



Money for nothing?



settembre 2023

La transizione energetica richiede investimenti massicci in un arco di tempo molto limitato.

Ciò rappresenta una sfida a breve termine per le aziende del settore delle rinnovabili e un'opportunità a lungo termine per gli investitori.



Money for nothing?

1 | IL PROBLEMA La sfida dei finanziamenti

All'inizio degli anni '80, la canzone "Money for Nothing" dei Dire Straits giudicava sarcasticamente la moralità dei tempi moderni, in cui vi è ingiustizia - persino assurdità - nel modo in cui la ricchezza viene distribuita "non facendo nulla". A prima vista, qualcuno potrebbe pensare che investire nel settore delle energie rinnovabili oggi giustifichi un simile grado di cinismo.

Anzitutto, la transizione energetica significa una cosa: decarbonizzare la produzione di elettricità. Ciò comporta la costruzione di impianti di generazione di energia rinnovabile, ossia impianti eolici e solari.

Ma è proprio qui che sta la sfida: le aziende che operano nel settore delle rinnovabili devono finanziare investimenti massicci in tempi relativamente brevi a fronte di una capacità di flussi di cassa che non si concretizzerà completamente prima di diversi anni. E questo deve avvenire in un contesto di tassi di interesse elevati, inflazione dei costi dei fattori produttivi e vincoli nella supply chain.

Tale situazione ha allontanato gli investitori azionari. Con la depressione delle valutazioni di mercato, è cresciuto lo scetticismo sulla capacità del settore delle rinnovabili di creare valore dagli investimenti futuri.

Investire nel settore delle energie rinnovabili è "money for nothing"? Non siamo d'accordo.

Gli investimenti nel settore delle energie rinnovabili sono quindi "money for nothing"? Non siamo d'accordo. Riteniamo che il settore delle rinnovabili rappresenti ora un'interessante opportunità di investimento a lungo termine sia per gli investitori azionari che per quelli obbligazionari. L'elemento chiave per cogliere questa opportunità è una comprensione più chiara del profilo temporale dei flussi di cassa del settore e delle sue esigenze di finanziamento.

Figura 1 | Negli ultimi 12 mesi si è ampliato il divario di rendimento dei prezzi tra le utility e le fonti rinnovabili



Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 18/09/2023

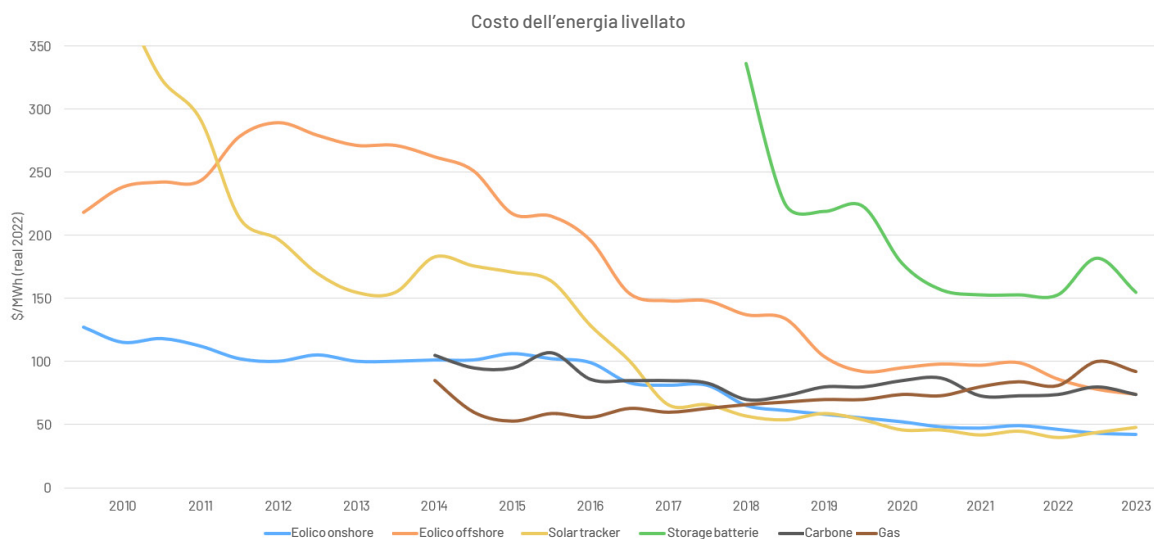
2

LA TEMPESTA PERFETTA

Verso il net zero contro i venti macroeconomici

La transizione da un sistema economico in cui il fabbisogno energetico è soddisfatto principalmente dalle risorse di idrocarburi fossili verso una nuova normalità in cui l'elettricità a zero emissioni sarà la principale risorsa energetica è cruciale per fermare il riscaldamento globale. Le fonti energetiche rinnovabili (FER) sono diventate sempre più economiche. Oggi, il modo più economico per produrre elettricità è rappresentato dall'energia eolica e solare.

