

FLASH – ENERGIES ALTERNATIVES

29 octobre 2013

Actions du secteur solaire en hausse de +120% en un an : l'heure du bilan

Points clés:

- Avant de reprendre le chemin de la hausse, les actions du secteur avaient perdu -95.6% entre décembre 2007 et octobre 2012
- Baisse de la demande, concurrence accrue, surproduction et baisse des prix de vente ont mené nombre d'entreprises à la faillite
- Un nettoyage difficile mais nécessaire : les entreprises qui sont restées sur le marché vont mieux et profitent du boom asiatique (Japon, Chine)
- Prévisions toujours favorables pour fin 2013-2014

problèmes structurels du secteur qui ont jusqu'à la fin de l'année 2012 dissuadé les investisseurs de rentrer à nouveau sur ce marché. Parmi les freins, une surproduction ayant conduit à d'importantes surcapacités au niveau mondial et coïncidant avec l'arrivée sur le marché des producteurs chinois. Citons également l'impact de cette surproduction sur les prix de vente des produits solaires, lequel a eu pour conséquence de réduire considérablement les marges des entreprises, voire de les rendre un temps négatives.

C'est donc dans un contexte très défavorable - l'industrie accusant faillite après faillite - que les actions du secteur ont commencé à progresser au mois de novembre 2012, pour atteindre aujourd'hui des niveaux deux fois plus élevés. Le graphique suivant témoigne de la vigueur de cette reprise : les actions ont gagné +122% depuis la fin du mois d'octobre 2012 (SOLEX USD), et multiplié par deux leurs niveaux depuis le début de l'année. Elles surperforment au passage de +73.4% les actions américaines (S&P 500).

2007-2012 : Quelques éléments de contexte

Pour appréhender la reprise exceptionnelle du secteur solaire, un aperçu de la situation qui prévalait avant le redémarrage nous apparaît nécessaire. À l'époque, les actions des entreprises actives dans le solaire avaient en effet perdu la quasi-totalité de leur valeur (-95.6%) entre la fin de l'année 2007 et la fin du mois d'octobre 2012.

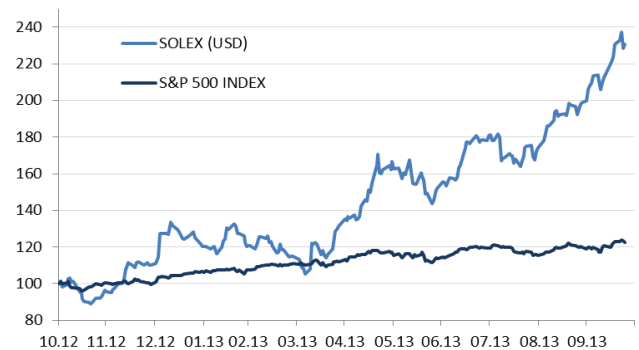
Indice Sorex (en USD) depuis décembre 2003



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Si la crise financière n'a pas épargné le segment, extrêmement bullish depuis 2003, ce sont les

Indice Sorex (en USD) depuis octobre 2012



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Comment expliquer ce retournement de tendance ?

Plusieurs facteurs expliquent le retour du sentiment positif des investisseurs à l'égard des actions du segment solaire. Dans cette partie, nous revenons sur

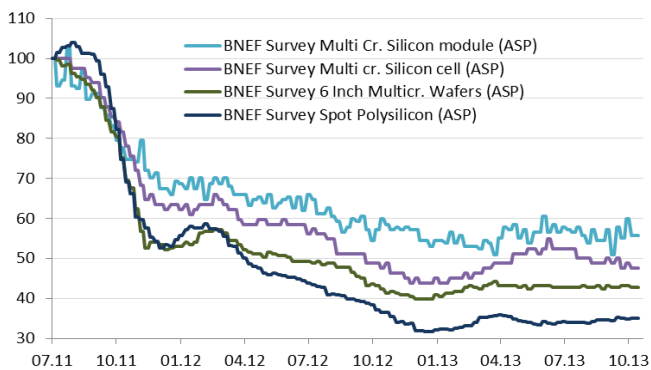
les éléments qui ont poussé les cours vers le bas puisque leur résolution explique en grande partie le rattrapage impressionnant des actions solaires aujourd'hui.

