

Tre leader sotto assedio

di Alessandra Laria e Giulio Gavazzi



Iberdrola Energías Renovables, First Solar e Vestas Wind Systems sono con distacco i primi tre “pure player” dell’energia rinnovabile per capitalizzazione di mercato: due europee e un’americana, a prova che, nonostante l’impressionante crescita delle cinesi, il primato delle rinnovabili è ancora temporaneamente in mano alle economie occidentali. Questo però sembra essere uno dei pochi tratti ad accomunare le tre storie, per altri versi molto differenti tra loro:

- ❖ Iberdrola Renovables è la costola di una delle più grandi utility europee e il suo business è essenzialmente la produzione di energia elettrica;
- ❖ First Solar è un astro nascente del fotovoltaico specializzato nella produzione di moduli in film sottile che si sta integrando a valle lungo la catena del valore, con acquisizioni mirate di IPP¹ e campi fotovoltaici;
- ❖ Vestas ha alle spalle una tradizione che supera il secolo nella lavorazione dell’acciaio, è stato uno dei primi player a produrre turbine eoliche nei lontani anni ’70 e il primo a lanciare la tipologia di turbina ad asse orizzontale a tre pale attualmente usata in tutto il mondo.

¹ Independent Power Producer

Tavola 1. Top 10 delle rinnovabili pure al 26/07/2010

Società	Paese	Settore	MarketCap (Bn €)
1 Iberdrola Renovables	Spagna	Eolico (Sviluppo e IPP)	11,3
2 First Solar	USA	Solare (Componenti, sviluppo e IPP)	9,1
3 Vestas Wind Systems	Danimarca	Eolico (Componenti e sviluppo)	7,8
4 Goldwind Xinjiang	Cina	Eolico (Componenti e sviluppo)	4,8
5 EDP Renovaveis	Portogallo	Eolico (Sviluppo e IPP)	4,2
6 SMA Solar Technology	Germania	Solare (Componenti)	3,4
7 GCL Poly	Cina	Solare (Componenti)	2,7
8 EDF Energies Nouvelles	Francia	Eolico (Sviluppo e IPP)	2,5
9 Renewable Energy Corp	Norvegia	Solare (Componenti e sviluppo)	2,4
10 Suntech	Cina	Solare (Componenti)	1,5

Un secondo tratto comune è che questi tre “top class” probabilmente non hanno gioco facile e una strada spianata di fronte a loro, per la crescita dell’Asia, per l’incertezza dei governi e per i continui cambiamenti tecnologici. Queste le cause che spiegano il terzo elemento comune, ossia la più recente prestazione borsistica dove i tre hanno una performance negativa.

Tavola 2. Andamento dei titoli dall’IPO più recente²

2007-2010, Percento



Uno sguardo più approfondito su ciascuna delle tre ci farà capire meglio la differenza di prospettive.

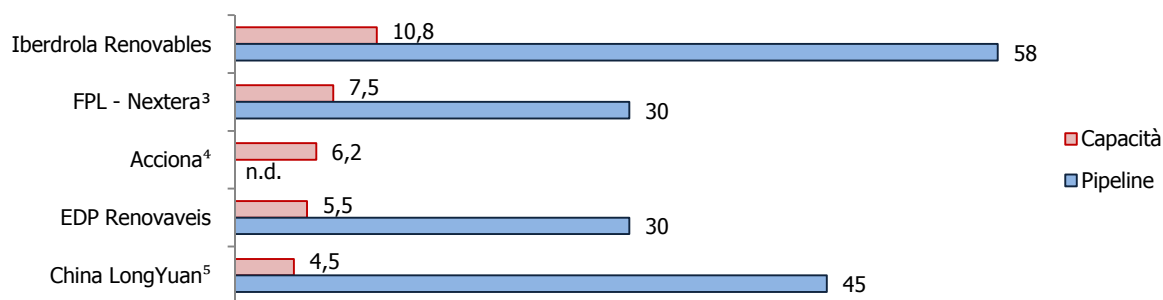
² Quella di Iberdrola Renovables, il 13 dicembre 2007

Iberdrola Energías Renovables

Iberdrola Renovables basa il suo successo sulla scala delle sue operations. Tra i produttori di energia da fonti rinnovabili distacca tutti per capacità controllata e pipeline anche includendo player misti (rinnovabili/nucleare/termoelettrico).

Tavola 3. Primi cinque player per capacità installata e pipeline nelle rinnovabili³