Figura 2 | Il costo delle fonti energetiche alternative rinnovabili è crollato nel corso degli anni



Fonte: BNEF, dati al 30/06/ 2023

Al contempo, l'affidabilità precedentemente indiscussa dei combustibili fossili si è dimostrata vulnerabile ai rischi geopolitici. La recente invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha accentuato un chiaro senso di urgenza alla necessità di diversificare i combustibili fossili, aumentando al contempo la consapevolezza dell'opinione pubblica sulle vulnerabilità del nostro attuale regime energetico.

I governi di tutto il mondo hanno ormai riconosciuto questo aspetto come parte delle loro priorità politiche.

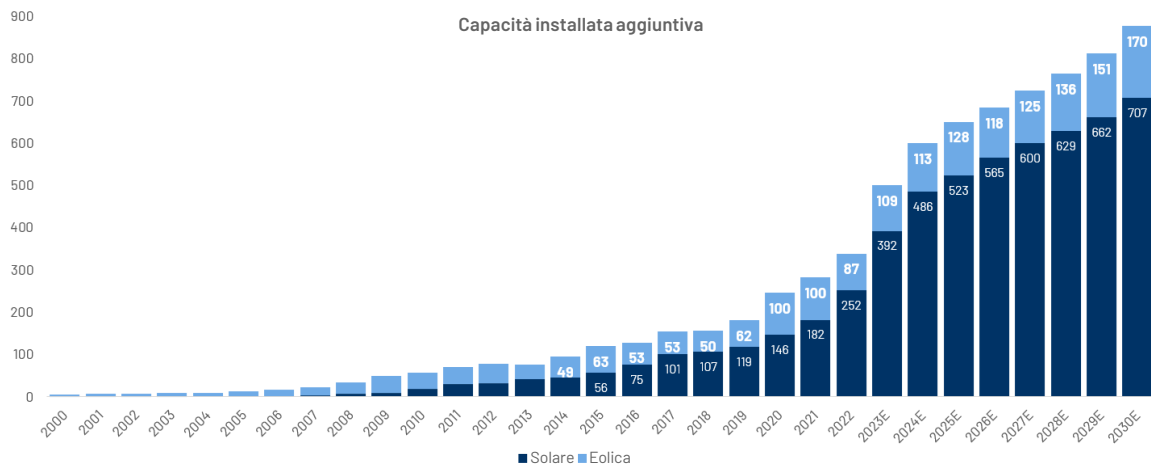
In tutte le principali giurisdizioni economiche globali, abbiamo assistito a una corsa a fornire incentivi e sussidi senza precedenti agli operatori del settore dell'energia pulita e all'intera catena di approvvigionamento che li sostiene. L'*Inflation Reduction Act* (IRA) statunitense promette 400 miliardi

di dollari per il cambiamento climatico, con fondi destinati all'energia pulita, all'inquinamento climatico e atmosferico, alla mobilità, produzione e agricoltura pulite. Il *Green Deal* europeo dovrebbe fornire crediti d'imposta, ammortamenti accelerati e/o sussidi orientati all'industria dell'età net zero, con fondi totali di circa 390 miliardi di euro.

Si stima quindi che la crescita annuale di capacità di energia rinnovabile più che raddoppierà rispetto ad oggi, con la possibilità di aggiungere circa 850 GW all'anno entro il 2030. Quasi l'80% dell'aumento dovrebbe riguardare il solare (Fig. 3).

Abbiamo assistito a una corsa
a fornire incentivi e sussidi
senza precedenti al settore
dell'energia pulita e all'intera
catena che li sostiene.

Figura 3 | Stima delle aggiunte globali di energia eolica e solare (GW)



Fonte: BNEF, 2023. Le proiezioni future potrebbero non concretizzarsi.

