

Energie pur: Die Sonne (hier Eruptionen von Plasma-Magnetfeldbögen) könnte theoretisch den weltweiten Energieverbrauch decken.

Globaler Solarmarkt tritt in eine neue Phase ein

Tiefere Wachstumsraten – Sinkende Produktionskosten – Konkurrenzfähigkeit von Solarstrom steigt

MATIAS FREI

Sonneneinstrahlung liefert der Erde Tag für Tag das 10000-Fache des täglichen Weltenergieverbrauchs. Das zentrale Gestirn ist somit die grösste Energiequelle für die Weltbevölkerung, und gemessen am Volumen liegt in keinem anderen Energieträger so viel ungenutztes Potenzial brach. Dennoch fristet die Branche im gesamten Markt nach wie vor ein Schattendasein: Sie generiert weniger als 0,5% der weltweiten Elektrizität.

Das Aufholpotenzial ist daher umso grösser, berücksichtigt man die sich ändernde politische Stimmungslage hin zu mehr erneuerbarer Energie und geringerer Abhängigkeit von fossilen Energieträgern. Das hat Folgen: In den vergangenen fünf Jahren nahmen die Auslieferungen an Solarinstallationen durchschnittlich 40% pro Jahr zu. Mit global 14,7 Gigawatt (GW) Gesamtkapazität vervierfachte sich das Energievolumen im selben Zeitraum. 2008 war bis anhin das Rekordjahr in der Kapazitätzunahme (vgl. Grafik). Besonders Spanien trug zum deutlichen Aufwärtstrend bei. Fast die Hälfte des Zuwachses im vergangenen Jahr (2,5 GW) ist dem spanischen Solarmarkt zuzusprechen, er ist nach Deutschland der zweitgrösste.

Preiserfall

Spanien ist auch für den Wachstumsknick im laufenden Jahr verantwortlich. Die politischen Entscheidungsträger haben die Einspeisevergütung um 30% gesenkt und eine Förderobergrenze beschlossen. Damit wollen sie einen Wildwuchs in der Branche verhindern und die Spreu vom Weizen trennen. Denn sinkt die Einspeisevergütung, überleben nur noch rentable Solaranbieter. Der spanische Solarmarkt wird 2009 deshalb um «nur» noch 425 Megawatt zunehmen. Die Investitionen brechen gemäss der spanischen Fotovoltaikvereinigung Asif von 16,4 auf 1,6 Mrd. € ein.

Neben der Reduktion der Einspeisevergütung, die in anderen Ländern wie Deutschland ebenfalls angewandt wird (vgl. FuW Nr. 45 vom 3. Juni), beeinflussen preisliche Faktoren die zukünftige Branchenbeschaffenheit: Konsolidierend wirkt sich der Preiserfall im Markt für Solarzellen und -module sowie im Wafersegment aus (vgl. zweispaltige Grafik). Die Entwicklung geht aus einer Reduktion der Spotmarkt- und Kontraktpreise für Silizium hervor, das Ausgangsprodukt der Solartechnologie (vgl. Grafik). Die Beschaffungskosten für das Basismaterial stiegen in den vergangenen Jahren primär wegen Produktionsengpässen. Neue Anlagen

werden im angebrochenen Jahr diesen Trend umkehren, was die markante Korrektur erklärt. Hinzu kommen andere Technologieansätze wie Dünnschichtmodule, die wesentlich weniger Silizium als kristalline Solarzellen benötigen. Sie sind kostengünstiger, machen aber erst 10% der Fotovoltaikanlagen aus. Der Nachteil liegt in der tieferen Energieumwandlungsrate als bei kristallinen Siliziumzellen.