1) Une demande en berne - Tout d'abord, les producteurs de produits solaires ont souffert en 2011 et dans la première partie de l'année 2012 d'une diminution de la demande, notamment de la part des pays européens, plusieurs d'entre eux réduisant leur soutien au secteur. En effet, alors que le marché européen devenait plus mature et que les pays avaient du mal à boucler leurs budgets, le rythme d'augmentation des installations solaires se faisait plus modéré. De l'autre côté, les marchés de croissance que sont aujourd'hui l'Asie (Japon et Chine en tête) ainsi que de tous nouveaux marchés comme le Moyen-Orient, n'avaient pas encore démontré leur engagement.

Petit à petit donc, le marché asiatique a pris de l'ampleur, en 2012 et tout au long de l'année 2013, si bien que la Chine et le Japon concentraient 20% des nouvelles installations en 2012¹ et devraient présenter les plus fortes croissances en 2013. Derrière ce mouvement, les gouvernements tiennent évidemment un rôle important, affichant leur appui au développement des énergies renouvelables. Leur soutien est motivé avant tout par des intérêts stratégiques : l'accident de Fukushima² au Japon a en effet contraint le pays à reconsidérer un tiers de son approvisionnement énergétique, tandis qu'en Chine, le solaire permet l'indépendance et la diversification énergétique.

De l'autre côté, si la demande est aujourd'hui plus vive, c'est en partie en raison de la baisse drastique des prix des produits solaires. Entre juillet 2011 et janvier 2012, les panneaux, cellules et wafers avaient ainsi perdu de 30 à 50% de leur valeur.

Evolution des prix de vente moyens (Polysilicium, panneaux, cellules et wafers solaires)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

¹ BNEF « Annual PV New Build »

² Voir notre Flash du 15 avril 2013 : « Japon : la réduction du FiT n'entache pas le potentiel de croissance exceptionnel du solaire »

Alors qu'elle reculait au cours des années précédentes, la demande est donc aujourd'hui plus présente, soutenue par de nouveaux développements en Asie, au Moyen-Orient et en Amérique Latine, et par la baisse des prix.

2) Surproduction et compétition – L'évolution des prix reflète l'intensité de la concurrence qui a sévi au cours des dernières années sur le secteur. Les années précédentes la crise financière ont en effet convaincu bon nombre d'entrepreneurs de se lancer dans le domaine, laissant le marché insuffisamment concentré pour assurer une rentabilité suffisante, aussi bien pour les nouveaux venus que pour les acteurs mieux établis. Avec un nombre d'entreprises qui ne cessait de croître et parallèlement, une contraction des commandes sur les marchés matures, l'industrie solaire se trouvait donc en situation de surproduction.

Telle situation fut aussi précipitée par la structure des coûts, comme nous l'évoquions dans notre flash du 28 mars 2013. Puisqu'il s'agit d'une industrie lourde, les coûts fixes sont importants, si bien que les fabricants, notamment de panneaux solaires, restent incités à continuer de produire, même à perte, pour payer au moins les intérêts de leur dette. De ce fait, ils contribuent d'autant plus à la mise sur le marché de capacités qui ne sont pas absorbées, et altèrent encore chacun la situation générale.

Si les entreprises ont pu continuer à ce rythme un temps, beaucoup n'ont pas pu faire face à la contraction du crédit engendré par les accords de Bâle III, mais aussi par le Solvency II, les entreprises du solaire opérant sur un marché considéré trop risqué. Autant les grands acteurs européens (Q-CELLS) que les entreprises chinoises et américaines furent concernés par cette contraction du crédit. **C'est donc une véritable guerre que le secteur du solaire a subi depuis 2010, et dont le dernier fait d'armes remonte à la faillite du chinois Suntech en mars dernier.** Aujourd'hui, les entreprises qui sont parvenues à traverser la tempête se partagent de plus grandes parts d'un gâteau rendu plus important suite à la hausse de la demande.

Les prix commencent aussi tout doucement à remonter après s'être finalement stabilisés à partir du deuxième trimestre de l'année 2012, avec des effets évidemment bénéfiques sur les marges des entreprises du secteur, sans pour autant peser sur la demande car l'appréciation reste très modérée. La stabilisation des prix apporte surtout aux entreprises une meilleure visibilité sur les revenus à venir.