Dal punto di vista degli investitori, il problema risiede nel protrarsi dei tempi di costruzione della capacità rinnovabile e conseguentemente di quelli di generazione di liquidità. Ad esempio, l'esperienza di Iberdrola - uno dei principali operatori nel settore delle rinnovabili - suggerisce che la costruzione di un parco eolico onshore può richiedere tra i 4 e gli 8 anni, mentre un parco eolico offshore è stimato tra i 7 e gli 11 anni. Il tempo di ritorno dell'investimento è mediamente compreso tra i 7 e i 10 anni dall'inizio dell'attività, a fronte di una durata stimata di oltre trent'anni.

Figura 4 | Il ciclo di vita dello sviluppo di un parco eolico



Fonte: Orsted, 2023.

Questo modello di flusso di cassa dilatato nel tempo ha spinto gli operatori del settore delle rinnovabili verso una tempesta perfetta.

L'aumento dei tassi di interesse ha incrementato il costo del debito, proprio nel momento in cui erano necessari livelli di indebitamento senza precedenti per finanziare l'espansione della capacità richiesta dalla transizione net zero. L'aumento del costo del capitale che ne è derivato ha portato gli investitori a preoccuparsi dei rendimenti effettivi degli investimenti che erano stati sanciti nell'era dei tassi di interesse prossimi allo zero.

Allo stesso tempo, **i costi delle materie prime e dei componenti** necessari per la nuova capacità sono **aumentati vertiginosamente** nel periodo 2020-22, in alcuni casi fino al 30-40%. L'inflazione dei costi è stato un brusco risveglio che ha colto di sorpresa l'intero settore delle rinnovabili: le aziende di questo settore sono infatti abituate a riduzioni annuali a due cifre dei costi dei fattori produttivi e non sono quindi mai state particolarmente attente alla loro copertura. Ciò si è tradotto in una diminuzione dei rendimenti attesi dei progetti in fase di sviluppo, i cui ricavi futuri erano stati fissati in anticipo su assunzioni di costo del capitale molto più basse.

Figura 5 | Inflazione dei costi delle materie prime nel settore eolico

	Navicella	Pale e rotore	Torre in acciaio	2020-2022 vs. 2017-2019
Acciaio	38.7% - 56.8%	19.2%	97.1%	Il minerale di ferro è aumentato del 67%
Ferro	-	54.8% - 55.4%	-	
Materiale composito	35.6% - 52.6%	25.8%	-	Fibra di vetro: +10% Plastica e resine: +17%
Alluminio	0.9% - 1.1%	0.1%	1.0%	Alluminio: +17%
Rame	2.1% - 2.7%	0.1%	0.9%	Rame: +30%
Altri	0 - 6.0%	<0.1%	<0.1%	

Fonte: Li, Chen, et al. (2022) Dati economici della Federal Reserve

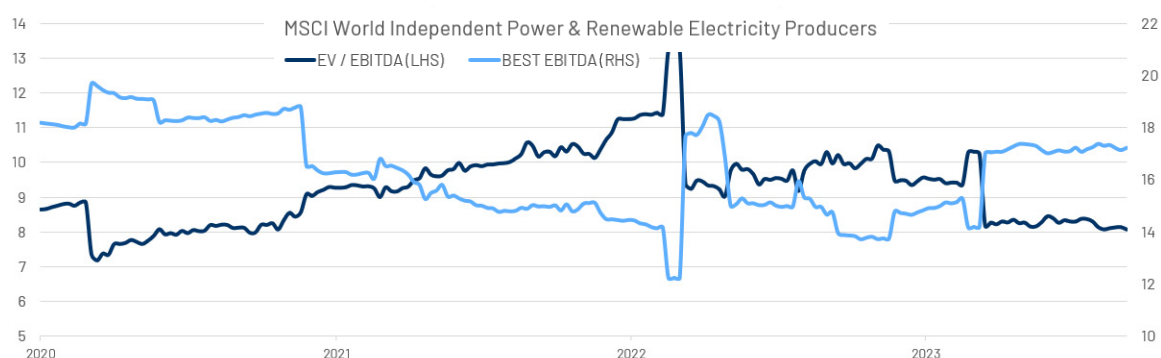
Infine, i vincoli nella supply chain hanno ritardato il completamento dei progetti in fase di sviluppo, il che ovviamente causa un ulteriore ritardo nella generazione di cassa. Tra gli esempi dell'impatto causato da questa tempesta perfetta vi sono la svalutazione di 2,5 miliardi di dollari operata da Orsted su un singolo progetto negli Stati Uniti e le cancellazioni o il congelamento di nuovi progetti nel Regno Unito e negli Stati Uniti da parte di Iberdrola e Vattenfall.