Netzparität naht

Die niedrigeren Produktionskosten beeinflussen den Preis für Solarsysteme: Barclays Capital prognostiziert einen Durchschnittspreis von 4 \$ pro Watt bis 2012 bei 55 Mrd. \$ Investitionen für 14 GW (2008: 7 \$). Branchenvertreter rechnen bis dahin auch mit der oft erwähnten Netzparität (Grid Parity) in reiferen Märkten. Wird sie erreicht, halten sich die Kosten für Solarstrom und Elektrizität aus herkömmlichen Energiequellen die Waage. Staatliche Krücken werden zusehends überflüssig. Bereits im laufenden Jahr soll Italien die Parität erreichen (vgl. Grafik).

Die Annahme basiert auf dem kontinuierlichen Anstieg der Elektrizitätspreise. In Deutschland, Italien und Spanien zogen sie in den vergangenen fünf Jahren zwischen 7 und 14% an. Zudem spielt die Intensität der Sonneneinstrahlung eine Rolle: Je mehr Sonne ein Gebiet abbekommt, desto schneller wird die Parität erreicht. China oder Indien hinken in der Verbreitung der Solartechnologie noch weit hinterher, und die Strompreise steigen weniger, weshalb die Parität wesentlich später zu erwarten ist.

Hohe Verschuldung in China

Chinas Marktteilnehmer haben auch bilanztechnische Nachteile. In der hastigen Wachstumseuphorie der vergangenen Jahre finanzierten sie ihre Geschäfte grosszügig mit Fremdkapital. Nicht zuletzt, weil sie äusserst aggressiv ihre Wachstumsziele verfolgten. Obwohl sie vom staatlichen Stimulanzprogramm profitieren werden, setzen die Branchenbedingungen und das wirtschaftliche Umfeld die Unternehmen mit einer hohen Verschuldung unter Druck. Anleger sind deshalb gut beraten, die Schuldenlast der Solargesellschaften in wirtschaftlich schwierigen Zeiten in die Investitionsentscheidungen einzubeziehen (vgl. zweispaltige Grafik).

Nach einer Studie der Credit Suisse liegt der durchschnittliche Verschuldungsgrad – der die Schulden im Verhältnis zum Eigenkapital misst (Debt-Equity Ratio) – chinesischer Solaranbieter bei 113% und führt zu nicht nachhaltigem Geschäftsge-

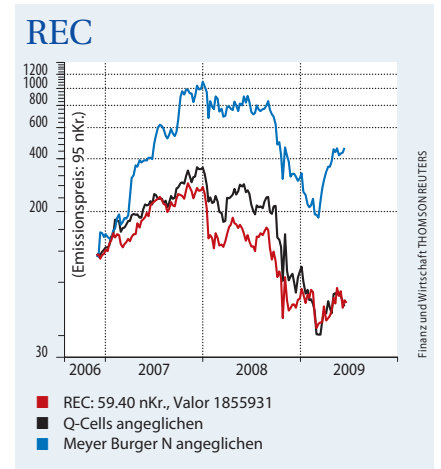
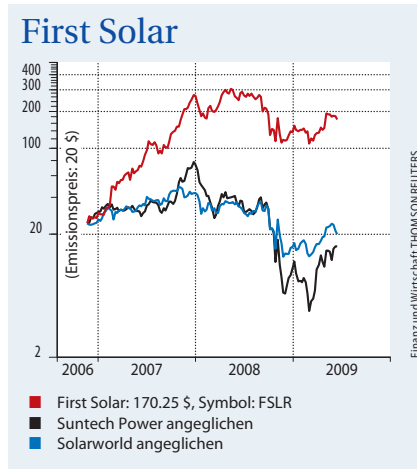
baren: Beispielsweise muss einer der grössten Hersteller von Solarmodulen, Suntech aus China (Aktien in den USA kotiert), zusätzliche Kredite aufnehmen, um Schulden zu bezahlen.