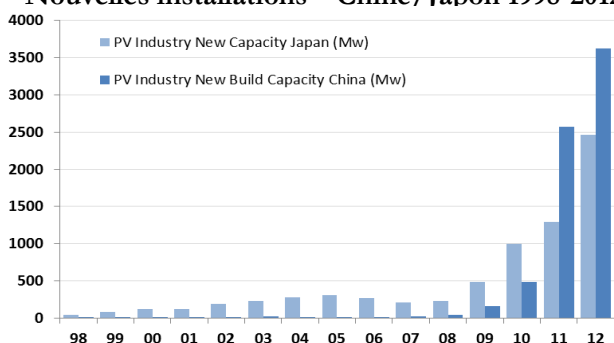
3) L'influence des prévisions - Restés très timides voire sceptiques au début du retournement de tendance, les analystes ont commencé à réviser à la hausse leurs attentes plus massivement au printemps 2013. Pour un nombre croissant d'entreprises, la progression des cours a donc été soutenue par les prévisionnistes, ce qui a incité un retour de la confiance de la part des investisseurs. Et à juste titre : les résultats trimestriels des entreprises ont souvent dépassé les attentes même les plus optimistes. Cas emblématique, celui de l'américain First Solar, dont les cours ont augmenté de +72% au cours du seul mois d'avril après la publication des objectifs de croissance pour 2013 faisant état de ventes pour l'année largement supérieures à celles attendues.

Perspectives 2013-2014 : peut-on rester confiants ?

A priori, les raisons qui ont soutenu le changement de tendance sont toujours d'actualité. Le boom asiatique semble en effet se confirmer chaque mois davantage. En Chine, un communiqué annonçait ainsi à la fin du mois d'août une augmentation conséquente de la prime de rachat accordée aux producteurs d'énergie renouvelable, passant de 8 à 15 yuan/MWh. Le Conseil des affaires de l'État a également établi des objectifs clairs pour le pays avec 35 GW de solaire d'ici 2015 (soit une nouvelle progression de +80.0% par rapport à 2012 selon BNEF).

Au Japon, les importations se révélaient au deuxième trimestre pour la première fois plus importantes que l'approvisionnement domestique. Seuls 31.5% des livraisons au Japon étaient ainsi produites sur le territoire, contre 51% au premier trimestre. La préférence nationale était en effet plutôt de mise au Japon, mais le marché s'ouvre désormais plus fortement aux fournisseurs étrangers, notamment pour les livraisons destinées au solaire résidentiel. Dans les deux pays, le rythme des nouvelles installations solaires a augmenté de manière impressionnante depuis 1998, et la tendance se confirmera en 2013.

Nouvelles installations – Chine/Japon 1998-2012



Sources : Bloomberg, BGI Group SA

Les entreprises du secteur opèrent généralement sur différents marchés et bénéficient de ce fait d'une diversification géographique suffisante pour leurs exportations. La majorité des entreprises au niveau mondial profitera donc du développement asiatique. Nous privilégions toutefois les titres plus fortement exposés à ce marché. Figurent parmi les titres les mieux ancrés en Asie, par exemple :

JA Solar (Chine)	CB :429.5 mios USD
72% de sa production fut écoulée sur le marché asiatique au deuxième trimestre 2013, dont 37.8% en Chine.	

Jinko Solar (Chine)	CB :583.5 mios USD
Dans ses résultats pour le deuxième trimestre, soulignons l'augmentation des volumes des livraisons, et une marge brute de 17.7%, soit l'un des premiers producteurs chinois à renouer avec les profits.	

Trina solar (Chine)	CB :1201.7 mios USD
Les ventes au deuxième trimestre sont en hausse de 64.6% par rapport à Q1, avec une marge brute de 11.6% contre 1.7% seulement en Q1. L'entreprise augmente son exposition au marché chinois en 2013 (27% attendus en 2013 contre 13% en 2012).	

Yingli Green E. (Chine)	CB :1069.4 mios USD
Les ventes ont bien augmenté (+24% QoQ) et la marge brute a augmenté à 11.8% contre 4.1% le trimestre précédent. Yingli, comme Trina Solar, fait partie des entreprises ayant été le plus revalorisées par les analystes en raison de leur exposition au marché asiatique.	

Canadian Solar (Canada)	CB :1069.8 mios USD
La société est largement exposée au marché asiatique et aux nouveaux marchés de croissance (51.6% des ventes au Q2). Les derniers résultats avançaient des ventes en hausse et une progression significative de la marge brute (de 9.7% à 12.8%).	

