
Conclusioni d'investimento rispetto alla svendita di energia pulita nel corso del 2023

Approfondimenti tematici: Ricerca globale | Febbraio 2024



Natalia Luna

Analista senior investimenti tematici,
Ricerca globale

- **Il 2023 è stato un anno difficile per l'indice relativo alle energie pulite, ma a nostro avviso i mercati hanno reagito in modo eccessivo e non hanno saputo cogliere le sfumature della transizione energetica**
- **I problemi idiosincratici di un ristretto numero di grandi operatori nel campo delle rinnovabili e la diffusione di un sentiment negativo sono stati erroneamente estrapolati ed estesi a tutto l'universo delle rinnovabili, trascinando al ribasso quasi tutti i titoli esposti a questo tema**
- **Dopo aver distinto il rumore di fondo dai fondamentali e le questioni riguardanti singole aziende dagli sviluppi più generali, non condividiamo la reazione del mercato e continuiamo a nutrire fiducia nel settore delle energie pulite, dove alcuni titoli offrono a nostro avviso opportunità allettanti**

Da investitori con un orizzonte di lungo termine, è sempre importante fare un passo indietro per avere una visione d'insieme, comprendere le variabili in gioco e cogliere le sfumature. La transizione energetica è un tema strutturale che richiede un approccio di questo tipo. Si protrarrà per diversi decenni e genererà una crescita strutturale – ma difficilmente sarà un processo lineare. Come diciamo sempre, il percorso sarà piuttosto accidentato e la correzione subita dai titoli delle energie pulite lo scorso anno ne è un chiaro esempio.

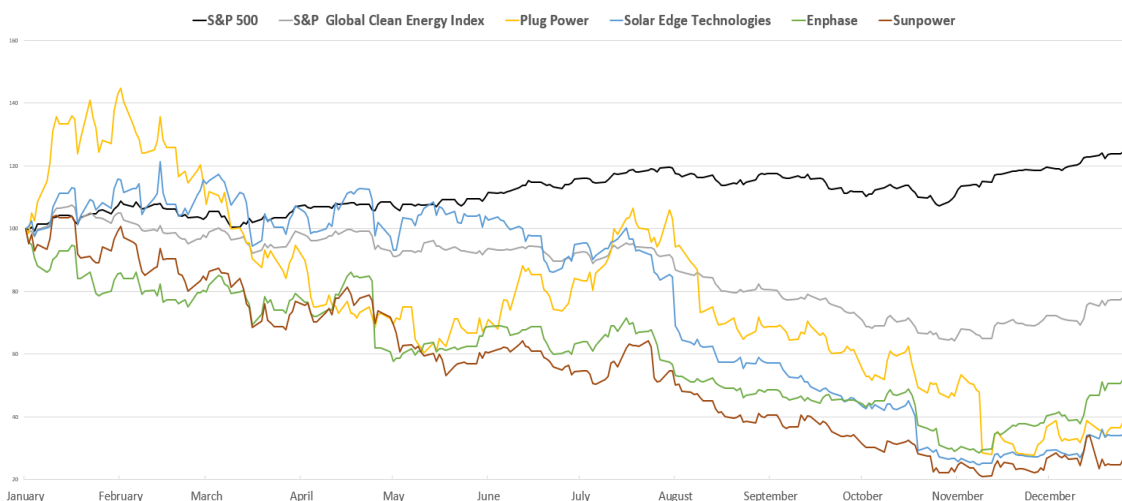
Nel 2023 i titoli legati alle energie pulite hanno nettamente sottoperformato il mercato, a causa di una combinazione tra sviluppi sfavorevoli relativi a specifiche aziende e difficoltà settoriali che hanno creato confusione tra gli investitori e generato molti commenti negativi nei media. I team di analisti settoriali e tematici di Columbia Threadneedle Investments hanno approfondito la

questione, cercando di separare il rumore di fondo dai fondamentali e gli eventi idiosincratici dalle difficoltà generali del settore, per valutare poi le opportunità d'investimento.