Volatile Aktien

Trotz betriebswirtschaftlicher Unwägbarkeiten lässt sich die Solartechnik aus dem Energiespektrum nicht mehr wegdenken. Die Fotovoltaik bleibt in den kommenden Jahren eine typische Wachstumsbranche. Anleger, die in Einzeltitel investieren, sollten trotzdem bzw. gerade deswegen risikofähig sein und vor Kurskapriolen nicht zurückschrecken. Wie volatil die Titel sind, demonstriert der Branchenindex PPVX, der Aktien von dreissig Solarunternehmen berücksichtigt. Von Anfang Jahr bis zum Jahrestief Mitte März verlor er knapp 40%. Mit der seither anhaltenden Börsenerholung gewann das Aktienbarometer wieder 68%. Wie in vielen expansionshungrigen Branchen schlagen Enttäuschungen im Geschäftsgang ausgeprägter auf den Aktienkurs durch als in gesättigten Sektoren. Investoren sollte bewusst sein, dass Valoren mit viel Kursfantasie hohes Enttäuschungspotenzial bergen.

Langfristig orientierte Anleger konzentrieren sich auf solid kapitalisierte Unternehmen wie den amerikanischen Branchenprimus First Solar, der zudem von den Unterstützungsmassnahmen der Regierung Obama profitieren wird. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 19 für 2010 sind die Titel im Konkurrenzvergleich aber nicht günstig. Der Konzern wird nach der Konsensschätzung der Analysten für 2009 keinen Gewinnrückgang melden wie die meisten Konkurrenten (vgl. Tabelle). Das und die Nähe zum vielversprechenden amerikanischen Solarmarkt rechtfertigen die hohe Bewertung.

Wesentlich günstiger zu haben sind REC aus Norwegen (KGV 10). Die Gesellschaft deckt als eine von wenigen sämtliche Bereiche der Wertschöpfungskette im Solarmarkt ab. Des Weiteren gehört sie zu den grössten Siliziumherstellern. REC wird wohl unter dem Preisdruck im Markt leiden, und auch die hohen Schulden sind als Manko zu werten. Die Siliziumnachfrage wird aber steigen. Langfristig werden die solide Positionierung sowie die breite geografische Streuung das Geschäft stützen. Nicht zu unterschätzen sind auch Q-Cells und Solarworld aus Deutschland. Beide weisen eine solide Kapitalbasis auf, und die Valoren sind nicht überbewertet. Vorsichtiger Investoren, die am Boom teilhaben wollen, legen ihr Geld in einem kotierten Solarfonds (ETF) an, wo die Risiken breiter gestreut sind.



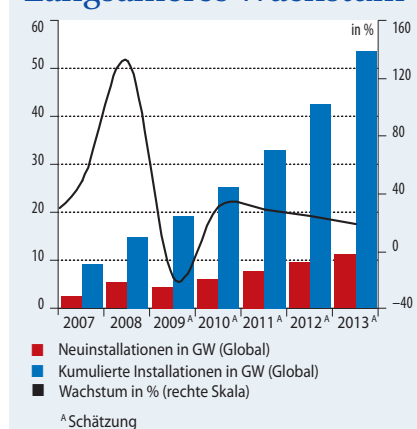
Solaraktien bieten keine Dividendenrendite

	Kurs am 19.6.	Marktkap. in Mio. \$	Gewinn pro Aktie in LW	2008	2009 ^A	2010 ^A	KGW	2010	Rendite	2009 in % ^A
First Solar (\$)	170.25	14 216	3.92	7.25	8.89	19	0	0		
REC (nKr.)	59.40	4663	4.08	2.68	5.74	10	0	0		
Suntech (\$)	17.22	3077	0.81	0.36	0.79	22	0	0		
Solarworld (\$)	17.45	2822	1.42	1.21	1.54	12	0,8			
Q-Cells (€)	15.01	2407	1.66	-0.95	1.32	12	0			
Sunpower (\$)	28.07	2580	2.20	1.06	1.87	15	0			
Meyer Burger (Fr.)	163.00	464	13.25	8.15	10.27	16	0			