3 | IN CONCLUSIONE Le battute d'arresto non indicano che il settore sia finito

Sebbene a prima vista l'investimento nelle energie rinnovabili possa sembrare "money for nothing", dato che le valutazioni di mercato si sono depresse e gli investitori azionari stanno in gran parte evitando il settore, riteniamo che la sottoperformance degli operatori delle energie rinnovabili fino ad oggi non sia interamente giustificata dai fondamentali di lungo periodo. Innanzitutto, è molto probabile che la drammatica impennata dei tassi d'interesse e dei costi dei fattori produttivi degli ultimi due anni rimanga "eccezionale" e che abbia un impatto solo sui progetti del 2021-22. È verosimile che i nuovi progetti incorporino proiezioni dei costi in linea con l'attuale contesto macroeconomico, riducendo così il rischio per le aziende di adottare misure drastiche come le svalutazioni recentemente osservate.

In secondo luogo, la capacità rinnovabile presenta costi operativi molto bassi una volta installata e i ricavi sono in gran parte garantiti da contratti di acquisto a lungo termine, spesso firmati direttamente con controparti governative. Pertanto, la futura generazione di cassa rimane sicura.

Figure 6 | La recente performance debole delle rinnovabili ha portato a valutazioni storicamente depresse



Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 18/09/2023

In terzo luogo, le esigenze di finanziamento non sono un problema. I tassi sono molto probabilmente vicini ai massimi, il che significa che i costi di finanziamento scenderanno e i rendimenti aumenteranno. Soprattutto, però, le aziende che operano nel settore delle energie rinnovabili possono eseguire con successo operazioni di “asset rotation”. Gli asset presenti nei bilanci dei player delle rinnovabili possono infatti essere venduti anche prima del completamento del progetto per generare liquidità che può essere reimpiegata per finanziare nuovi sviluppi. Mantenere il 100% della proprietà di questi asset non offre alcun vantaggio strategico o operativo. Quello che occorre è il controllo operativo. D’altro canto, gli investitori, come i fondi pensione, sono molto interessati ad attività che possano garantire flussi di cassa relativamente sicuri a lungo termine. Un esempio di società che ha utilizzato ampiamente una simile strategia di “asset rotation” è EDP Renewables, con circa 2 gigawatt venduti negli ultimi due anni per ricavi di oltre 3,3 miliardi di euro.

Infine, il settore sembra essersi orientato verso una strategia di crescita più disciplinata, in cui la redditività è diventata più importante della crescita dei ricavi. Le recenti aste per la nuova capacità eolica offshore nel Regno Unito sono andate deserte, dal momento che il tetto imposto ai ricavi futuri è stato ritenuto troppo basso da tutti i potenziali offerenti. Poiché il Regno Unito si è impegnato a espandere notevolmente la capacità eolica offshore, il governo non avrà altra scelta se non quella di aumentare il tetto massimo e quindi i rendimenti dei futuri progetti. Allo stesso modo, gli operatori di rete tedeschi hanno sfidato con successo l’autorità di regolamentazione federale in tribunale, sostenendo che i tassi di rendimento offerti erano troppo bassi per consentire alle società di rimanere competitive quando si devono spendere miliardi di euro per aggiornare la rete per la nuova capacità eolica e solare.

In sintesi, per gli **investitori azionari** riteniamo che, poiché il rischio del settore è stato ormai prezzato, il mercato possa offrire notevoli opportunità. È probabile che il Free Cash Flow migliorerà. I più alti prezzi negoziati e le ipotesi di costo più ragionevoli significano che la redditività dei nuovi progetti dovrebbe essere più sicura che in passato. Con il miglioramento del rendimento del capitale investito (ROCE), le valutazioni seguiranno.

Per gli **investitori obbligazionari**, riteniamo che l’opportunità migliore sia rappresentata dalle obbligazioni subordinate (“ibridi”) delle società di servizi pubblici ad alta intensità di energia rinnovabile in Europa. La leva finanziaria relativamente elevata del settore fa sì che un’eccessiva emissione di debito senior metta a rischio i rating. Allo stesso tempo, la natura molto stabile dei ricavi rende adatto il finanziamento del debito. La via di minor resistenza consiste nel detenere una parte delle passività in titoli ibridi, che hanno un profilo simile al debito ma sono inferiori alle obbligazioni senior e il loro rimborso può essere posticipato in contesti di mercato difficili. Questi titoli tendono ad avere uno spread interessante - per un rating tipicamente appena inferiore all’investment grade (IG) - con uno sconto sostanziale sul debito senior. Consideriamo questi titoli un’opportunità con un grande potenziale nei mercati del debito europei.