31/12/2009, GW

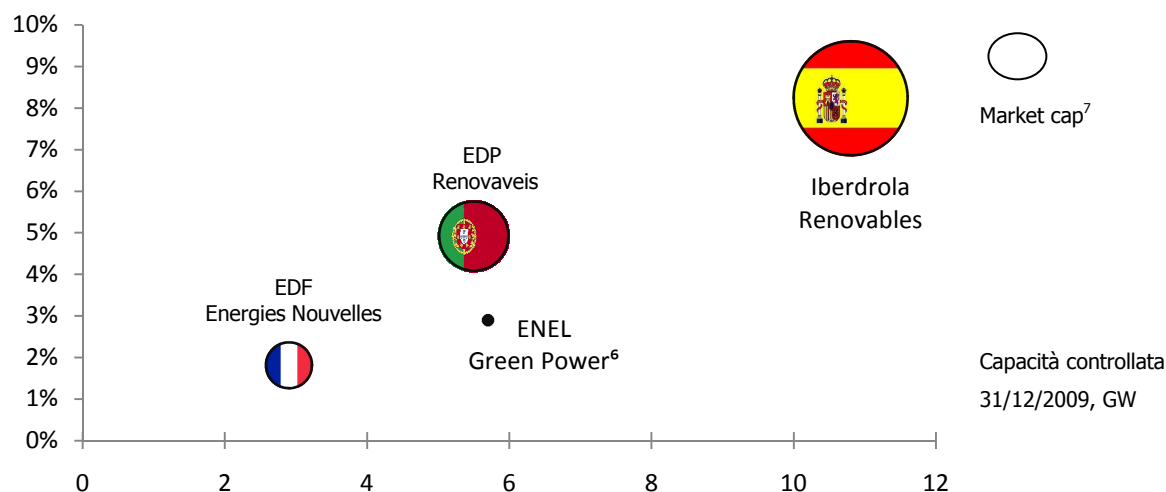


Fonte: Corporate Websites

Un altro primato di Iberdrola Renovables è quello di aver lanciato la maggior IPO della storia delle rinnovabili (4,5 Bn € a fine 2007). Ad oggi la società spagnola è la più grande delle divisioni rinnovabili delle utilities globali, nonostante la parent company sia poco più di un terzo di EDF e ENEL.

Tavola 4. Posizionamento delle principali divisioni rinnovabili

Revenues/Revenues parent company



³ I dati non tengono conto dell'idroelettrico convenzionale

⁴ FPL Nextera genera elettricità da nucleare, eolico e gas naturale

⁵ Acciona è una società diversificata con 5 linee di business: Real Estate, Infrastructure, Energy, Logistics and Transport e Urban and Environmental Services

⁶ China LongYuan produce energia da eolico e carbone

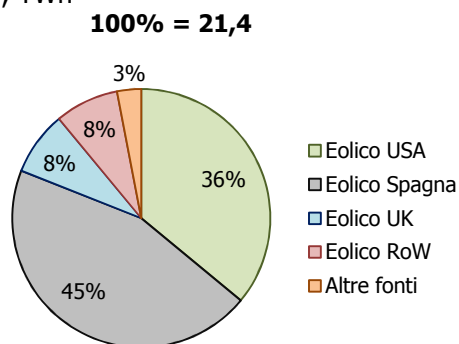
⁷ Per Enel Green Power non esiste un valore di mercato non essendo ancora quotata

Il business di Iberdrola Renovables, pur essendo esteso a tutte le fonti rinnovabili e al gas naturale⁸, vede l'eolico nettamente preponderante, sia come capacità installata (oltre il 90%), sia come produzione di energia e fatturato generato. La capacità si trova prevalentemente in Spagna e USA, entrambi paesi in cui, come conseguenza della crisi del settembre 2008, si stanno addensando alcune nubi sul settore rinnovabili:

- ❖ Nell'ottica del contenimento dei deficit e del costo dell'energia, i paesi europei stanno riducendo gli incentivi erogati ai produttori di energia rinnovabile, su tutti la Spagna, dove il peso del regime preferenziale è sostenuto interamente dallo Stato (in Germania e in Italia le utility ribaltano il sovrapprezzo sui consumatori).
- ❖ In USA la profittabilità della generazione da fonte rinnovabile è invece legata all'eventuale presenza di RPS⁹ che impongono alle utility di acquistare energia rinnovabile. La mancanza di una legge federale sta creando tuttavia una situazione di incertezza per cui l'associazione di categoria americana (AWEA) ha espresso una forte preoccupazione.

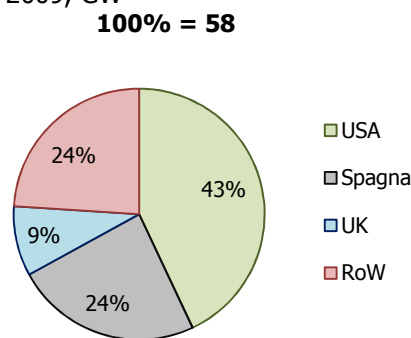
Ciononostante Iberdrola, in quanto produttore di energia, è meno esposta al rischio rispetto ai produttori di componenti. In Europa infatti, i campi a cui sono già stati riconosciuti regimi preferenziali corrono pochi pericoli di vederseli ridimensionati in misura sostanziale. Analogamente, in USA la società sta attuando una politica mirata a insediarsi negli stati dove esistono RPS (il 90% della capacità in costruzione è sotto PPA¹⁰) e nel contempo ha potuto fruire della più ingente allocazione di aiuti governativi concessi a una società estera con oltre 850 Mio \$ da inizio 2009.

