noverco**, détenue à 41 % par Hydro-Québec, est une société de portefeuille qui contrôle Gaz Métropolitain et d'autres entreprises dont l'activité première concerne le transport et la distribution du gaz naturel.

Enfin, Hydro-Québec a transféré en 1997 son réseau de transport à une division séparée, TransÉnergie, gérée de façon indépendante par rapport aux actifs utilisés aux fins de la production d'électricité, de façon que tous les fournisseurs d'électricité puissent avoir accès au réseau provincial aux mêmes conditions. Cette décision était essentielle pour l'obtention d'une licence de vente d'électricité aux États-Unis.

### ***Accès libre aux marchés de l'électricité aux États-Unis***

En 1997, Hydro-Québec a obtenu de la FERC une licence de vente d'électricité qui lui donne accès aux marchés américains. En contrepartie, Hydro-Québec a dû accorder aux services publics américains un semblable accès au marché de gros de la province. Cependant, Hydro-Québec n'a pas cédé tellement, puisque :

- il sera difficile pour les services publics d'électricité américains de lui faire concurrence, étant donné le peu qu'il en coûte à Hydro-Québec pour produire de l'hydroélectricité, en particulier si l'on considère que les tarifs de l'électricité se situent en moyenne entre 0,09 \$ US et 0,11 \$ US le kWh dans le nord-est des États-Unis;
- la faiblesse relative du dollar canadien constitue un atout pour Hydro-Québec face aux services publics d'électricité américains;
- seulement 4 % de la distribution d'électricité de la province est assurée par des tiers susceptibles d'acheter leur électricité de négociants en gros.

En 1999, Hydro-Québec a vendu 24,7 TWh d'électricité à des clients situés hors du Québec, ce qui représente une augmentation de 32,8 % par rapport au chiffre de 1998. Un grand nombre de ces contrats de vente en gros viendront à échéance en 2001-2002, mais le manque à gagner éventuel sera compensé dans une certaine mesure par l'augmentation de la demande sur le marché de détail au Québec et par un accroissement des ventes à court terme et des ventes au comptant sur le marché de gros.

### ***Stabilité escomptée des flux monétaires et disponibilité prévue d'une partie de ces flux aux fins de réduire la dette***

Fort de sa nouvelle orientation, « les affaires d'abord », Hydro-Québec se concentre sur ses objectifs de croissance, de pénétration de nouveaux marchés et de commercialisation de ses activités de recherche et développement, tout en assurant le maintien de tarifs stables et peu élevés au profit de ses abonnés québécois. Récemment, ces stratégies ont assuré à l'entreprise une progression soutenue de son chiffre d'affaires et une amélioration de sa rentabilité et de ses flux monétaires. La progression de ces flux devrait se poursuivre dans l'avenir rapproché et par la suite, à mesure que les activités d'Hydro-Québec prendront de l'ampleur.

Hydro-Québec a réussi à refinancer annuellement des emprunts d'environ 2 milliards de dollars arrivant à échéance à des taux d'intérêt nominaux de moins en moins élevés, ce qui lui a permis de réduire ses versements en intérêts et d'améliorer sa rentabilité. Cette tendance devrait continuer d'avoir un effet favorable sur le bénéfice de l'entreprise à moyen terme, étant donné les échéances des emprunts.

### ***Analyse quantitative***

Les agences de notation évaluent la santé financière d'un service public selon la capacité de ce dernier de dégager avec régularité des flux monétaires qui lui permettent de rembourser ses emprunts ainsi que de financer ses activités et ses investissements. L'accent est mis habituellement sur les résultats pro forma des cinq dernières années et

sur les prévisions pour les cinq prochaines années. Les quatre éléments considérés sont les suivants :

- la rentabilité;
- la structure du capital;
- les flux monétaires;
- la souplesse sur le plan financier.

0

Dans le cas d'Hydro-Québec, le niveau des indicateurs de solvabilité est faible, mais il est compensé dans une certaine mesure par le niveau très favorable des risques liés au profil de l'entreprise. Le faible niveau des indicateurs de solvabilité peut se décrire brièvement de la façon suivante :

- faible rentabilité et faible rendement des capitaux propres au cours des dix dernières années;
- structure du capital comportant un niveau élevé de capitaux empruntés et faible ratio de couverture du service de la dette par comparaison avec ce que l'on observe dans le cas des services publics détenus par des investisseurs;
- tarifs gelés jusqu'en 2002 (et peut-être au-delà) sur le marché intérieur et bénéfice susceptible de varier selon le niveau des eaux;
- concurrence sur le marché énergétique nord-américain (gaz naturel, etc.) et sur le front des activités internationales.

