

CB FONDER

Aktiv | Etisk | Långsiktig

"Högre efterfrågan innebär
lägre priser"

Carl Bernadotte
Marcus Grimfors
Alexander Jansson

Paradigmskifte i energisektorn

Vi har i den globala miljöfonden CB Save Earth Fund sedan starten 2008 investerat i sektorer som ska drivas av strukturella tillväxttrender inom miljöområdet. Delar av de områden vi som förvaltare identifierade som tillväxtcase vid fondens start - vatten, miljöteknik och förnybar energi - visade sig dock stå inför oanade utmaningar, inte minst kom finanskrisen olägligt för bolag verksamma inom miljöteknik och förnybar energi.

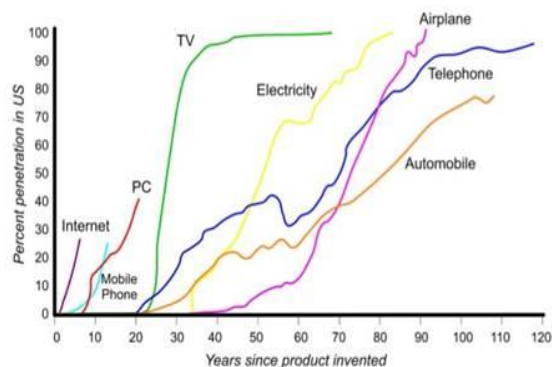
Nu menar vi att tiden är inne för bolag inom vissa av dessa verksamhetsområden, samtidigt som vatten – en bransch som presterat väl – förväntas fortsätta växa stabilt.

Energimarknaden går från råvarubaserad till teknikbaserad

Energimarknaden har länge befunnit sig i ett läge där råvaror har styrt marknaden; en högre efterfrågan på energi har inneburit högre priser som en effekt av ett begränsat utbud. På senare tid har detta dock börjat förändras i takt med att förnybar energi kontinuerligt blivit billigare och effektivare.

Energimarknaden befinner sig nu i ett paradigmskifte där den går från råvarubaserad till teknikbaserad. Detta innebär att den går från en situation där högre efterfrågan innebär högre priser (begränsade råvaror) till att högre efterfrågan innebär lägre priser (obegränsad teknik). Teknikskiften har vi sett många av och det här skiljer sig inte från dem. När den nya tekniken får cirka 10 procent marknadsandel är det mycket snart "game-over" för den gamla tekniken, som blir substituerad av den nya (Figur 4). Av de stora teknikskiften vi sett kan vi i Figur 1 konstatera att substitutionen går allt snabbare.

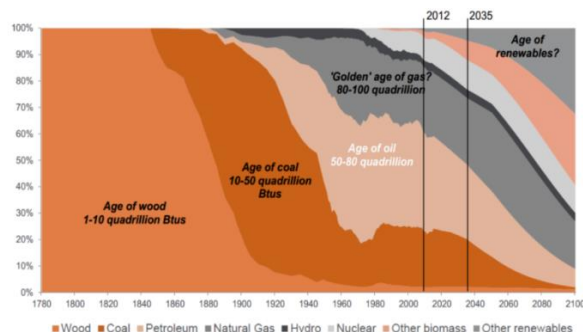
Adaption på den amerikanska marknaden (per 1997)



Figur 1. Ett antal adaptionkurvor för olika tekniker. Teknikskiften sker ofta enligt den s k S-kurvan, vilket innebär en progressiv snarare än linjär adaption. Källa: Forbes Magazine

Figur 2 illustrerar energiproduktionens utveckling och vilka energislag som varit dominerande under historien; den visar också en potentiell utveckling där marknadsandelen för förnybar energi kraftigt accelererar och substituerar de tidigare (fossila) energislagen.

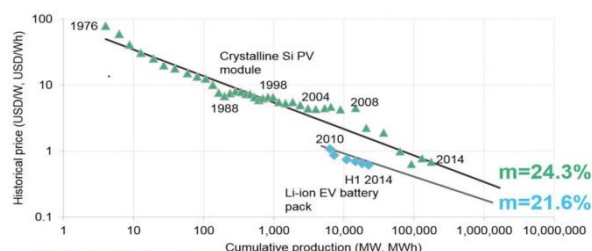
Energiproduktionens tidsepoker: historien talar för substitution



Figur 2. Energiproduktionens tidsepoker. För närvarande är förnybar energi fortfarande marginellt, men historien talar för att teknikskiftet kan gå snabbt. Källa: IEA, EIA, Citi Research

Eftersom det handlar om teknik kommer kostnaderna att fortsätta falla, trots att de redan fallit kraftigt. Prisutvecklingen kan jämföras med den för datorer. Redan idag är vind och sol de billigaste teknikerna i många länder; på 2020-talet kommer de, tror vi, att vara det i merparten av världen. Figur 3 illustrerar den nedåtgående trenden för priset på solpaneler – en trend som kommer att fortsätta. Även batterier, vilka är viktiga för utbyggnaden av förnybar energi, följer samma branta ”inlärningskurva”.