L'S&P Global Clean Energy Index ha avuto un anno difficile (Figura 1). Ad ogni modo, il segmento delle energie pulite comprende una vasta gamma di titoli, per cui occorre distinguere tra pure player focalizzati esclusivamente sul tema delle tecnologie pulite e il resto dell'universo, che include le rinnovabili, le utilities e l'industria green.

In questo senso, il forte calo che abbiamo osservato è ascrivibile alla correzione registrata tra i pure player tematici, che avevano beneficiato di valutazioni elevate in ragione del cosiddetto effetto "*greenium*" (ossia la disponibilità degli investitori a pagare un sovrapprezzo per la sostenibilità) in un clima di entusiasmo per le questioni ambientali, sociali e di governance (ESG), che ha favorito consistenti afflussi. Numerose società in questa categoria hanno in realtà registrato una redditività negativa e, a fronte di un contesto macroeconomico più difficile, che ha portato a un'inversione degli afflussi ESG, hanno subito una naturale correzione.

Figura 1: difficoltà dei titoli legati alle energie pulite rispetto a quelli di altri settori



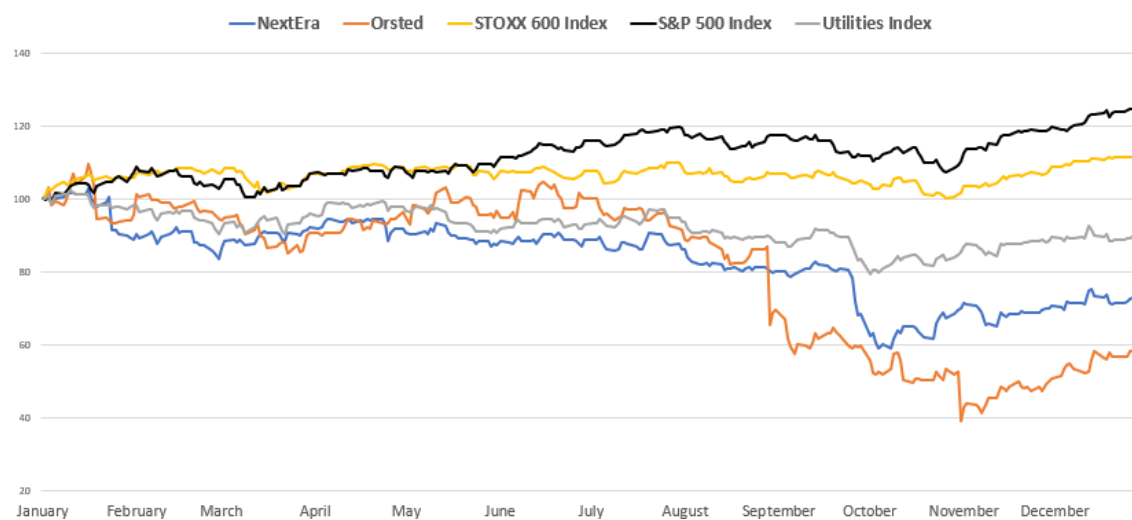
Fonte: Columbia Threadneedle Investments, 2 gennaio 2023 - 29 dicembre 2023

Nella nostra analisi, però, abbiamo adottato una visione più ristretta dell'universo delle energie pulite, concentrandoci sulle utilities, che sono alla base dei principali investimenti nella transizione energetica.

Anche le società del settore utilities hanno sottoperformato il mercato, ma in misura minore rispetto a quello delle clean tech (Figura 2). È utile riflettere sull'andamento delle utilities negli ultimi cinque anni per comprendere le ragioni della situazione attuale. Ci sembra che il picco sia stato raggiunto nel 2020/21, quando la transizione energetica è diventata fondamentale, non solo in termini di decarbonizzazione, ma anche per quanto riguarda la sicurezza energetica. Questo periodo è stato caratterizzato da una solida crescita e da una buona visibilità dei prezzi. Dal 2021-23, però, il focus si è spostato sui rendimenti. Essendo un'industria ad alta intensità di capitale, le utilities hanno risentito del difficile contesto macroeconomico. Come spiegheremo più avanti, ci sembra che i rendimenti siano stati per lo più al riparo dalle pressioni sul fronte macro.

