

Das Rendite-Dilemma von Investments in erneuerbare Energien

In der jüngsten Ausgabe unserer *Insights*-Reihe ([Megatrends in unseren Portfolios – eine Schlüsselkomponente strukturellen Wachstums im Fokus](#)) heben wir die Grüne Revolution als einen der drei wichtigsten strukturellen Megatrends für das nächste Jahrzehnt und darüber hinaus hervor. Einer der bedeutendsten Treiber dieser Revolution ist die Verlagerung der Wirtschaft weg von fossilen Brennstoffen und hin zu Netto-Null-Emissionen. Erneuerbare Energien spielen hier natürlich eine herausragende Rolle und so sind wir auch davon überzeugt, dass der Kampf gegen den Klimawandel den erneuerbaren Energien einen dauerhaften Wachstumsrückwind verleihen wird. Nichtsdestotrotz finden sich vergleichsweise wenige Unternehmen aus diesem Sektor in unseren Portfolios wieder. In dieser *Spotlight*-Ausgabe wollen wir darauf eingehen, warum wir trotz des starken Trends nur selektive Investment Chancen sehen.

2020 war ein Gewinnerjahr für erneuerbare Energien. Beflügelt von politischer Unterstützung aus allen Ecken der Welt (z.B. der Green Deal der EU, der neue Fünfjahresplan der Chinesen und die Wahlversprechen der US-Demokraten) und einer immer größer werdenden Nachfrage bei Investoren, erlebten Aktien aus direkt profitierenden und angrenzenden Industrien eine beeindruckende Hausse. Hier gibt es eine Vielzahl an Aktien aus der Windkraft-, Solar- oder Wasserstoff-Industrie, die im letzten Jahr mehrere hundert Prozent zulegen konnten. Hier genügt es zu erwähnen, dass der iShares Global Clean Energy ETF – ein Korb aus Aktien in diesem Segment – im Jahr 2020 über 140% hinzugewinnen konnte. Beim MSCI World waren es vergleichsweise magere 17% (für uns im Übrigen trotzdem ein beachtliches Ergebnis, insbesondere für ein Corona-Jahr).

Abb. 1: Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen

	05/20 – 05/21	05/19 – 05/20	05/18 – 05/19	05/17 – 05/18	05/16 – 05/17	2020
iShares Global Clean Energy ETF	93,5%	21,1%	5,6%	14,8%	3,4%	141,8%
MSCI World Index	41,5%	7,4%	0,3%	12,2%	17,1%	16,5%

Quelle: Bloomberg, in USD

Diese äußerst positive Preisentwicklung wurde von manch einem als Signal dafür interpretiert, dass sich der Trend hin zu erneuerbaren Energien und damit in Verbindung stehende Aktien doch auch in einem größeren Maße in einem Quality Growth Portfolio wiederfinden sollte. Diese Frage wird uns zumindest immer häufiger gestellt und so wollen wir in diesem *Spotlight* darauf eingehen, **warum wir vergleichsweise wenig in diesem Marktsegment investiert sind.**

Über die gesamte Berenberg Equity Plattform hinweg setzen wir gezielt auf Unternehmen, die von strukturellen Wachstumstrends profitieren. Einer dieser Trends ist mit Sicherheit auch der hin zu erneuerbaren Energien. Wir sind überzeugt davon, dass der immer größer werdende Druck, den Klimawandel zu

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Funds and Solutions:

- Insights
- ▶ Spotlight
 - Equities
 - Fixed Income
 - Multi Asset
 - Systematic Solutions
 - Overlay
 - ESG

Spotlight bietet Einblicke in das Berenberg Produktuniversum und beleuchtet Schlüsselthemen im Zusammenhang mit aktuellen Marktentwicklungen.