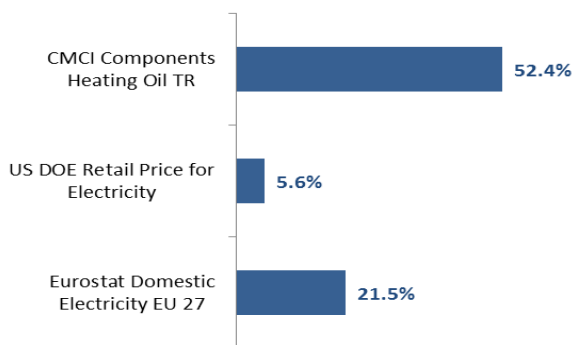
First Solar (US)	CB :5085.4 mios USD
En dépit de résultats pour le deuxième trimestre moins impressionnants, l'entreprise devrait afficher une marge brute supérieure à 20% pour l'année 2013, ce qui la place parmi les entreprises les plus rentables du secteur.	

SunPower (US)	CB :3958.3 mios USD
La société a augmenté au deuxième trimestre ses ventes en direction du marché japonais (+30%), notamment en direction du secteur résidentiel.	

Avec de nouveaux débouchés, les entreprises améliorent leurs bilans et peuvent aussi consacrer à nouveau de plus larges portions de leurs revenus à l'innovation. Les grandes avancées dans le domaine du solaire concernent notamment les capacités de stockage de l'électricité, rendues possibles grâce au développement de centrales solaires à concentration (*Concentrating Solar Power – CSP*). Dans ce domaine, citons l'exemple de la nouvelle centrale d'Abengoa en Arizona, capable de fonctionner jusqu'à six heures après le coucher du soleil.

L'innovation a d'ailleurs également rendue possible la production décentralisée d'énergie à partir du soleil, aujourd'hui en plein essor. Cette technologie désigne à la fois les panneaux solaires individuels destinés au secteur résidentiel comme les autres installations de plus petite taille, raccordées à des niveaux de tension peu élevés du réseau électrique. Un marché qui se développe fortement en raison de la hausse des prix de vente de l'électricité au consommateur final, ainsi qu'en raison de la hausse des cours des produits pétroliers tels que le mazout.

Evolution des prix 2008-2012 – mazout/électricité



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Le graphique précédent montre une hausse de +21.5% pour le prix de revente de l'électricité en Europe et de +52.4% pour le prix du mazout entre 2008 et 2012. Les prix de l'électricité aux USA restaient plus stables. Le solaire « décentralisé », dont les coûts n'ont cessé de diminuer devient donc plus compétitif dans ce contexte et se présente comme un substitut aux sources d'énergies traditionnelles.

Sur ce thème, dans sa présentation des résultats pour Q2, la société SunEdison a prévu une multiplication par deux de ses recettes liées à la vente d'installations décentralisées inférieures à 10 MW. La technologie est présentée comme un moyen de diminuer les fluctuations des commandes de grands projets solaires entre les trimestres, et ainsi améliorer la diversification des activités de l'entreprise.

Conclusion

La chute des cours des entreprises du secteur solaire résultait de problèmes internes au fonctionnement du secteur. L'essor pré-2008 a en effet amené toute une nouvelle vague d'entreprises, avec à la clé surproduction et baisse des prix de vente, conjointement avec la baisse de la demande dans les marchés plus matures.

Les disfonctionnements qui ont fait les heures noires du secteur sont aujourd'hui résolus : avec des prix plus abordables, la demande reprend du service dans de nouveaux marchés prometteurs, Asie en tête, réduisant les surcapacités. En conséquence, les prix de vente se stabilisent. La concentration du secteur permet aujourd'hui aux entreprises toujours en place d'augmenter leurs ventes et ainsi de continuer à innover. Pour les mois à venir, nous privilégions les entreprises leader, plus fortement exposées aux marchés chinois et japonais, et favorisons également celles actives dans l'installation de systèmes de moindre envergure (solaire « décentralisé »).

À l'avenir, l'impact des taxes à l'importation de polycilicium américain et sud-coréen en Chine doit être surveillé mais pas surestimé pour les exportateurs de produits solaires (panneaux, cellules et wafers). Les perspectives restent clairement favorables pour 2014.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group SA
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch