

# Groene zeepbel?

De sector milieutechnologie staat flink in de belangstelling van investeerders. Is er sprake van een bubble? Ondanks een hoger risicoprofiel lijkt de onderstroom fundamenteel goed.

TEKST LIEUWE KOOPMANS | BEELD CORBIS

**E**r is een nieuw pareltje in investeerders- en beleggersland: milieutechnologie, beter bekend onder de Amerikaanse benaming *cleantech*. Onder cleantech vallen grof gezegd bedrijven die actief zijn op het gebied van duurzame energieopwekking, zoals zonne- en windenergie, en op het vlak van efficiënter omgaan met natuurlijke hulpbronnen. Het is een relatief jonge sector, waar de technologie nog volop in ontwikkeling is. Dat betekent veel jonge bedrijven met een 'nieuwe revolutionaire technologie', die grotendeels worden gefinancierd met durfkapitaal (*venture capital*). Daarnaast wemelt het vooral in de VS inmiddels van beursgenoteerde cleantech-bedrijven en -bedrijfjes, waarvan sommige de laatste jaren een flinke koersspong hebben gemaakt. Deze ontwikkelingen roepen herinneringen op aan eind jaren negentig toen jonge internet- en ICT-bedrijfjes de

wereld bestormden. Achteraf bleek het voor een groot deel gebakken lucht.

## INTERNETBUBBLE

De vraag is natuurlijk in hoeverre de ICT-bubble van tien jaar geleden te vergelijken is met de ontwikkelingen in de cleantech-sector op dit moment. Die vergelijking is misplaatst, vindt Jan van der Hilst, partner bij Non-financial Assurance Services van PricewaterhouseCoopers. "In de internet-, ICT- en telecomsector was acht tot tien jaar geleden sprake van irrealistische groeiverwachtingen. Men verwachtte dat veel mensen op zeer korte termijn van alles via internet zouden doen en daar ook voor zouden willen betalen. Het irrealistische zat vooral in de kortetermijnvisie."

Daar kwam nog bij dat investeerders in de internetsector indertijd alleen oog hadden voor het *upside risk*, stelt Reitze Douma, senior portfolio manager alternative investments bij APG Vermogensbeheer, dat het volledige vermogen beheert van pensioenfonds ABP. "Men schatte het neerwaartse risico van de





Ad Schellen (Ohra): 'Het zijn bedrijven met een hoger risicoprofiel. Maar daar staat een interessant groeipotentieel van de markt in totaliteit tegenover.'

bedrijven waarin men investeerde te laag in of negeerde het simpelweg. Dit was behoorlijk opportunistisch. Toch is ook het neerwaartse risico een belangrijk onderdeel van de totale risico-inschatting voor een belegger. De markt heeft op dit punt duidelijk geleerd."

#### 'AL GORE-EFFECT'

De verwachtingen voor de cleantech-sector mogen dan hooggespannen zijn, irreëel zijn ze zeker niet, vindt Bruno Jelgerhuis, partner Transaction Services bij Ernst & Young. "Er is een aantal ontwikkelingen die de sector fundamenteel stimuleren. De hoge olieprijs en de zekerheid van energielevering zijn daarvan voorbeelden. Men is zich er van bewust dat de natuurlijke hulpbronnen eindig zijn en is op zoek naar alternatieven of manieren van

hergebruik zoals je dat nu bij metaal of papier ziet."

Verder speelt het toenemend klimaatbewustzijn de cleantech-sector in de kaart.

Het 'Al Gore-effect' stimuleert de algehele belangstelling voor vermindering van CO<sub>2</sub>-uitstoot. Maatregelen die diverse overheden nationaal en internationaal op dit vlak nemen dragen bij aan de verdere ontwikkeling van de cleantech-sector. Voorbeelden zijn het Kyoto-akkoord en het EU-besluit dat twintig procent van de energieopwekking uit schone bronnen moet komen.