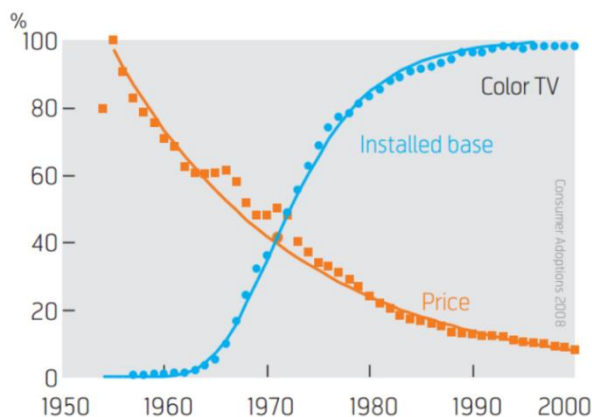
Prisutveckling för solpaneler och batterier i förhållande till den kumulativa produktionen



Figur 3. Prisutveckling för solpaneler och batterier. Varje gång produktionen dubblas faller priserna med ca 20%. Källa: Bloomberg New Energy Finance, Maycook, Battery University, MIT

I Figur 4 visas adaptionsskurvan och prisutvecklingen för färg-TV i USA. Grafen belyser relationen mellan adaptionen av en teknik och prisutvecklingen. Med prisutvecklingen som illustreras ovan så är en liknande utveckling trolig för solenergi.

Adaptionsskurva för färg-TV i USA



Figur 4. Adaptionsskurva och prisutveckling för färg-TV i USA. En liknande utveckling för solenergi är trolig. Källa: Technology Futures, Inc

Fallande priser och lönsamhet – går det ihop?

Det bästa exemplet är förnybar energi i allmänhet - som gått från en omogen till en mer mogen sektor - och det danska vindkraftsbolaget Vestas i synnerhet, som gått från randen till konkurs till något så ovanligt som ett verkstadsbolag med tillväxt.

I Vestas fall har det - utöver bolagsspecifika åtgärder - dels handlat om att tillväxten i branschen har kommit ner till mer hanterbara nivåer på ca 10 procent som medfört att bolaget kunnat minska på sina investeringar (och genom det förbättra lönsamheten) och dels att en mer mogen sektor har gett en större installerad bas som i sin tur ger upphov till höglönsam service. Cirka 25 procent av Vestas vinst kommer idag från service, där de har en marginal på cirka 18 procent. Totalt har bolaget en marginal på >12 procent, vilket alltså är i linje med andra kvalitativa verkstadsbolag - men med skillnaden att Vestas är exponerad mot strukturell tillväxt och bör till skillnad från många andra verkstadsbolag kunna fortsätta växa.

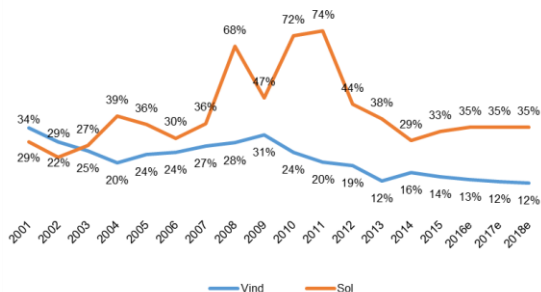
Solsektorn är fortfarande omogen och växer för snabbt för att vara riktigt intressant ur investeringssynpunkt. Men även här börjar vi se de första tecknen på mognad, nämligen genom konsolidering; 2009 hade de fem största tillverkarna av solpaneler en sammanlagd marknadsandel om 5 procent; 2015 hade samma aktörer nästan 40 procent av marknaden.

Som i alla industrier är konsolidering bra för lönsamheten, vilket vi också sett bland solbolagen: från en rekordlåg marginal på cirka 5 procent 2012 till en mer anständig marginal på cirka 25 procent 2015. Darwinismen börjar göra sitt: de svaga blir svagare och går omkull; de starka blir starkare och får allt bättre intjäning.