***Faible rentabilité et faible rendement des capitaux propres au cours des dix dernières années***

Hydro-Québec a connu une très faible rentabilité depuis dix ans à cause d'un niveau d'endettement constamment élevé. Actuellement, les intérêts représentent environ 39 % de l'ensemble des produits, après avoir atteint un sommet de 48 % en 1991. Par comparaison, dans le secteur privé, les entreprises de services publics, qui ont des bilans considérablement plus solides, ont versé des intérêts représentant entre 10 % et 15 % de leurs produits pendant la même période.

***Structure de capital à forte proportion de capitaux empruntés et faible ratio de couverture du service de la dette par rapport à ce que l'on observe dans le cas des services publics détenus par des investisseurs***

Avec un ratio d'endettement d'environ 74 % (meilleur que le ratio moyen de 85 % caractérisant les entreprises de services publics détenues par l'État), Hydro-Québec présente un bilan faible, particulièrement si l'on compare son ratio à celui d'environ 60 % qui caractérise en moyenne les entreprises de services publics détenues par des investisseurs. Cela a eu pour conséquence que le ratio de couverture a constamment été faible.

***Tarifs gelés jusqu'en 2002 (et peut-être au-delà) sur le marché intérieur et bénéfice susceptible de varier selon le niveau des eaux***

Hydro-Québec a dû maintenir des tarifs très concurrentiels pour la fourniture d'électricité dans la province afin de conserver sa part du marché énergétique au Québec. Étant donné que les moyens de production d'Hydro-Québec reposent en grande partie sur l'énergie hydraulique, le bénéfice de l'entreprise est sujet à varier selon le niveau des eaux. Hydro-Québec se doit de gérer le niveau des eaux dans ses réservoirs de façon à s'assurer qu'un niveau anormalement bas ne nuise pas à son bénéfice.

***Concurrence sur le marché énergétique nord-américain (gaz naturel, etc.) et sur le front des activités internationales***

Le gaz naturel, qui peut servir à produire de l'électricité et qui peut également constituer en lui-même une forme d'énergie, est un concurrent qui continue d'exercer une pression sur les tarifs de l'électricité dans la province. Plus récemment, la mise en exploitation des réserves de gaz de l'île de Sable ainsi que la construction du Maritimes and Northeast Pipeline et du Portland Natural Gas Transmission System ont fait en sorte que le gaz naturel est également devenu un concurrent sur les marchés de l'exportation dans le nord-est des États-Unis.

Par conséquent, en bref, la proportion de la structure du capital constituée de capitaux empruntés est passablement élevée, et le niveau des flux monétaires est très faible par rapport aux charges d'intérêts. De plus, le niveau des flux monétaires en chiffre absolu est très faible par rapport au montant des capitaux empruntés dans la structure du capital. Un ratio d'endettement de plus de 60 % est considéré très élevé pour une cote Baa3/BBB-. On ne s'attend pas que ce ratio d'endettement élevé puisse être réduit de façon importante dans un proche avenir, puisque les flux monétaires générés à l'interne serviront à financer environ 61 % des dépenses en capital prévues et des emprunts à long terme venant à échéance au cours de la période allant de 2000 à 2004.

S&P's fournit les niveaux de référence ci-dessous pour les services publics d'électricité :

**Médianes des ratios financiers**

|                                                    | Couverture des intérêts sur la base des produits d'exploitation (x) |     | Produits d'exploitation/dette totale (%) |     | Dette totale/capital (%) |     |
|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-----|------------------------------------------|-----|--------------------------|-----|
|                                                    | A                                                                   | BBB | A                                        | BBB | A                        | BBB |
| <b>Entreprises de production</b>                   | 7,1                                                                 | 4,7 | 48                                       | 35  | 39                       | 47  |
| <b>Entreprises de transport et de distribution</b> | 3,5                                                                 | 2,6 | 23                                       | 17  | 55                       | 62  |
| <b>Entreprises intégrées</b>                       | 5,1                                                                 | 3,8 | 35                                       | 25  | 43                       | 50  |
| <b>Hydro-Québec</b>                                | 1,9                                                                 |     | 7,4                                      |     | 74,1                     |     |

Combiné aux ratios financiers ci-dessus, le profil d'entreprise d'Hydro-Québec correspond à l'échelon inférieur de la plage BBB/Baa sans garantie du gouvernement du Québec. La plupart des entreprises américaines intégrées comparables à Hydro-Québec dont la cote se situe à l'échelon inférieur du niveau BBB ont un ratio d'endettement qui avoisine les 60 %. De façon générale, l'entreprise de production, exposée à un plus grand risque, ne peut se permettre un ratio d'endettement aussi élevé que celui de l'entreprise de transport et de distribution, dont les activités sont stables.