Tavola 5. Breakdown della produzione
2009, TWh



Fonte: Corporate Website

Tavola 6. Geografia della pipeline
31/12/2009, GW



Fonte: Corporate Website

⁸ La società possiede anche una importante capacità di gas storage e una vasta rete di gasdotti nel Nord America

⁹ Renewable Portfolio Standard: una legge statale che obbliga le utilities a rispettare determinate quote di energia rinnovabile

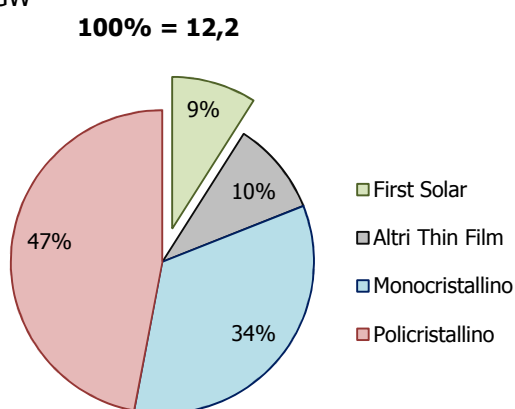
¹⁰ Power Purchase Agreement: è la principale forma di valorizzazione dei progetti di energia rinnovabile in USA, si tratta di accordi pluridecennali con le grosse utilities per la cessione di energia a prezzi preferenziali

First Solar

First Solar è una società giovane, nata nel 1999 in Arizona, che ha fatto della riduzione dei costi la propria strategia di successo mettendo a punto una tecnologia proprietaria per la produzione di moduli thin film al cadmio-tellurio.

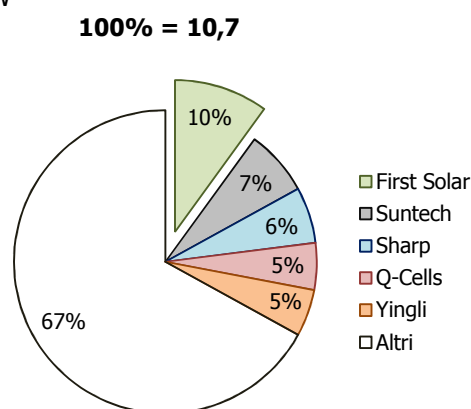
Il thin film è una tecnologia che consente di produrre moduli a costi inferiori rispetto al tradizionale silicio cristallino, a discapito però dell'efficienza (rappresentata dal rapporto Watt/m²). Quando il costo del modulo cristallino era oltre i 3 \$/Watt, i produttori di thin film puntavano ad abbattere il muro del 1 \$/Watt. Il collo di bottiglia del silicio nel 2007 ha portato molti produttori di celle e moduli fotovoltaici a cercare soluzioni che permettessero di ridurre la dipendenza dai fornitori della materia prima e sulla scia di questa esigenza il thin film ha conosciuto il boom che è stato cavalcato da First Solar. Nel 2009, producendo a 0,81 \$/Watt, ha raggiunto un output di oltre 1,1 GW ed è diventato il primo player del thin film a conquistarsi la leadership nella produzione di moduli fotovoltaici nel loro complesso.

Tavola 7. La produzione di moduli PV per tecnologia
2009, GW



Fonte: Photon International

Tavola 8. Le quote di mercato dei principali player dei moduli pv
2009, GW



Fonte: REN21

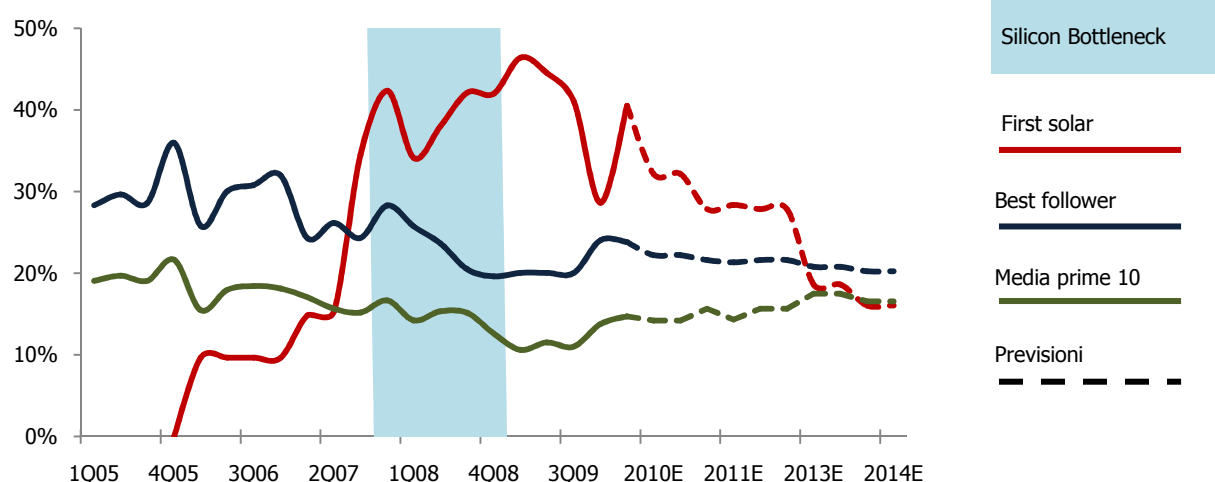
Il trend più recente, da circa un anno e mezzo a questa parte, ha invertito la tendenza: il silicio è tornato ai livelli pre-bolla e ci si aspetta che continui a scendere. Il costo di produzione dei moduli tradizionali è crollato, passando da oltre 3 \$/Watt del 2008 meno di 1,5 \$/Watt attuali. Il fattore critico di successo sembra spostarsi dal costo all'efficienza dei moduli, penalizzando le tecnologie che richiedono molto spazio come il thin film, i cui produttori si sono più che dimezzati (da 150 nel 2008 a circa 70 a inizio 2010).