È comunque vero che il settore delle utilities ha subito un'ampia flessione nel quarto trimestre, in gran parte dovuta agli sviluppi negativi che hanno caratterizzato due importanti aziende operanti nel campo delle rinnovabili, Orsted e NextEra.¹ Queste due società erano viste un po' come le predilette del settore, per cui i problemi idiosincratici che le hanno colpite, associati a un clima generale negativo, hanno trascinato al ribasso l'intero comparto.

Figura 2: un quarto trimestre difficile per gli operatori delle rinnovabili



Fonte: Columbia Threadneedle Investments, 2 gennaio 2023 - 29 dicembre 2023

Sviluppi relativi a specifiche società

Orsted è la più grande azienda mondiale nell'eolico offshore.² Prima della pandemia, quando inflazione e tassi d'interesse erano bassi, aveva sviluppato un nutrito catalogo di progetti. Con la risalita dei tassi e dell'inflazione, l'azienda si è trovata invischiata in progetti molto costosi e non più redditizi.

I problemi più ampi che affliggono l'azienda mettono in evidenza anche le sfide sistemiche con cui è alle prese l'intero settore offshore, e di cui il mercato non ha necessariamente tenuto conto. Tra queste figurano:

- I progetti eolici offshore richiedono investimenti in conto capitale superiori a quelli del solare e dell'eolico onshore, per via delle maggiori complessità e di tempistiche più lunghe per l'ottenimento delle necessarie autorizzazioni.
- Le catene di approvvigionamento del settore offshore sono immature e complesse, caratterizzate da ritardi, colli di bottiglia e difficoltà strutturali. Per questi motivi, il comparto è soggetto a forti pressioni inflazionistiche, per esempio, in termini di costo del lavoro e di trasporto.

¹ Il riferimento a specifici titoli non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto o alla vendita

² Orsted, energia eolica offshore, 2024

- Nel contesto dei rincari generalizzati dell'energia, incluse le rinnovabili, il settore solare e quello eolico onshore sono ampiamente riusciti a trasferire i costi. Ma i progetti eolici offshore, a causa delle loro grandi dimensioni, sono soggetti ad aste gestite da governi/autorità di regolamentazione, che non hanno aumentato i prezzi, il che ha accentuato ulteriormente le pressioni sui rendimenti.

A causa di queste sfide, molti progetti sono diventati economicamente poco sostenibili e sono stati annullati mentre, in alcuni casi, gli sviluppatori non hanno partecipato ai bandi per i progetti in quanto il prezzo offerto era troppo basso. Tuttavia, verso la fine dell'anno, abbiamo cominciato a notare alcuni segnali positivi da parte dei governi a sostegno dell'eolico offshore, ad esempio alcuni annunci di aumenti dei prezzi d'asta a New York³ e nel Regno Unito⁴.

Queste difficoltà, specifiche al comparto offshore, ci sembrano in via di risoluzione, per cui il settore non è irrimediabilmente compromesso, bensì in fase di riaggiustamento. Tuttavia, il mercato le ha erroneamente estolate ed estese a tutto il settore delle utilities, senza fare alcuna distinzione tra tecnologie rinnovabili, reti e aziende.

NextEra, dal canto suo, è il più grande sviluppatore statunitense nel campo delle rinnovabili⁵. A settembre, la yieldco NextEra Partners, veicolo di finanziamento detenuto al 51% da NextEra, ha abbassato il proprio tasso di distribuzione a fronte dell'aumento dei costi di finanziamento. Questa decisione ha spaventato i mercati e la quotazione di NextEra è crollata.⁶ Tuttavia, le yieldco non rappresentano una grossa fonte di finanziamento per NextEra e per le utilities in generale, per cui anche in questo caso la reazione negativa del mercato ci è sembrata immotivata. Qualche settimana dopo la società ha infatti pubblicato i propri risultati, riportando ordini record nel campo delle rinnovabili e utili solidi per il 2023.⁷

Siamo convinti che la reazione del mercato a questi problemi sia stata eccessiva. A prescindere dalle difficoltà specifiche di queste società, i fondamentali societari, siano essi ostacoli o fattori di sostegno, confermano il nostro giudizio positivo sulle prospettive a breve e lungo termine della transizione energetica e sulle opportunità offerte da taluni titoli.