***Profils d'entreprise et niveaux de référence***

Les niveaux de référence présentés dans les tableaux qui suivent correspondent à un service public d'électricité ayant un profil d'entreprise de 3 pour une cote de crédit A ou BBB. Comme nous l'avons mentionné plus haut, les chiffres d'Hydro-Québec sont bien inférieurs à ceux des sociétés comparables en ce qui concerne les paramètres quantitatifs, mais ils sont compensés par un niveau général de risque moins élevé.

| Couverture des intérêts sur la base des produits d'exploitation (x) |            |            |
|---------------------------------------------------------------------|------------|------------|
| Classement du profil d'entreprise                                   | A          | BBB        |
| 1                                                                   | 2,8 – 1,9x | 1,9 – 0,9x |
| 2                                                                   | 3,3 – 2,5  | 2,5 – 1,5  |
| 3                                                                   | 3,9 – 3,1  | 3,1 – 2,1  |
| 4                                                                   | 4,5 – 3,8  | 3,8 – 2,7  |
| 5                                                                   | 4,8 – 4,0  | 4,0 – 3,0  |
| 6                                                                   | 5,7 – 4,5  | 4,5 – 3,1  |
| 7                                                                   | 7,0 – 5,1  | 5,1 – 3,3  |
| 8                                                                   | 8,3 – 5,9  | 5,9 – 3,5  |
| 9                                                                   | 9,5 – 7,1  | 7,1 – 4,3  |
| 10                                                                  | 11,3 – 8,8 | 8,8 – 5,3  |

| Dette totale/capital (%)          |               |               |
|-----------------------------------|---------------|---------------|
| Classement du profil d'entreprise | A             | BBB           |
| 1                                 | 55,0 – 60,5 % | 60,5 – 67,5 % |
| 2                                 | 51,0 – 58,5   | 58,5 – 63,5   |
| 3                                 | 47,5 – 53,0   | 53,0 – 61,0   |
| 4                                 | 43,0 – 49,5   | 49,5 – 57,0   |
| 5                                 | 41,5 – 47,0   | 47,0 – 55,0   |
| 6                                 | 39,5 – 46,0   | 46,0 – 53,5   |
| 7                                 | 37,5 – 45,0   | 45,0 – 52,5   |
| 8                                 | 35,0 – 43,0   | 43,0 – 51,5   |
| 9                                 | 30,0 – 39,0   | 39,0 – 47,5   |
| 10                                | 24,0 – 33,0   | 33,0 – 40,5   |

| Produits d'exploitation/dette totale (%) |              |             |
|------------------------------------------|--------------|-------------|
| Classement du profil d'entreprise        | A            | BBB         |
| 1                                        | 18,5 - 12,5x | 12,5 – 7,0x |
| 2                                        | 21,0 – 16,0  | 16,0 – 10,5 |
| 3                                        | 26,0 – 20,0  | 20,0 – 14,0 |
| 4                                        | 30,5 – 24,5  | 24,5 – 17,5 |
| 5                                        | 33,0 – 27,0  | 27,0 – 20,5 |
| 6                                        | 39,0 – 31,0  | 31,0 – 22,0 |
| 7                                        | 47,0 – 38,5  | 38,5 – 24,5 |
| 8                                        | 55,0 – 42,5  | 42,5 – 27,5 |
| 9                                        | 84,5 – 49,5  | 49,5 – 32,0 |
| 10                                       | 78,0 – 60,5  | 60,5 – 39,0 |