Nonostante questo First Solar resta leader del mercato fotovoltaico. La strategia adottata già a partire dal 2007 per scongiurare il rischio di una bassa saturazione della capacità produttiva è l'integrazione a valle: l'acquisizione di campi in sviluppo dagli USA alla Cina consente di garantirsi la copertura di una buona parte degli ordini necessari. La pipeline americana di 2,2 GW già sotto PPA è quasi il doppio della capacità attualmente installata a livello nazionale.

Tavola 9. Andamento della marginalità dei principali player del settore¹¹

2004-2009

EBITDA Margin trimestrale



Fonte: Bloomberg

In conclusione, la minaccia alla leadership di First Solar è l'aumento della competitività dei moduli in silicio cristallino, un pericolo reso molto concreto dall'alto numero di concorrenti. Dalla sua, d'altra parte, può contare su un buon numero di fattori positivi:

- ❖ La maggiore efficienza del thin film basato sul cadmio-tellurio rispetto al silicio amorfo con cui viene prodotto il thin film tradizionale;
- ❖ La vasta pipeline di campi fotovoltaici che permetterà di assorbire gran parte della produzione;
- ❖ La tecnologia proprietaria che crea un'importante barriera all'ingresso e consentirà di ridurre ulteriormente le posizioni di costo (oggi sono arrivati a 0,76 \$/Watt);
- ❖ Gli alti margini che consentono una maggiore flessibilità di gestione del conto economico.

¹¹ Il campione comprende le 10 maggiori società per quota di mercato (Suntech, Q-Cells, Yingli, JA Solar, Trina, Sunpower, Gintech, Motech, Canadian Solar e E-Ton Solar). Sono esclusi i "non pure player" Sharp, Sanyo e Kyocera. Gli EBITDA negativi non fanno media.

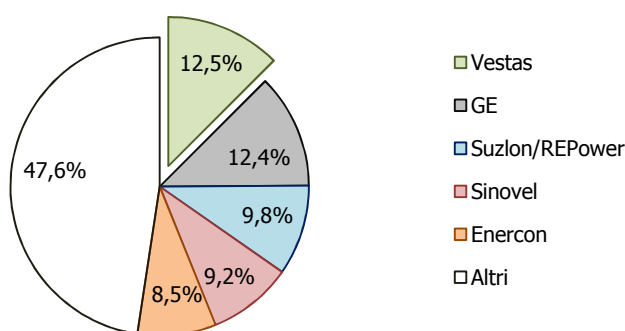
Vestas Wind Systems

Come First Solar nel thin film, la danese Vestas è un vero pioniere nel suo campo e con una storia di tutto rispetto: produce turbine da oltre 30 anni e ha contribuito alla realizzazione dei primissimi parchi offshore. Non dimentichiamo che la Danimarca è stato il primo paese a produrre energia eolica in misura significativa. Rispetto alle altre due, Vestas è l'unica concentrata esclusivamente su un business, la produzione/installazione e O&M di turbine eoliche e, a differenza ulteriore con le altre due, ha una leadership di mercato condivisa (con GE: la 13^a società al mondo per fatturato con 157 Bn \$).

Tavola 10. Il mercato delle turbine eoliche

2009, GW

100% = 37

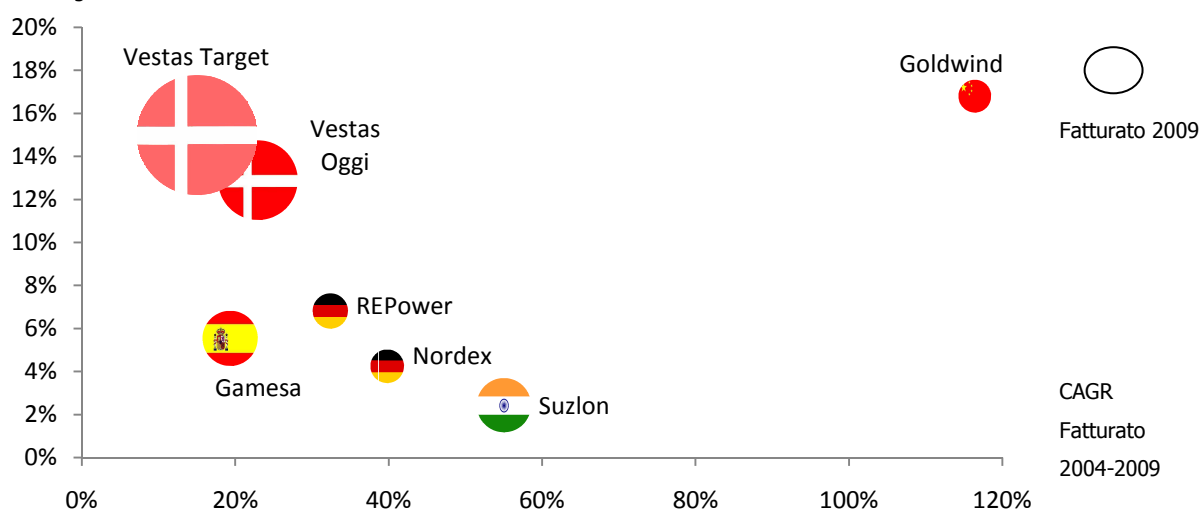


Fonte: BTM Consult

Vestas punta comunque a mantenere la leadership, tramite l'attuale strategia della società riassunta nel Triple15: 15% EBIT e 15 Bn € di fatturato al 2015, il che presuppone, neanche a farlo apposta, una crescita del fatturato del 15% annuo.