Figur 5 visar hur tillväxten i vindsektorn kommit ner till en för bolagen mer hanterbar nivå, medan tillväxten i solsektorn fortsättningsvis är svårhanterligt hög. Enligt prognosen förväntas tillväxten för vindsektorn också stabiliseras kring den här nivån, vilket är ett tecken på mognad.

Analys av CB Fonder

Årlig ökning i global installerad kapacitet



Figur 5. Grafen visar den årliga procentuella ökningen av installerad sol- och vindkraftskapacitet. Källa: Kepler Cheuvreux, EPIA, SSE, ezsolare

Strukturell tillväxt

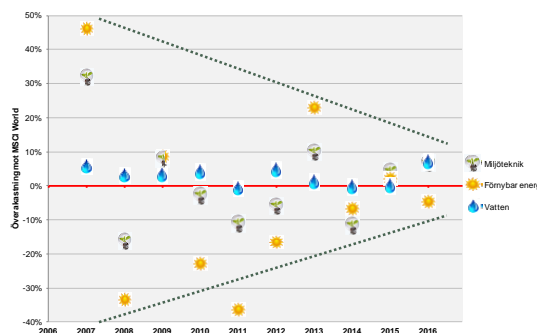
Som investerare vill man inte nödvändigtvis exponera sig mot de marknader och sektorer som växer snabbast utan de som har en strukturellt något högre tillväxt än marknadsgenomsnittet. Detta p g a att bolag i de sektorer som växer mycket snabbt tvingas till stora investeringar i ny kapacitet och ny personal, vilket i sin tur leder till att lite blir kvar på sista raden till aktieägarna. Det är också vanligt med nyemissioner i den här fasen, vilket späder ut aktieägarna ytterligare. Som framgår av Figur 5 har vindsektorn gått genom den här fasen och är idag mer mogen med en tillväxt på ca 10 procent per år (drygt 3x global BNP), varför vi anser det mer attraktivt att äga aktier i den sektorn - trots att vi är mycket mer positiva till solenergi än vindenergi på lång sikt. Vindindustrin växer idag långsammare än tidigare samtidigt som aktierna går betydligt bättre; det motsatta gäller för solindustrin.

Den här karaktäristiken ser vi tydligt när vi jämför respektive sektors överavkastning mot det globala aktieindexet MSCI World Net, vilket illustreras i Figur 6. Vattensektorn har sedan 2007 varit en mogen sektor exponerad mot strukturell tillväxt, vilket också har återspeglat sig i avkastningen som år efter år varit något bättre eller i linje med världsindex. I början av tidsperioden var både miljöteknik och förnybar energi omogna och växte också mycket kraftigt, vilket gav en avkastningsprofil som varierade markant mot världsindex - för det mesta med negativt förtecken.

I takt med att både miljöteknik och förnybar energi har mognat, har vi sett att avkastningen konvergerat mer mot världsindex och allt mer börjat uppvisa en avkastningsprofil likt den för vattensektorn. Denna konvergens blir tydlig vid en analys av överavkastningen mot MSCI World Net (Figur 6).

Framåt tror vi att de här tre strukturella tillväxtsektorerna kommer att kunna ge en avkastning som år efter år är något bättre än världsindex. I en värld där nollränta och till och med minusränta börjar bli mer regel än undantag tror vi att det blir allt viktigare att hitta luckor av tillväxt för att få avkastning på sitt kapital, då obefintlig tillväxt är sjukdomen och låga räntor symptomet.

Relativutveckling för miljösektorerna mot MSCI World Net



Figur 6. Respektive sektors överavkastning mot MSCI World Net per kalenderår. Tidigare har vi sett stora skillnader i avkastning mellan sektorerna; i takt med ökad mognad har de minskat och utvecklingen konvergerat mot världsindex. Källa: Reuters, Bloomberg, S&P, MSCI, CB Fonder

Vilka är riskerna?

Oljeprisets utveckling har historiskt varit en hög risk för sektorn men det har klingat av i takt med att sektorn har mognat och förnybar energi har gått från nisch till mainstream, vilket lett till lägre känslighet för externa chocker. Tabell 1 visar de stora oljeprisfallen de senaste 10 åren och att de har slagit hårt mot förnybar energi och miljöteknik, dock så har den senaste nedgången parerats bättre. Historiskt har vattensektorn i princip varit opåverkad av nedgång i oljepriset – så även den senaste nedgången.

