

Einfache Korrektur oder Paradigmenwechsel?

Die Photovoltaik-Wertschöpfungskette im Bullen- und Bärenmarkt

Von Christian Plato, Vice President, und Marc Wallenstein, Teamleiter Renewable Energy & Infrastructure, Viscardi

Seit einigen Jahren sind Unternehmen aus dem Sektor der Erneuerbaren Energien, und hierbei insbesondere der Solarbranche, eines der interessantesten Betätigungsfelder für Investoren. Dabei haben v.a. diejenigen Unternehmen eine überdurchschnittliche Performance gezeigt, die am Anfang der Photovoltaik-Wertschöpfungskette stehen und die aufgrund des Nachfrageüberhangs traumhafte Umsatzrenditen von über 25% erzielen konnten. Entsprechend erfolgreich haben sich auch die Aktienkurse dieser sogenannten Upstream-Unternehmen im Laufe der vergangenen Jahre, die bis Ende 2007 von allgemein steigenden Aktienmärkten geprägt waren, entwickelt. Im folgenden Artikel soll nun untersucht werden, ob eine auf den Anfang der Wertschöpfungskette fokussierte Investitionsstrategie auch in den seit Beginn des Jahres fallenden Märkten ein erfolgreiches Rezept darstellt und welche Schlussfolgerungen daraus im Hinblick auf Investitionen in Solarwerte zukünftig gezogen werden können.

Untersuchungsdesign

Der PV-Markt ist neben dem Windmarkt einer der am stärksten wachsenden Teilmärkte der Erneuerbaren Energien und weist die mit Abstand größte Anzahl börsennotierter Unternehmen in diesem mittlerweile hinreichend etabliertem Investitionssegment auf. Allein in Deutschland sind über 20 Photovoltaikunternehmen börsennotiert. Für die folgende Analyse wurden zwölf Prime Standard-Unternehmen sowie zwei europäische Firmen ausgewählt, wobei für die Selektion insbesondere Kriterien wie die für die Evaluation benötigten Publizitätsstandards sowie die Möglichkeit, die einzelnen Titel den verschiedenen Abschnitten der Wertschöpfungskette sinnvoll zuzuordnen, von Bedeutung waren. Bei der



Christian Plato



Marc Wallenstein

Segmentierung der Wertschöpfungskette wiederum wurden in Anlehnung an gängige Industriekonventionen fünf Stufen unterschieden (siehe Abb. 1). Aufgrund der Zuordnung zu den einzelnen Wertschöpfungsstufen wurden die betrachteten Unternehmen schließlich auf die folgenden Gruppen bzw. Cluster verteilt (siehe Tab. 1).

Betrachtung der historischen Wertentwicklung

Welche Performance haben diese Cluster, innerhalb derer die Unternehmen im Übrigen nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtet sind, nun in den vergangenen Bullen- und Bärenmärkten gezeigt? Zunächst sei der Bullenmarkt betrachtet – hier terminiert vom 1. Juli 2006 (nach der allgemeinen Korrektur vom Frühjahr 2006) bis zum 31. Dezember 2007 (siehe Abb. 2 auf S. 64).

ABB. 1: PHOTOVOLTAIK-WERTSCHÖPFUNGSKETTE



Quelle: Viscardi

Upstream-Unternehmen klar führend

In diesem Zeitraum haben insbesondere Upstream-Unternehmen, aber auch Komplettanbieter, eine überdurchschnittliche, teils überragende Performance gezeigt (siehe Abb. 2). In beiden Clustern sind die Unternehmen im vorderen, margenstarken Teil der Wertschöpfungskette aktiv. Die

TAB. 1: CLUSTERBILDUNG

CLUSTER	ZUGEORDNETE UNTERNEHMEN
UPSTREAM-UNTERNEHMEN (INGOT-, WAFER- UND ZELLENPRODUKTION)	PV CRYSTALOX SOLAR, RENEWABLE ENERGY CORP. (REC), Q-CELLS
KOMPLETTANBIETER	ERSOL, SOLAR-FABRIK, SOLARWORLD
MODULHERSTELLER (SCHWERPUNKT DER GESCHÄFTSTÄTIGKEIT)	ALEO SOLAR, CONERGY, SOLON, SUNWAYS
SYSTEMANBIETER (SCHWERPUNKT DER GESCHÄFTSTÄTIGKEIT)	CENTROSOLAR, CENTROTEC, COLEXON, PHOENIX SOLAR