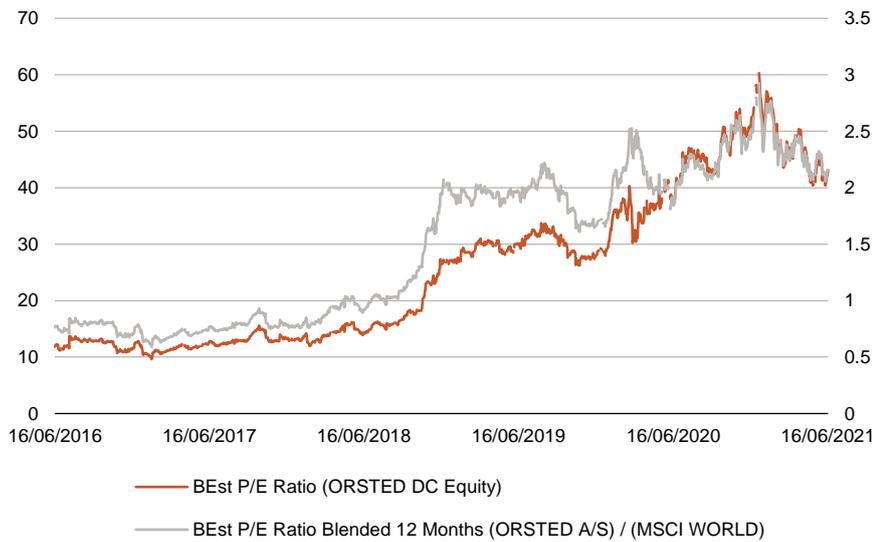
bekämpfen, sich auch in nachhaltigen Wachstumszahlen niederschlagen wird. Unterstützt wird dieser Trend nämlich nicht nur von Seiten der Regierungen, sondern auch von den Unternehmen, welche mehr denn je Geld in die Hand nehmen, um in diesen neu entstandenen Märkten gut aufgestellt zu sein. Dies führt zu technologischer Innovation, breiteren Produktpaletten und niedrigeren Kosten. Hinzu kommt eine stetig größer werdende Nachfrage der Verbraucher für ein nachhaltiges Angebot. Durch eine positive Wechselwirkung beschleunigen sich diese verschiedenen Treiber gegenseitig und sorgen so für anhaltende Wachstumsraten.

Der strukturelle Trend ist für uns allerdings nicht allein entscheidend. Das Wachstum muss auch profitabel sein und in attraktiven Kapitalrenditen resultieren. Darüber hinaus hat alles seinen Preis. Als Investoren in hochwertige Wachstumsunternehmen sind wir durchaus höhere Bewertungen gewohnt. Aber die Bewertung muss immer im Verhältnis mit der Profitabilität und Nachhaltigkeit des Wachstums bestehen.

Wir investieren nur in Unternehmen, die über lange Zeiträume außergewöhnliche Kapitalrenditen abwerfen. Dies ist nur den Unternehmen ermöglicht, die von starken Wettbewerbsvorteilen profitieren. Nicht jedes Unternehmen, welches einem strukturellen Wachstumstrend ausgesetzt ist, kann dieses Kriterium erfüllen. Es gibt sogar ganze Industrien, die zwar stark wachsen, in denen sich aber kein Unternehmen von der Menge absetzen kann, sondern der Kuchen unter vielen aufgeteilt werden muss.

Ein gutes Beispiel hierfür ist das Geschäft der Betreiber von Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien. Erneuerbare Energien sind ein Markt, der in den letzten Jahren enorme Wachstumsraten vorweisen konnte. Allerdings geht dieses Wachstum zusehends mit fallenden Kapitalrenditen einher. So plante der weltweit größte Betreiber von Offshore-Windparks, das dänische Unternehmen **Orsted**, 2017 noch mit Renditen von bis zu 10% für neue Windprojekte im Zeitraum bis 2025. In den letzten Jahren musste Orsted seine Zielrenditen jedoch schrittweise reduzieren und geht mittlerweile von etwas über mittleren einstelligen Prozentwerten bis 2027 aus (Quelle: Orsted). Der deutsche Konkurrent, **RWE**, schätzt ebenso, dass in entwickelten Windmärkten nur noch 5,5 – 8,5% Renditen möglich sind. Ein ähnliches Bild lässt sich im Markt für Solarprojekte in Europa skizzieren. Woran liegt das? **Das attraktive Geschäft hat viele Wettbewerber angelockt.** Neben den klassischen Betreibern sind da zum Beispiel viele institutionelle Investoren wie Versicherer und Pensionskassen, welche in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld zusehends nach alternativen Anlagemöglichkeiten suchen. Hinzu kamen zuletzt auch noch eine Reihe an großen Öl-Konzernen, die sich von den Projekten erhoffen, ihre langfristigen Klimaziele zu erreichen. Mangels signifikanter Wettbewerbsvorteile bleibt Orsted trotz seiner Größe nichts anderes übrig, als mitzubieten und sich mit geringeren Renditen zufrieden zu geben. Dies ist nur ein Beispiel, jedoch spiegelt es das Wettbewerbsumfeld gut wider und erklärt, warum wir hier vorsichtig vorgehen.