Er is dan ook een sterk groeiende behoefte aan alternatieve, in het bijzonder schone, energiebronnen, signaleert Douma. "Wat je ziet is dat de vraag naar nieuwe technologieën omtrent energie toeneemt, bijvoorbeeld bij nutsbedrijven." Naast zonne- en windenergie gaat het onder meer om biomassa, biodiesel en brandstofcellen.

#### WAARDERING

Een ander signaal dat het met een mogelijke zeepbel wel meevalt is het bedrag dat venture-fondsen in cleantech investeren. Volgens Douma ligt dit bedrag momenteel op ongeveer twee miljard euro per jaar wereldwijd, waarvan ongeveer tachtig procent in de Verenigde Staten. Dit wijst volgens hem niet op een bubble. Wel neemt het geïnvesteerde bedrag per jaar significant toe, gemiddeld met ongeveer veertig procent. Douma: "Het wordt als een groeiemarkt gezien en dit genereert dan automatisch kapitaal. Dit komt ook door het gebrek aan alternatieven voor wat betreft nieuwe sectoren met goede groeivoorzichten." ■

Jan van der Hilst (PwC): 'Het irreële van de ICT-bubble zat vooral in de kortetermijnvisie.'

## Wat is cleantech?

Cleantech is een jonge bedrijfstak, gericht op technologieën en methoden voor het opwekken van duurzame energie (*renewables*) of het efficiënter omgaan met natuurlijke bronnen. Behalve bedrijven die de energie daadwerkelijk opwekken, zoals windparken en parken voor zonnepanelen en -collectoren, omvat de sector ook toeleveranciers. Voorbeelden zijn de fabrikanen van windturbines en zonnepanelen maar ook de producenten van bijvoorbeeld silicium, een basiscomponent voor zonnepanelen. Onder cleantech vallen ook bedrijven die zich richten op recycling van bijvoorbeeld metaal of papier en op het zuiniger omgaan met energie en elektriciteit. Sommige investeerders rekenen ook waterzuivering en zoutwaterontzilting tot de cleantech-sector.

De sector kan  
eigenlijk het geld  
nauwelijks  
absorberen.

Ook de gemiddelde waardering van cleantech-bedrijven die aan de effectenbeurs genoteerd staan, wijst niet op zeepbel-taferelen, stelt Ad Schellen, fondsmanger van het Ohra Milieutechnologie-fonds en van het Delta Lloyd Water & Climate Fund. "Kijk je bijvoorbeeld naar de koers/winstverhouding van wat meer ontwikkelde ondernemingen in zonne-energie dan ligt deze voor 2009 tussen de tien en de veertig, bij windenergie tussen twintig en dertig en bij bedrijven die technologieën bedenken voor het verminderen van luchtverontreiniging tussen de tien en twintig."

Echt goedkoop zijn de ondernemingen natuurlijk niet maar het is zeker geen luchtbel, benadrukt Schellen. De enige cleantech-branchen die er in dit verband uitspringt zijn volgens Schellen de windmolenparken. "De koers/winstverhouding ligt tussen de twintig en 25 en windmolenparken zijn daarmee relatief duur vergeleken met gewone nutsbedrijven waar de koers/winstverhouding rond de twaalf ligt."

## Grootste bedrijven uit Nasdaq Clean Edge Index

| Naam                      | Sector                        | Marktwaaarde    | Koersontwikkeling laatste vijf jaar |
|---------------------------|-------------------------------|-----------------|-------------------------------------|
| MEMC Electronic Materials | waterproductie                | \$ 16,5 miljard | 715%                                |
| First Solar               | zonne-energie                 | \$ 13,9 miljard | 637%                                |
| Linear Technologies       | elektronisch- & netwerkbeheer | \$ 6,3 miljard  | -4%                                 |
| Suntech Power             | zonne-energie                 | \$ 4,9 miljard  | 40%                                 |
| SunPower                  | zonne-energie                 | \$ 4,4 miljard  | 116%                                |