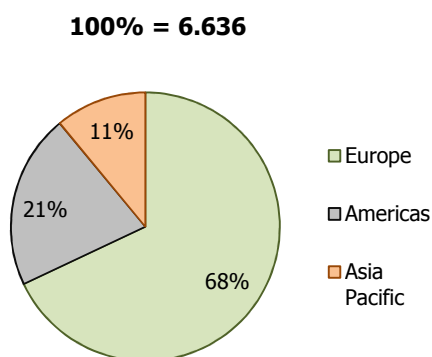
Tavola 11. Confronto dei target di Vestas con i principali competitor quotati

EBIT Margin 2009



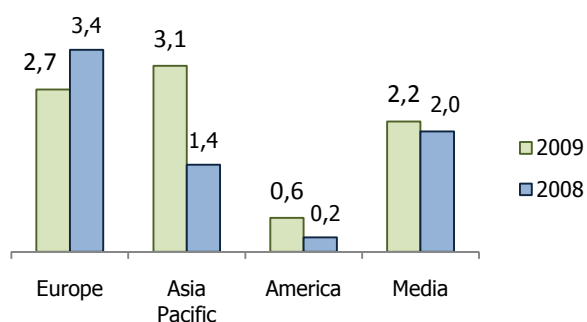
La corsa di Vestas verso il proprio target (aumento margini e fatturato) prevede una redistribuzione degli impianti produttivi nei mercati di sbocco al fine di facilitare il processo di vendita e migliorare le posizioni di costo. I mercati in questione sono Cina e USA: i primi mercati mondiali nel 2009 (rispettivamente 14 GW e 10 GW ca). Vestas, che attualmente fattura prevalentemente in Europa, ha dedicato la maggior parte dei 2,3 Bn € di investimenti del piano 2005-2009 a riallocare la capacità produttiva presso questi paesi: in Cina ha costruito una linea di produzione di pale, una di navicelle ed una fonderia, mentre in USA punta a raggiungere i 3 GW/anno di capacità produttiva (30% del totale) a fine 2010.

Tavola 12. Segmentazione del fatturato
2009, Mio €



Fonte: Company Website

Tavola 13. Breakdown geografico del rapporto personale produttivo/volumi
2008-2009, persone/MW



Fonte: Corporate Website

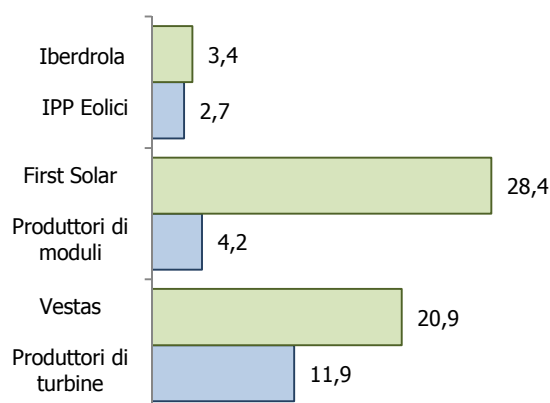
Il rischio principale per il successo della strategia è legato alla possibilità di saturare la capacità produttiva, e questo sarà probabilmente più facile in Cina che in USA:

- ❖ La Cina è prevista rimanere il maggior mercato mondiale anche nel 2010 con 18 GW attesi di nuove installazioni. Negli ultimi anni il governo si è imposto con forza sul mercato nazionale dell'eolico, introducendo regole a favore dei produttori nazionali e ad eliminare dei player più grandi. Nel 2009 la rimozione delle misure più protezionistiche ha contribuito a rilassare il clima per i produttori occidentali, costretti però a migliorare continuamente la qualità per opporsi alla potenza manifatturiera locale.
- ❖ In USA, d'altra parte, i massicci investimenti potrebbero rivelarsi dannosi: la tendenza più recente vede il mercato americano è in forte contrazione data la concorrenza del gas naturale sempre più a buon mercato e l'assenza di una legge federale sulle rinnovabili, la cui realizzazione sembra sempre più improbabile.

La redditività delle tre grandi

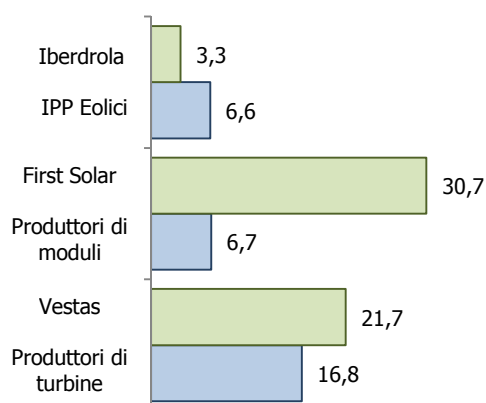
Le differenze dei business cui appartengono le tre società si traducono inevitabilmente in diversi indici di ritorno su investimenti e equity. Detto questo i tre leader si distinguono per avere una redditività quasi sempre superiore alla media dei rispettivi settori. Spicca First Solar come vero "outlier" distaccando di oltre 20 punti i propri competitor.