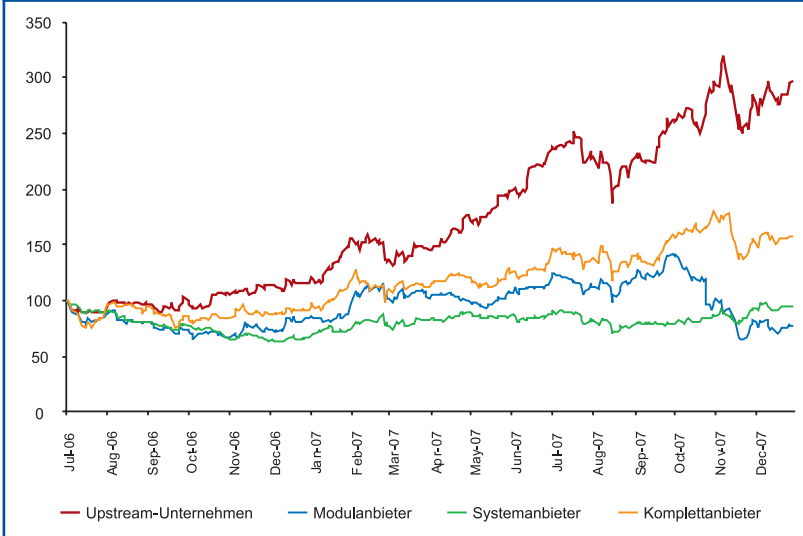
Quelle: Viscardi

Komplettanbieter haben alle mindestens eine eigene Wafer-Fertigung, decken aber zusätzlich die Stufen bis hin zum Angebot von PV-Komplettsystemen ab. Die Upstream-Unternehmen haben ihren Schwerpunkt entweder in der Herstellung von Ingots und Wafern (PV Crystalox und REC) oder ausschließlich in der Zellherstellung (Q-Cells). Diese Segmente sind aufgrund der weltweiten Kapazitätsengpässe und der damit verbundenen Verhandlungsmacht die derzeit einträglichsten und margenstärksten Bereiche in der PV-Wertschöpfungskette. Ganz offensichtlich scheint sich die klare Fokussierung der Upstream-Unternehmen

in der Vergangenheit ausgezahlt zu haben. Im betrachteten Zeitraum hat das entsprechende Cluster um +200% zugelegt, während Komplettanbieter lediglich um 50% stiegen.

Im Gegensatz dazu haben die Modulhersteller und Systemanbieter im gleichen Zeitraum einen Wertverlust hinnehmen müssen. Der Grund hierfür dürfte in der Positionierung am margenschwachen Ende der Wertschöpfungskette gelegen haben. Insbesondere Modulhersteller leiden derzeit unter fehlender Verhandlungsmacht.

ABB. 2: WERTENTWICKLUNG IM BULLENMARKT



Quelle: Thomson; Stand: 22.08.2008

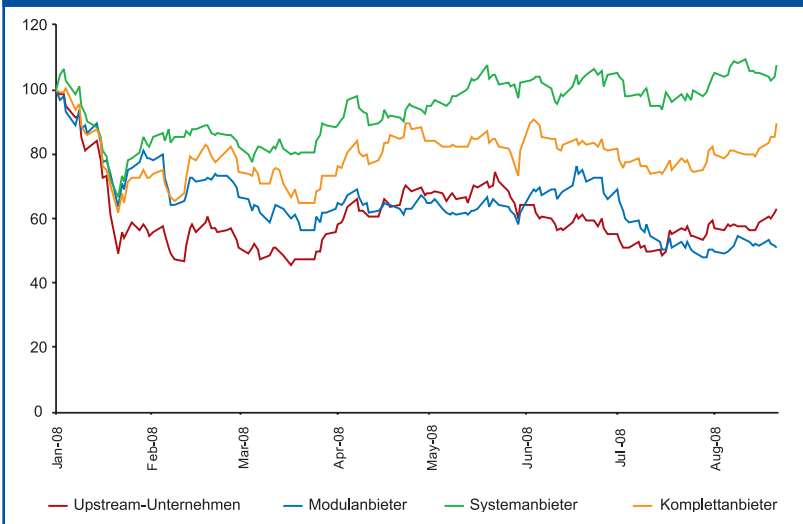
Wie stellt sich die Situation nun in dem seit Jahresanfang vorherrschenden Bärenmarkt dar (siehe Abb. 3)?

Systemanbieter erfolgreich gegen den „Bären“

Das Cluster der Systemanbieter hat dem Abwärtstrend seit Jahresanfang am besten widerstehen und seinen Wert immerhin halten können (einzelne Titel wie Phoenix Solar haben sogar zugelegt), wohingegen die anderen Cluster zwischen 25% und 50% an Wert verloren haben. Es stellt sich nun die Frage, worin diese Entwicklung begründet liegt, die sich von der zuvor skizzierten doch stark unterscheidet. Verschiedene Deutungen sind möglich:

1. Es handelt sich, insbesondere bei den Upstream-Unternehmen, um eine einfache Marktberichtigung, d. h. eine ohnehin nötige Korrektur der vergangenen Überbewertung („vergangenheitsmotivierte Korrektur“).
2. Insbesondere Systemanbieter zeigen gerade im Laufe des Jahres 2008 deutlich verbesserte Ergebnisse,

ABB. 3: WERTENTWICKLUNG IM BÄRENMARKT



Quelle: Thomson; Stand: 22.08.2008

häufig getrieben durch einträgliche Geschäfte im Noch-Boom-Land Spanien („gegenwarts-motivierte Korrektur“).