Utveckling för respektive miljösektor vid nedgång i oljepriset

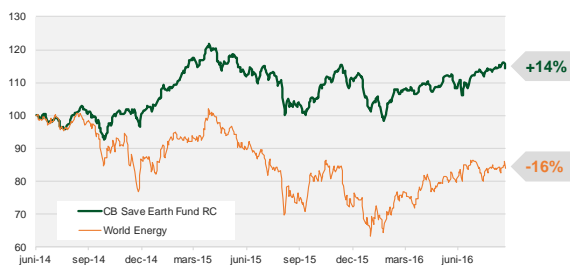
Tabell 1. Tabellen visar de fyra största oljeprisfallen (i USD) under det senaste decenniet och respektive sektorindex utveckling relativt världsindex under samma period. Källa: MSCI, S&P, Reuters, Bloomberg, CB Fonder

Period	Överavkastning mot världsindex			
	Oljepris	Förnybar	Miljöteknik	Vatten
1. 2008-07-03 - 2008-12-19	-77%	-30%	-16%	0%
2. 2011-04-29 - 2011-10-04	-34%	-30%	-13%	4%
3. 2012-02-24 - 2012-06-28	-29%	-17%	-9%	3%
4. 2014-06-20 - 2016-09-09	-57%	-17%	-2%	3%

Den minskade känsligheten för nedgång i oljepriset tydliggörs också om vi jämför utvecklingen för CB Save Earth Fund och MSCI World Energy index. Figur 7 visar att sedan juni 2014 – starten för det senaste och näst största oljeprisfallet – har fonden klarat sig väsentligt mycket bättre än index, d v s olje- och gasbolag.

För en investerare som söker exponering mot energi men som samtidigt vill ha en "hedge" mot en, som vi tror, fortsatt kräftgång för bolag inom fossil energi, är miljöteknik och förnybar energi intressanta alternativ - men vattensektorn förblir den stabila basen.

Utveckling för CB Save Earth Fund jämfört med MSCI World Energy index



Figur 7. Utveckling för CB Save Earth Fund och MSCI World Energy index sedan toppen för oljepriset i juni 2014. Fonden har klarat sig väsentligt mycket bättre och kan ses som en bra "hedge" mot, som vi tror, fortsatt svag utveckling för bolag inom fossil energi. Källa: MSCI, CB Fonder

Disclaimer:

Detta dokument är utfärdat av CB Asset Management AB. Det är enbart avsett att ge viss information ("informationen") om CB Save Earth Fund (SEF). CB Asset Management AB har vidtagit alla rimliga försiktighetsåtgärder för att säkerställa riktigheten och exaktheten i informationen som publiceras i detta dokument, vid tidpunkten för offentliggörandet.

Andelskurser kan öka eller minska i värde och investeringar är alltid förenat med en risk för förlust. Historisk avkastning är aldrig en garanti för framtida avkastning. Informationen i detta dokument är vad vi med vår kunskap tror är korrekt baserat på den information som gjorts tillgänglig för oss för detta dokumentets framtagande. Ingen utfästelse eller garanti av något slag, uttryckligen eller underförstått, görs om dess fullständighet, riktighet, tillförlitlighet eller lämplighet. Ingenting i detta dokument skall anses utgöra en ekonomisk, juridisk, skatte- eller annan rådgivning av något slag och ingen information i detta dokument ska utgöra eller anses utgöra en uppmaning eller ett erbjudande att köpa eller investera i de finansiella produkter som har tagits upp i dokumentet.

Erbjudandet av andelar i SEF är begränsat i många länder och SEF får inte saluföras eller erbjudas till personer bosatta i sådana jurisdiktioner, såvida inte sådan marknadsföring eller erbjudande görs i enlighet med tillämpliga undantag för den riktade nyemissionen av kollektiva investeringar och andra tillämpliga behörighetsregler och föreskrifter. Det åligger varje mottagare att informera sig och följa gällande regler och begränsningar i deras jurisdiktion.

Potentiella investerare i SEF bör informera sig om gällande lagar och förordningar i de länder där de är medborgare, bosatta eller har sin hemvist och som kan vara relevanta för teckning, köp, innehav, konvertering och inlösen av andelar i SEF. För mer information, se vår hemsida där SEFs prospekt, de senaste tillgängliga års- och halvårsrapporterna och Basfakta för investerare (KIID) tillhandahålls.

SEF äger aktier i Vestas per 2016-09-14.