**Coût des emprunts pour Hydro-Québec sans garantie du gouvernement du Québec**

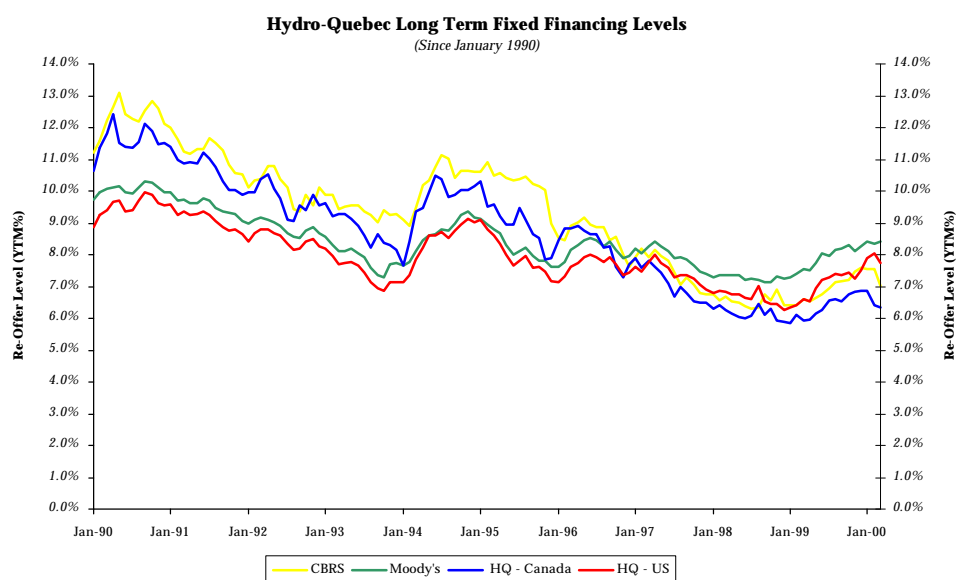
Pour se constituer une opinion quant à ce qu'il en coûterait à Hydro-Québec pour contracter des emprunts non garantis par l'État, Merrill Lynch a analysé l'évolution des taux de rendement à l'échéance des obligations d'Hydro-Québec sur le marché secondaire au cours d'une période de dix ans, soit de janvier 1990 à janvier 2000, puis comparé ces taux aux taux fournis sous la forme d'indices obligataires par Moody's, « Taux de rendement moyens des obligations de services publics cotées Baa », et par CBRS, « Taux de rendement moyens des obligations canadiennes de services publics cotées B++ ».

(N.B.: CONSERVER LE PARAGRAPHE SUIVANT)

Nous avons limité notre analyse à une période de dix ans parce que le garant d'Hydro-Québec, la province de Québec, jouissait d'une meilleure cote de solvabilité au début des années 1990. À cause de cela, l'écart entre le taux de rendement à l'échéance des obligations (garanties) d'Hydro-Québec et celui des obligations d'entreprises de services publics cotées BBB serait supérieur. Dix ans représentent une période suffisante pour couvrir différents cycles économiques et différents états du marché.

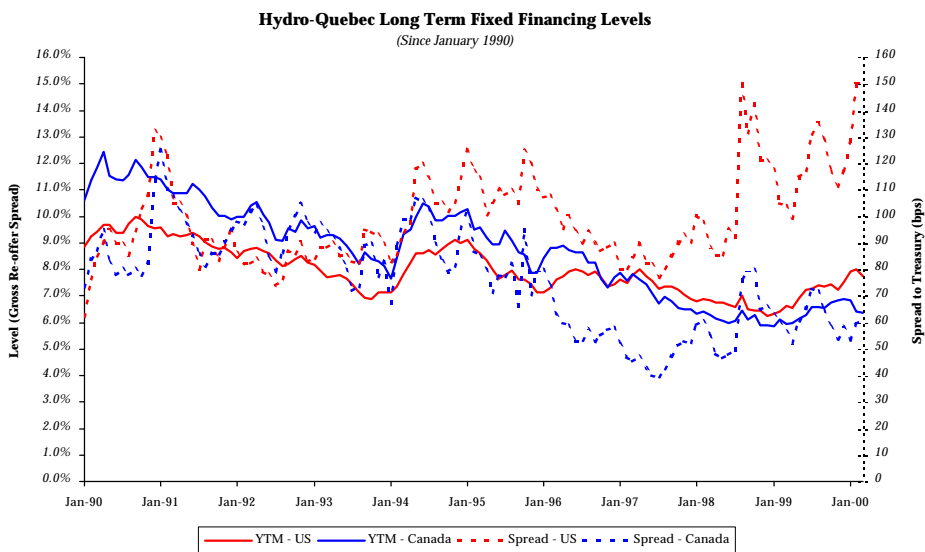
Selon Merrill Lynch, de janvier 1990 à janvier 2000, le coût des emprunts à long terme d'Hydro-Québec sur le marché canadien ou sur le marché américain sans la garantie de la province de Québec (établi en fonction d'un écart par rapport au taux de rendement des obligations correspondantes du Trésor fédéral) aurait été en moyenne pendant cette période d'au moins 50 points de base inférieur à ce qu'il aurait été dans le cas d'obligations de services publics cotées Baa (Moody's)/B++ (CBRS).