3. Es handelt sich um einen Paradigmenwechsel, in dem sich der Engpassfaktor (derzeit Silizium) der Industrie entlang der Wertschöpfungskette ans Ende verlagert – hin zu den zu errichtenden Anlagen/Projekten als zukünftigem Engpass („perspektivisch motivierte Korrektur“).

Multiplikatoren- und Margenanalyse

Betrachtet man die Unternehmenswerte, die sich aus den derzeitigen Börsenkursen ableiten lassen, so lässt sich feststellen, dass margen-

starke Upstream-Unternehmen vom Kapitalmarkt noch immer signifikant höher bewertet werden als die anderen Cluster. Modulhersteller und Systemanbieter weisen eine deutlich niedrigere Bewertung auf, wenn man die Relation von Unternehmenswert und prognostizierten Geschäftszahlen dieser Unternehmen zu Grunde legt.

Aussagen über die Bewertung von Firmen mit unterschiedlicher strategischer Ausrichtung innerhalb der Photovoltaik-Wertschöpfungskette lassen sich anhand von verschiedenen Multiples in Tab. 2 veranschaulichen.

Die Upstream-Unternehmen sowie die Komplettanbieter weisen insbesondere bei Sales- und Price/Earnings-Ratios deutlich höhere Multiplikatoren auf als Modulhersteller oder Systemanbieter. Erklären lassen sich diese Multiplikatoren zum einen durch die höhere

Profitabilität und zum anderen durch ein höheres Wachstum, das vom Kapitalmarkt für diese Firmen antizipiert und in die Börsenkurse eingepreist wird (siehe Tab. 3).

Es scheint nur eine Frage der Zeit, bis diese Wachstums- und Rentabilitätserwartungen nach unten korrigiert werden müssen. Durch immer höhere Wirkungsgrade der Solarzellen in Verbindung mit der Senkung der Systemkosten, d. h. deutlich sinkender Kosten pro Watt (peak), trägt die Branche dem Druck sinkender staatlicher Subventionen Rechnung, indem sie sich dem Punkt der Grid Parity langsam aber stetig annähert. Durch diesen Trend dürfte sich die

TAB. 2: MULTIPLIKATOREN (MEDIAN)

Multiplikatoren (Median)	EV / Sales			EV / EBIT			P / E		
	2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e
Upstream-Unternehmen	3.6	2.2	1.8	12.5	8.0	5.9	19.5	12.4	9.2
Komplettanbieter	3.5	2.6	1.9	12.7	9.9	7.6	21.2	16.1	12.5
Modulhersteller	0.6	0.4	0.4	9.1	6.8	5.8	12.2	8.7	5.7
PV-Systemanbieter	0,6	0,5	0,5	9,4	7,3	8,4	11,2	8,3	7,6

Quelle: Viscardi

TAB. 3: WACHSTUMSMARGEN (MEDIAN)

Wachstum/Margen (Median)	Umsatzwachstum			EBIT-Marge			Umsatzrendite		
	2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e
Upstream-Unternehmen	49.2%	46.5%	40.4%	35.7%	33.8%	30.0%	24.0%	21.5%	19.3%
Komplettanbieter	61.8%	34.5%	31.7%	22.3%	20.7%	19.2%	13.2%	12.2%	11.3%
Modulhersteller	36.4%	33.7%	23.2%	3.7%	4.9%	6.6%	2.1%	2.9%	4.6%
PV-Systemanbieter	34.7%	27.8%	24.3%	7.3%	6.3%	6.2%	4.3%	4.3%	3.9%

Quelle: Viscardi

Verhandlungsposition der Upstream-Unternehmen deutlich relativieren. Zum anderen wird mittel- bis langfristig durch die hohen Wachstumsraten der Upstream-Unternehmen ein Überangebot an Silizium, Wafern und schließlich Zellen immer klarer erkennbar, welches die Verhandlungsposition zu Gunsten der Systemanbieter und Projektentwickler mit direktem Kontakt zum Endkunden verbessern könnte. Modulhersteller dürften jedoch auch weiterhin, und das spiegeln die Ergebnisse des letzten halben Jahres ebenfalls

letzen halben Jahres eingeleitete Korrektur durchaus eine mit perspektivischem Charakter gewesen sein könnte, d.h. dass sich tatsächlich eine Verschiebung der Verhandlungspositionen innerhalb der Photovoltaik-Wertschöpfungskette schneller als bisher erwartet ergibt. Da sich diese Entwicklung zwar erst allmählich in den Kursen abzeichnet, aber anscheinend noch lange nicht voll reflektiert wird, könnte der Einstieg in derzeit noch immer relativ niedrig bewertete Systemanbieter langfristig lohnend sein.

wider, von dieser Verschiebung nicht signifikant profitieren. Es ist durchaus vorstellbar, dass reine Modulhersteller mittelfristig komplett vom Markt verschwinden und dieses Segment der Wertschöpfungskette komplett vertikal integriert wird – sei es nach oben oder nach unten.

Ausblick

Einiges deutet darauf hin, dass die innerhalb des