AUTORI

Antonio Focella
Equity Analyst

Antonio Volpin
Senior Investment Director

Gabriele Foà
Global Credit Portfolio Manager

Ginevra Bargiacchi
Equity Analyst

Iacopo Esposito
ESG Analyst

Silvia Merler
Head of ESG & Policy Research

Simone Ragazzi
Sustainable Equity Portfolio Manager

Vincent Faradji
Investment Analyst

William Holy-Hasted
Equity Analyst

NOTE

Per ulteriori informazioni su Algebris e i suoi prodotti, o per essere aggiunti alle nostre liste di distribuzione, vi preghiamo di contattare Client Relations all'indirizzo client.relations@algebris.com.

Visitate [Algebris Insights](#) per i commenti precedenti.

SORGENTI

Le fonti dei dati sono indicate accanto ai grafici.

La fonte delle immagini è Adobe Stock dove non diversamente indicato.

DISCLAIMER

Questo documento è emesso da Algebris Investments. È destinato esclusivamente alla circolazione privata. Le informazioni contenute in questo documento sono strettamente confidenziali e sono destinate esclusivamente all'uso della persona a cui viene inviato. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere riprodotte, distribuite o pubblicate da qualsiasi destinatario per qualsiasi scopo senza il previo consenso scritto di Algebris Investments.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono solo a scopo informativo, non pretendono di essere complete o esaustive e non costituiscono un consiglio di investimento. Algebris Investments non sta organizzando o accettando di organizzare alcuna transazione in alcun tipo di investimento o altrimenti intraprendere alcuna attività che richieda un'autorizzazione ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000. Il presente documento non costituisce o fa parte di alcuna offerta di emissione o vendita, o di alcuna sollecitazione di un'offerta di sottoscrizione o acquisto, di alcun investimento, né esso o il fatto della sua distribuzione devono costituire la base di, o essere invocati in relazione a, qualsiasi contratto in tal senso.

Non si può fare affidamento per qualsiasi scopo sulle informazioni e le opinioni contenute in questo documento o sulla loro accuratezza o completezza. Nessuna dichiarazione, garanzia o impegno, esplicito o implicito, viene fornito in merito all'accuratezza o alla completezza delle informazioni o delle opinioni contenute nel presente documento da parte di Algebris Investments, dei suoi membri, dipendenti o affiliati e nessuna responsabilità viene accettata da tali persone per l'accuratezza o la completezza di tali informazioni o opinioni.

Il presente documento viene comunicato da Algebris Investments solo a persone alle quali può essere legittimamente rilasciato ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, comprese le persone autorizzate ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 del Regno Unito (la "Legge"), alcune persone con esperienza professionale in materia di investimenti, società ad alto valore netto, associazioni non costituite in società e partnership ad alto valore netto, fiduciari di trust di alto valore e persone che si qualificano come investitori sofisticati certificati. Questo documento è esente dal divieto di cui all'articolo 21 della legge sulla comunicazione da parte di persone non autorizzate ai sensi della legge di inviti o incentivi a impegnarsi in attività di investimento in quanto viene emesso solo a tali tipi di persone. Questo è un documento di marketing.

La distribuzione di questo documento può essere limitata in alcune giurisdizioni. Le informazioni di cui sopra sono solo di orientamento generale, ed è responsabilità di qualsiasi persona o persone in possesso di questo documento di informarsi e osservare tutte le leggi e i regolamenti applicabili di qualsiasi giurisdizione pertinente. Il Gruppo Algebris comprende Algebris (UK) Limited, Algebris Investments (Ireland) Limited, Algebris Investments (US) Inc. Algebris Investments (Asia) Limited, Algebris Investments K.K. e altre società non regolamentate come veicoli a fini speciali, entità partner generali e società holding.

© 2023 Algebris Investments. Algebris Investments è il nome commerciale del Gruppo Algebris.



London, Milan, Rome, Zurich, Dublin, Boston, Singapore, Tokyo
www.algebris.com