KOERSGEGEVENS PER MEDIO MAART 2008. BRON: NASDAQ CLEAN EDGE INDEX

## Opvallende overnames in windenergie

| Overnemende partij            | Overgenomen partij         | Jaar | Bedrag         |
|-------------------------------|----------------------------|------|----------------|
| EDP (Por.)                    | Horizon Wind Energy (VS)   | 2007 | \$ 2,2 miljard |
| Scottish & South. Energy (GB) | Airtricity (Ier)           | 2007 | € 1,4 miljard  |
| Suzlon (Ind.)                 | Repower (Du.)              | 2007 | \$ 1,6 miljard |
| Suzlon (India)                | Hanssen Transmission (De.) | 2003 | \$ 0,6 miljard |

## Opvallende overnames in zonne-energie

| Overnemende partij     | Overgenomen partij      | Jaar | Bedrag         |
|------------------------|-------------------------|------|----------------|
| Applied Materials (VS) | HCT Shaping Syst. (Zwi) | 2007 | \$ 483 miljoen |
| Applied Materials (VS) | Applied Films (VS)      | 2006 | \$ 464 miljoen |
| Applied Materials (VS) | Baccini (Ita)           | 2006 | \$ 333 miljoen |
| Sunpower (VS)          | Powerlight (VS)         | 2007 | \$ 335 miljoen |

BRON: NASDAQ CLEAN EDGE INDEX

Van der Hilst (PwC) wijst er echter op dat er bij de windmolenparken in de afgelopen periode een koerscorrectie is geweest. "De verwachtingen waren te hoog gespannen voor wat betreft de snelheid van de ontwikkelingen."

### SUBSIDIES

Dat cleantech voorlopig niet afstevent op een zeepbel wil niet zeggen dat de sector zonder risico's is. Gert-Jan van der Marel, partner Transaction Services bij PricewaterhouseCoopers, wijst op de snelheid van acceptatie door consumenten en bedrijven van de nieuwe technologieën. "Acceptatie hangt maar gedeeltelijk af van de mate van zuinigheid. Uiteindelijk speelt de prijs van de 'groene' producten en nieuwe technologieën een belangrijke rol." En in het verlengde daarvan de mate van subsidiëring door de overheid, vindt hij. Zonder subsidies blijkt het vaak moeilijk

om nieuwe technologieën aan te bieden voor een prijs die zorgt voor acceptatie in grote getale. Jelgerhuis (E&Y): "Het is vaak onduidelijk of een nieuwe technologie ook echt succesvol zal zijn en blijvend is in de markt. Iedereen weet dat wind- en zonne-energie blijvend zijn, maar wat nu de werkelijke bijdrage is van een bepaalde technologie ten aanzien van energieopbrengst is lang niet altijd duidelijk."

**Bruno Jelgerhuis (E&Y): 'Ondernemingen als Siemens en General Electric willen zich differentiëren richting milieu.'**

Dit betreft dan vooral de jonge ondernemingen in de sector, vindt Douma (APG Vermogensbeheer). "Het risicoprofiel van jonge ondernemingen is dan ook aanzienlijk hoger. Venture fondsen zijn zich er van bewust dat maar een deel van alle technologieën succesvol zal zijn. De successen zijn echter vaak dermate lucratief dat ze de verliezen ruimschoots



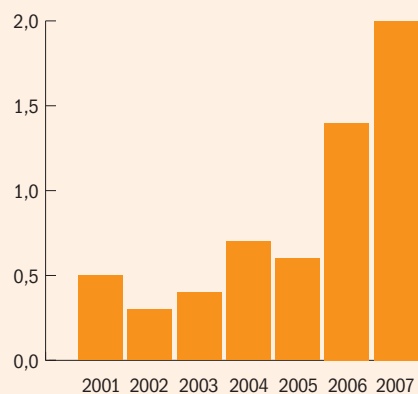


## Niet alleen in de VS

Zoals bij veel nieuwe sectoren zijn de **Verenigde Staten** ook *frontrunner* in cleantech. Het grootste deel van het durfkapitaal gaat naar Amerikaanse startende ondernemingen, voor een deel gevestigd in Silicon Valley. Ook is inmiddels al een flink aantal Amerikaanse cleantech-ondernemingen aan de beurs genoteerd. De VS kent al verschillende cleantech-indices, zoals de Nasdaq Clean Edge Index en de Amex Cleantech Index United States.