Fondamentali del settore: ostacoli e fattori di sostegno

Perché il giudizio del mercato sull'intero universo delle utilities e delle energie rinnovabili è così negativo? A nostro avviso il mercato non ha tenuto in debita considerazione alcuni rischi specifici del comparto offshore, denotando anche una scarsa conoscenza delle leve di cui dispone il settore per contrastare queste difficoltà e l'incapacità di cogliere le differenze tra rinnovabili e reti.

Sono quattro i fattori che lo scorso anno hanno esercitato un impatto particolarmente negativo: rialzi dei tassi d'interesse con conseguente aumento del costo del capitale, inflazione elevata con conseguente aumento dei costi di sviluppo, strozzature a livello di rete e, infine, difficoltà a livello di catene di approvvigionamento.

³ BloombergNEF, [New York Hits Offshore Wind Reset, But at a Steep Price.](#), gennaio 2024

⁴ Bloomberg NEF, [UK Ramps Up Wind Farm Support to Revive Crisis-Hit Industry, 16 novembre 2023](#)

⁵ NextEra Energy, energie rinnovabili, 2023

⁶ Investopedia, NextEra Energy Subsidiary Cuts Distribution Growth Outlook and Shares Sink, 27 settembre 2023

⁷ NextEra, risultati trimestrali 2023, ottobre 2023

Ma il settore dispone anche di quattro leve per rispondere a queste difficoltà: aumenti di prezzo per energia e rinnovabili, calo dei costi di produzione, crediti d'imposta nell'ambito dell'*Inflation Reduction Act (IRA)* statunitense e forte crescita delle rinnovabili.

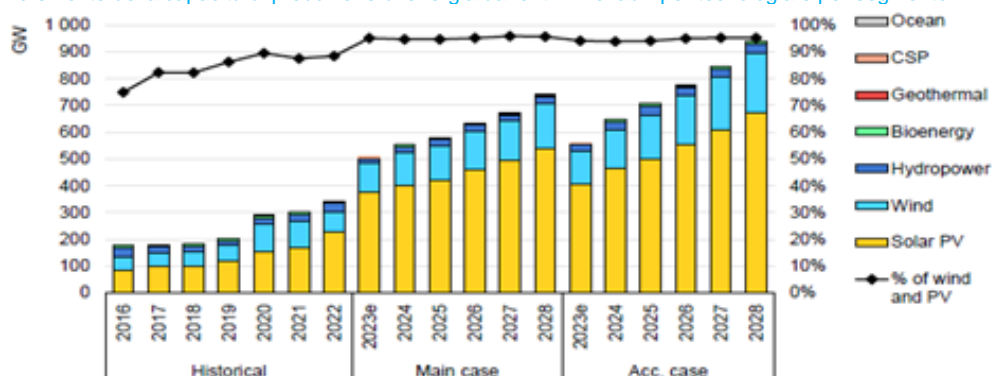
Così, nonostante il costo delle rinnovabili sia aumentato, nei comparti solare e onshore i rincari sono stati trasferiti attraverso aumenti dei prezzi, per circa il 50% negli Stati Uniti e il 70% nell'UE⁸, un trend confermato dalle aziende nei risultati del quarto trimestre.

L'altra dinamica importante è che i costi delle rinnovabili stanno iniziando a scendere. Nell'ultimo biennio si è registrato un notevole aumento dei costi di produzione, ma nell'ultimo anno i prezzi si sono abbassati. La deflazione dei costi è cominciata.