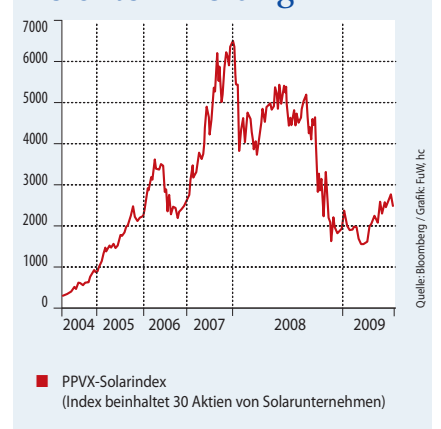
^ASchätzung LW = Landeswährung

Quelle: Bloomberg

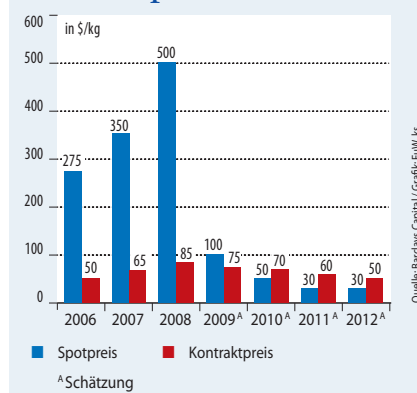
Langsameres Wachstum



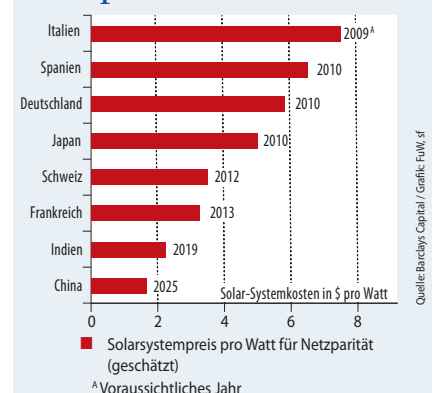
Leichte Erholung



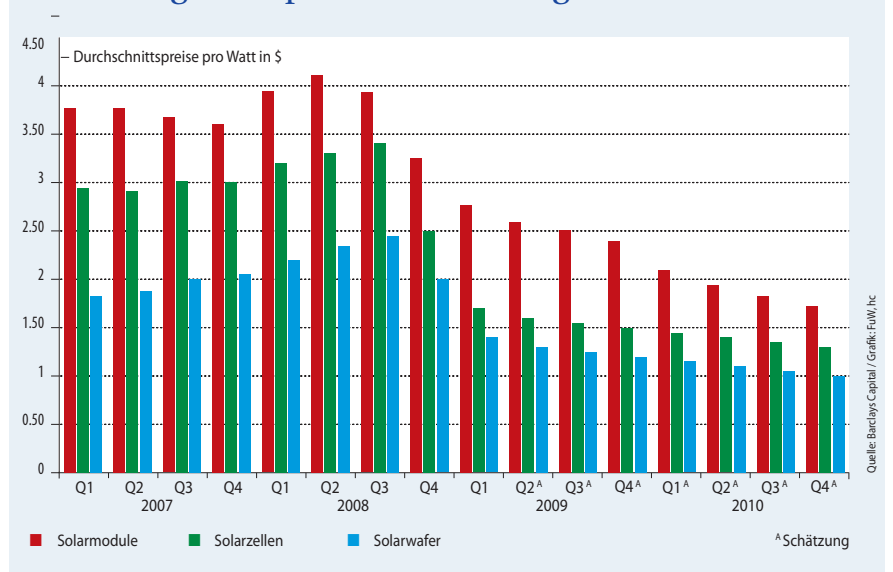
Siliziumpreise fallen



Netzparität kommt



Technologiekomponenten verbilligen sich



First Solar wartet mit tiefem Verschuldungsgrad auf