Tavola 14. ROI¹² dei leader vs settore¹³



Fonte: Bloomberg

Tavola 15. ROE¹⁴ dei leader vs settore¹³



Fonte: Bloomberg

Emergono differenze anche a livello di marginalità, l'EBITDA percentuale degli industriali (particolarmente Vestas) risente del costo della materia prima. Al contrario Iberdrola, che in quanto IPP ha un'attività asset intensive, risulta essere più forte a livello di EBITDA ma è poi gravata da ammortamenti elevati, tanto da scendere sotto Vestas a livello di EBIT.

Mio €	Iberdrola Renewables	First Solar	Vestas
Fatturato	2.035	1.486	6.636
EBITDA	1.325	582	1.067
EBITDA %	65%	39%	16%
EBIT	686	489	856
EBIT %	34%	33%	13%
Net Income	371	460	579

¹² 100x (Net operating profit after tax / Average invested capital)

¹³ Le medie di settore sono state calcolate sulle seguenti società:

- **IPP eolici:** EDP Renovaveis, EDF Energies Nouvelles, Theolia, Fersa Renewables, PNE Wind, Greentech Energy Systems, Renewable Energy Generation, Alerion Cleanpower, ERG Renew e Arise Windpower
- **Produttori di moduli:** Suntech, Q-Cells, Yingli, JA Solar, Trina, Sunpower, Gintech, Motech, Canadian Solar e E-Ton Solar
- **Produttori di turbine:** Nordex, Gamesa, REPower, Suzlon, Clipper e Goldwind

¹⁴ 100x (Trailing net income – Trailing cash preferred dividends)/Average total common equity)

Chi rimarrà sul trono?

Come abbiamo avuto modo di intuire, le posizioni di leadership dei tre big non sono fortemente consolidate. Saremmo tutt'altro che sorpresi se nel prossimo futuro dovessimo assistere a sconvolgimenti di mercato caratteristici dei settori in forte crescita.

A conti fatti però, dei tre leader che guidano le rinnovabili, riteniamo che Iberdrola Renovables, in parte per gli asset controllati, in parte per la tipologia di business, sia meglio posizionata e meglio resisterà agli attacchi dei competitor e alle minacce che limitano le opportunità nelle rinnovabili.

I più a rischio sembrano i produttori di componenti, per natura più dipendenti degli IPP dalle nuove commesse. In questo senso pensiamo a Vestas come il meno stabile dei tre, visto l'alto costo delle linee di produzione rispetto al fotovoltaico. Si aggiunga che Vestas inoltre ha lo svantaggio di essere la meno diversificata/integrata delle tre. Infine, delle tre Vestas è l'unica a dover competere con grandi colossi industriali come GE, Siemens (oggi leader dell'eolico offshore), DongFang e nuovi entranti come Hyunday Heavy Industries che possono fare leva su importanti sinergie commerciali e produttive.

First Solar sembra aver preso una strada intermedia: non accenna a diversificarsi e rimane sostanzialmente una società improntata sulla produzione industriale, ma l'integrazione a valle la renderà un ibrido componentista/IPP. Questa scelta strategica ha generato un trade-off tra crescita del fatturato e riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. La nuova divisione infatti attenuerà il rischio legato al core business andando però a pesare sulle vendite della società nella misura in cui i moduli saranno destinati al mercato captive.