**Évolution du taux de rendement à l'échéance des instruments à taux fixe et à long terme émis par Hydro-Québec (depuis janvier 1990)**



Ordonnée (gauche) Rendement à l'échéance pour l'investisseur (en %)  
Ordonnée (droite) Rendement à l'échéance pour l'investisseur (en %)

Évolution du taux de rendement à l'échéance des instruments à taux fixe  
et à long terme émis par Hydro-Québec (depuis janvier 1990)



Ordonnée (gauche) Rendement à l'échéance pour l'investisseur (écart brut)

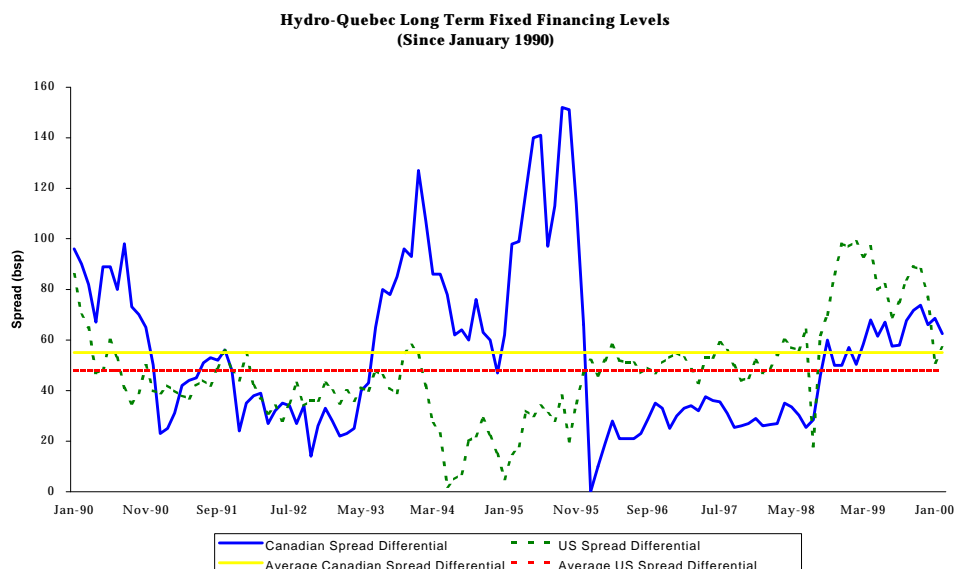
Ordonnée (droite) Écart de rendement par rapport aux obligations du Trésor (en points de base)

Légende

YTM = Rendement à l'échéance

Spread = Écart

Évolution du taux de rendement à l'échéance des instruments à taux fixe et à long terme émis par Hydro-Québec (depuis janvier 1990)



Ordonnée (en points de base)

Légende

Canadian Spread Differential = Écart sur le marché canadien

Average Canadian Spread Differential = Écart moyen sur le marché canadien

US Spread Differential = Écart sur le marché américain

Average US Spread Differential = Écart moyen sur le marché américain

Même si nous avons comparé le coût des emprunts à long terme d'Hydro-Québec sur le marché canadien au coût qui aurait été celui d'un service public coté B++, cela ne signifie pas qu'un émetteur coté B++ aurait eu au fil des ans un accès équivalent à celui qu'a eu Hydro-Québec sur les marchés financiers canadiens au plan du volume et de la fréquence des émissions. De fait, il nous apparaît douteux qu'Hydro-Québec aurait eu sur les marchés financiers canadiens un accès égal à celui d'un émetteur coté B++.

**Annexe**

Brian Keegan est le directeur mondial du Groupe de conseil en notation de Merrill Lynch. Avant de travailler pour le Groupe, M. Keegan dirigeait un service semblable de conseil en notation à Toronto Dominion Securities (1990-1993). Auparavant, M. Keegan avait été analyste principal chargé du secteur des biens de consommation non durables pour Moody's (1987-1990). M. Keegan détient une maîtrise en administration des affaires de l'université de New York, un baccalauréat en sciences économiques de l'université de la Californie, à Los Angeles, et un diplôme d'associé en arts de l'American University of Paris. M. Keegan parle couramment le français et maîtrise le portugais de la conversation courante.