Maar ook **Europa** roert zich op het vlak van milieutechnologie. Windenergie is sterk in ontwikkeling in kustlanden zoals Ierland, Duitsland, Denemarken en Portugal. In landen als Italië en Spanje is zonne-energie bezig aan een opmars. Nederland kent verschillende initiatieven, zowel bij wind- als zonne-energie, maar de ontwikkelingen hebben de laatste jaren op een laag pitje gestaan. Oorzaak was het verdwijnen van subsidieregelingen. Het kabinet Balkenende IV heeft vanaf dit jaar de subsidiemogelijkheden weer verruimd.

## Jaarlijkse investeringen (venture) in cleantech



BRON: DOW JONES VENTUREONE/ERNST & YOUNG

## Reitze Douma (APG Vermogensbeheer):

**'Venture-fondsen zijn zich er van bewust dat maar een deel van alle technologieën succesvol is.'**

compenseren op investeringen in technologieën die het niet redden."

### Veel geld

Schellen (Ohra) wijst nog op een ander risico. "Cleantech is een jonge sector en er zijn derhalve nog relatief weinig investeringsmogelijkheden in verhouding tot het geld dat zich voor de sector aanbiedt." Veel financiële instellingen hebben volgens Schellen de sector ontdekt en komen nu met eigen beleggingsfondsen. De sector kan eigenlijk het geld nauwelijks absorberen. Dit geldt vooral voor de bedrijven die zich richten op de opwekking van zonne-energie, inclusief de toeleveranciers. Maar ook de mogelijkheden voor investeringen in waterzuivering zijn beperkt. Dit kan leiden tot hogere prijzen van de ondernemingen. Een stijging die zich verder door kan zetten als ook grote multinationals en grote nutsbedrijven zich op de cleantech-sector gaan richten en cleantech-bedrijven gaan overnemen. De aanwijzingen hiervoor zijn er inmiddels, zegt Jelgerhuis. "Ondernemingen als

Siemens en General Electric willen zich differentiëren richting milieu. Bij de consument ligt dit onderwerp op dit moment goed en daar willen de grote ondernemingen op inspelen."

### CORRECTIE

Hoewel de onderstroom voor milieutechnologie fundamenteel goed is, blijft er de mogelijkheid van een correctie. Van der Marel (PwC): "Deze sector is

**Gert-Jan van der Marel (PwC): 'De waarden zijn altijd wat volatieler dan in een volwassen sector.'**

relatief jong, en de waarden zijn derhalve altijd wat volatieler dan in een volwassen sector. Er zullen echter bedrijven zijn die hun hoge waardering zullen waarmaken met de juiste technologie op het juiste moment." Maar ook de technologie zelf moet zich bewijzen, stelt Douma (APG Vermogensbeheer). "Subsidiëring is op zich goed als

stimulans, maar kan ook vervuilend werken. Ook technologieën die niet goed werken, blijven zo op de markt en dit kan de aantrekkelijkheid van de sector negatief beïnvloeden."

Schellen (Ohra) wijst tot slot op een algemene economische wetmatigheid die ook voor de cleantech-sector op zal gaan: de wet van vraag en aanbod. "Afgelopen jaar was het aanbod te klein voor de vraag.

Er zullen ook jaren volgen waarin er te veel aanbod is, dus overcapaciteit. De marges kunnen dan flink onder druk komen te staan.

Sommige bedrijven zullen omvallen. Dit geeft aan dat het bedrijven en beleggingen zijn met een hoger risicoprofiel. Maar daar staat wel een interessant groeipotentieel van de markt in totaliteit tegenover." □