A ciò si aggiunge un'ultima robusta dinamica: la crescita delle energie pulite. I mercati pensavano che queste difficoltà avrebbero causato un rallentamento dei progetti legati alle rinnovabili, ma si sbagliavano. Secondo l'IEA, la capacità installata di rinnovabili a livello mondiale ha registrato un'accelerazione record del 50% nel 2023, nonostante l'aumento del costo del capitale e dei costi di produzione (Figura 3). Di conseguenza, l'IEA ha rivisto al rialzo del 33% le sue previsioni per le rinnovabili su scala globale per quest'anno.⁹

Figura 3: tasso record di installazioni di rinnovabili nel 2023

Incremento della capacità di produzione di energia da fonti rinnovabili per tecnologia e per segmento



Fonte: IEA, Renewables Market Report, 2023

Conclusioni d'investimento

In quanto investitori a lungo termine, dobbiamo affrontare le oscillazioni a breve termine. Grazie alla nostra capacità di ricerca estesa e approfondita, cerchiamo di comprendere tutte le variabili in gioco e consideriamo le battute d'arresto a breve termine come potenziali opportunità d'investimento. Sulla base della nostra analisi, riteniamo che il mercato abbia valutato il settore delle rinnovabili in modo eccessivamente negativo nel 2023 – un approccio generalizzato che non ha saputo cogliere i fattori di sostegno strutturali del comparto, né distinguere tra i diversi operatori. Pertanto, la nostra tesi d'investimento rispetto alla transizione energetica non è cambiata. Continuiamo a prevedere una crescita positiva e sostenuta, anche se non priva di

⁸ Bernstein, Renewables Infrastructure: 5 reasons why the sector can still work in a higher for longer rate environment, 10 ottobre 2023

⁹ IEA Renewables Market Report, 2023

ostacoli legati alle tempistiche dell'iter autorizzativo, alle difficoltà lungo le catene di approvvigionamento e a un aumento dei colli di bottiglia nelle reti e delle code di connessione.

A questo proposito, per quanto riguarda le utilities guardiamo con favore alle reti e società integrate verticalmente, e a quelle che presentano una gestione rigorosa del capitale, situazioni patrimoniali solide e portafogli diversificati, che sono state penalizzate dalla reazione eccessiva del mercato e ipervendute. Prevediamo che la crescente consapevolezza della necessità cruciale di investire nelle reti per consentire la penetrazione delle rinnovabili e rispondere alla domanda di elettrificazione dovrebbe portare a un'ulteriore espansione degli investimenti nelle reti. Per questo motivo ravvisiamo opportunità anche in società del settore industriale con un'interessante esposizione all'espansione e all'ammodernamento della rete, e/o in fornitori di soluzioni per le infrastrutture elettriche e l'efficientamento energetico.

Siamo così giunti a queste conclusioni generali sul tema dell'energia pulita:

- la transizione energetica è un tema strutturale a lungo termine destinata a seguire un percorso accidentato, non lineare, che produrrà vincitori e perdenti.
- L'ultimo biennio è stato più complicato, con molte variabili in gioco – quadro macroeconomico, politiche monetarie, geopolitica – ma la nostra ricerca approfondita e la nostra capacità di fare un passo indietro per avere una visione d'insieme, di scavare a fondo nei singoli temi e nelle caratteristiche tanto del settore in generale quanto dei singoli titoli, oltre alla nostra prossimità ai management delle aziende, ci hanno consentito di gestire bene questa fase per quanto riguarda gli investimenti nel comparto: abbiamo evitato gravi difficoltà nel 2022, abbiamo sovraperformato nel 2023 e siamo ben posizionati per affrontare il 2024.

Nel corso di quest'anno, staremo molto attenti all'impatto del calo dei prezzi dell'energia e alle implicazioni dei rischi legati agli appuntamenti elettorali, le cui incertezze potrebbero pesare sul tema. Per il momento, il settore continua a offrire prospettive entusiasmanti.



Avvertenze: Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). La presente è una comunicazione di marketing. Il riferimento a specifici titoli non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio. Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. Gli investimenti internazionali comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi. Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia. Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.

columbiathreadneedle.com

Publicato a febbraio 24 | CTEA6285182.1