Milano, luglio 2010

Per inviare commenti: alessandra@igpartners.it; giulio@igpartners.it

Appendice

Tavola 14. Andamento della capitalizzazione di borsa

2000-2010, Mio €

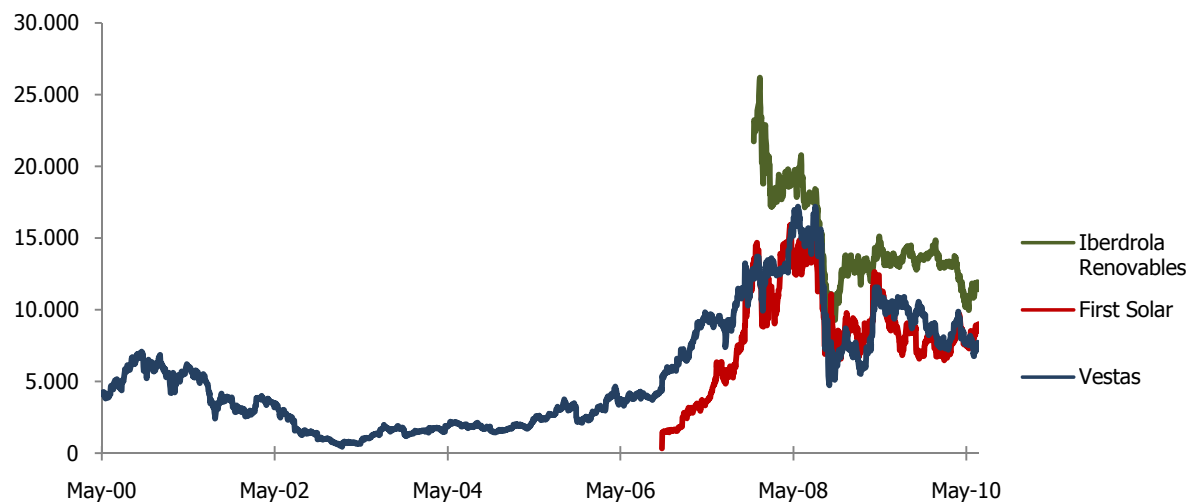


Tavola 15. Principali multipli di mercato

2007-2010

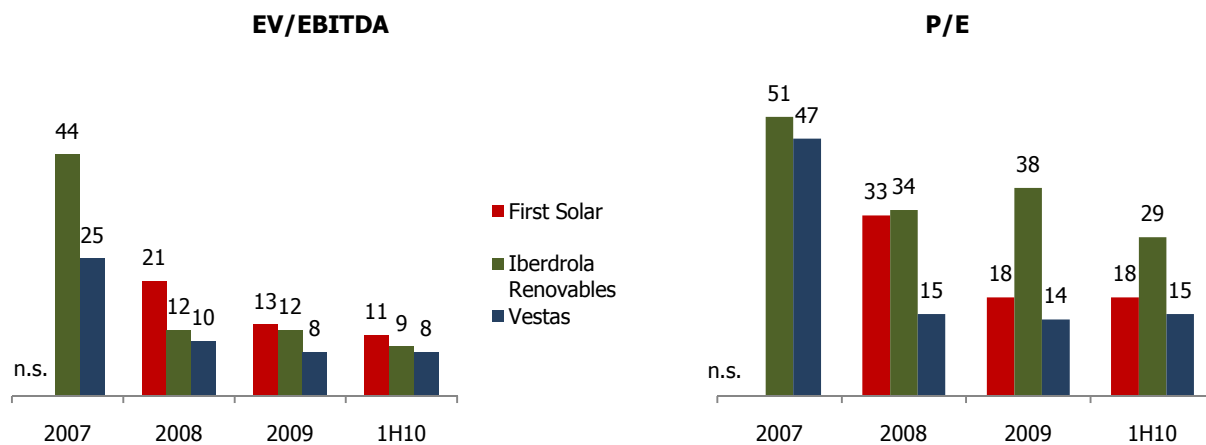


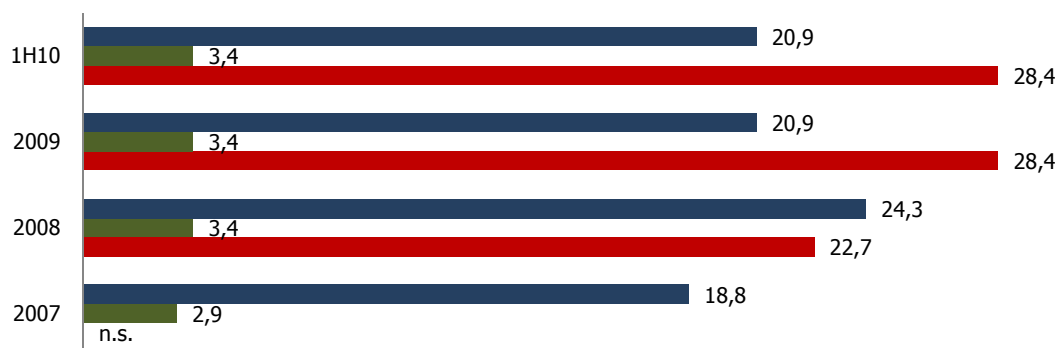
Tavola 16. Principali dati di bilancio

<i>Mio €</i>	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR	2010E	2011E
First Solar								
Fatturato	39	108	368	851	1.486	149%	2.058	2.661
EBITDA	-1	10	118	340	582	n.s.	654	752
EBITDA %	<i>n.s.</i>	10%	32%	40%	39%		32%	28%
EBIT	-4	2	100	299	489	n.s.	530	598
EBIT %	<i>n.s.</i>	2%	27%	35%	33%		26%	22%
Net Income	-5	3	116	238	460	n.s.	471	522
IBE Renovables								
Fatturato	557	710	968	2.064	2.035	38%	2.412	2.807
EBITDA	460	557	564	1.186	1.325	30%	1.589	1.866
EBITDA %	83%	78%	58%	57%	65%		66%	66%
EBIT	308	374	347	710	686	22%	857	1.019
EBIT %	55%	53%	36%	34%	34%		36%	36%
Net Income	144	190	118	390	371	27%	446	506
Vestas								
Fatturato	3.583	3.854	4.861	6.035	6.636	17%	6.733	8.027
EBITDA	9	287	527	771	1.067	226%	920	1.182
EBITDA %	0%	7%	11%	13%	16%		14%	15%
EBIT	-116	201	443	668	856	n.s.	642	856
EBIT %	<i>n.s.</i>	5%	9%	11%	13%		10%	11%
Net Income	-192	111	291	511	579	n.s.	448	608

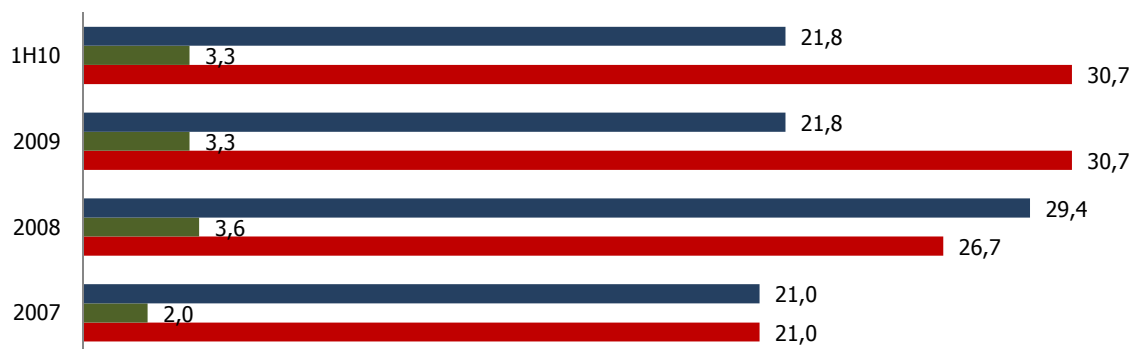
Tavola 17. Principali indici di redditività

2007-2010

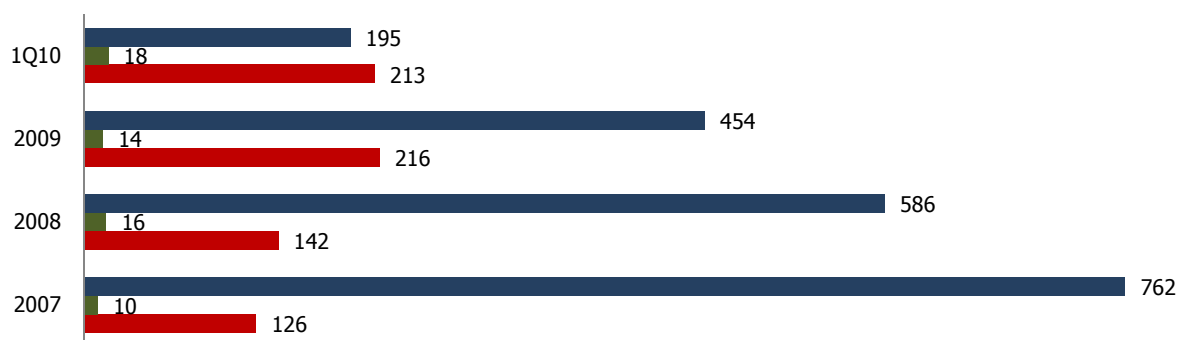
Return On Investments



Return On Equity



Turnover Ratio¹⁵



¹⁵ 100x Total turnover/Net fixed assets

Tavola 18. Cenni storici sulle società

	First Solar	Iberdrola Energías Renovables	Vestas Wind Systems
1898			Nascita della società: all'inizio un semplice fabbro, poi specializzato in telai in acciaio per finestre (VEstjys STaaltechnik A/S)
1950			Cambiamento di direzione strategica: cooler per latte, poi intercooler.
1960			Supera i 100 dipendenti
1968			Produzione di benne idrauliche per veicoli leggeri ed aggressione dei mercati esteri
1979			Installazione della prima turbina da 30 kW
1987			Superate le difficoltà tecniche iniziali integrandosi nella produzione di alcuni componenti, arrivano i primi grandi ordini dall'America. Adozione del nome Vestas Wind Systems, con quasi 900 dipendenti
1991			Vendita della millesima turbina
1995			Prime turbine offshore
1997			Modello da 1,65 MW
1998			IPO a Copenhagen. Vestas è già leader di mercato con il 22% di market share
1999	Nascita della società		Modello da 2 MW
2000			Ordine da 1.800 turbine da Gamesa, raggiunti 4,5 GW di capacità produttiva
2001		Nascita della società	
2002	Prime vendite		
2004			Fusione con la concorrente NEG Micon, la nuova società controlla il 32% del mercato e fattura € 2,5 Bn
2005			Nuovo CEO D. Engel. Anni difficili dovuti al prezzo dell'acciaio, al dollaro debole e a ritardi nelle consegne
2006	IPO sul NASDAQ		Ingresso in Cina con una linea produttiva in Tianjin
2007	Acquisizione di Turner Renewable Energy	Partnership con API, acquisizione del 50% di Società Energie Rinnovabili. IPO sulla borsa madrilena Acquisizione di Freebird, società di gas storage dell'Alabama	
2008	Rompe il muro del dollaro/watt nei costi di produzione aprendosi la via alla leadership di mercato	Partnership con Vattenfall per lo sviluppo offshore in UK. Piano investimenti da € 18,8 Bn per un target di 1 Bn di net profit al 2012.	Oltre 5,500 dipendenti e un reddito operativo di € 668 Mio
2009	Supera i 2 Bn \$ di fatturato. Entra nel S&P 500 Acquisizione di Optisolar	Accordo strategico con Gamesa. Acquisizione di Rokas, utility greca. Superati i 10 GW di capacità installata	Turbine offshore V112 - 3.0 MW e partnership R&D con Boeing
2010	Nuovo record nei costi di produzione: 0,76 \$/w Superato il 1,3 GW di capacità Acquisizione di NextLight e di Edison Mission Group, raggiunti i 2,2 GW di pipeline in PPA	Permessi per 1,5 GW in Romania Creazione della divisione offshore per un progetto da 7,2 GW in UK Iberdrola Renovables è il principale fruitore del pacchetto di stimolo alle rinnovabili di Obama con \$ 600 Mio	Più grande ordine della storia: 1,5 GW da EDP Renovaveis