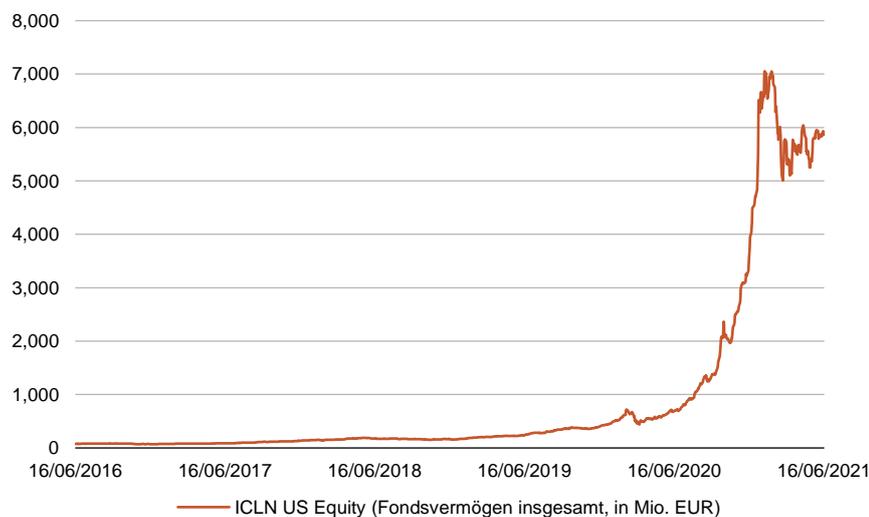
Abb. 2: Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnis von Orsted



Quelle: Bloomberg, 16.06.2021.

Ein weiterer Grund für unsere Zurückhaltung lässt sich auf die Bewertungen im Markt zurückführen. Bleiben wir beim Beispiel Orsted. Wie bereits erwähnt, musste das Unternehmen in den letzten Jahren seine Erwartungen für Projektrenditen signifikant nach unten schrauben. Über denselben Zeitraum hat sich die Bewertung der Aktie allerdings in die entgegengesetzte Richtung entwickelt. **Seit 2018 ist der zwölf Monate in die Zukunft schauende KGV nämlich von 15x auf zuletzt 40x gestiegen (noch zum Jahresbeginn waren es sogar 60x).** Über den gleichen Zeitraum stieg die Bewertung des MSCI World von 14x auf knapp 18x. So besteht mittlerweile ein relativer Bewertungsunterschied von über 120%, was letztlich auch einen Großteil der Preisentwicklung erklärt (Quelle: Bloomberg). Die gleiche Analyse mit dem gleichen Ergebnis lässt sich für eine beliebige Anzahl an weiteren Aktien aus diesem Segment replizieren.

Abb. 3: Gesamtvermögen des iShares Global Clean Energy ETF



Quelle: Bloomberg, 16.06.2021.



Dies wirft die folgende Frage auf: Was führt eigentlich zu dieser signifikanten Prämienausweitung der Unternehmen aus dem Bereich der erneuerbaren Energien? **Unserer Meinung nach sind es vor allem die Kapitalflüsse der Investoren, die die Bewertungen in die Höhe treiben.** So sahen die verwalteten Vermögen von ESG Fonds rasante Zuflüsse im letzten Jahr und ließen, laut Morningstar, die beachtliche Marke von 1,5 Billionen US-Dollar hinter sich. Noch vor nur fünf Jahren waren es gerade mal 500 Milliarden US-Dollar. Hinzu kommen ESG-ETFs, die, laut Bloomberg, allein im Jahr 2020 ihr verwaltetes Vermögen um weitere 89 Milliarden US-Dollar aufgestockt sahen. Von diesem Trend profitieren auch ETFs, die sich explizit auf erneuerbare Energien konzentrieren, wie der zuvor erwähnte iShares Global Clean Energy ETF. **Diese große Nachfrage nach regelbasierten Investmentfonds führt dazu, dass die unterliegenden Aktien kontinuierlichem Kaufdruck ausgesetzt sind.** Sollte sich dies einmal ändern, wie wir es auch im ersten Quartal 2021 erlebt haben, können die Kurse eben auch dem Gummibandeffekt in die andere Richtung ausgesetzt sein. Zu diesem Zeitpunkt in diese Unternehmen investiert zu sein, gilt zu vermeiden.

Während wir uns momentan mit Investitionen rund um den Trend hin zu erneuerbaren Energien schwertun, gibt es durchaus andere Chancen rund um die Grüne Revolution, die wir höchst attraktiv finden.

Die Elektrifizierung des Autos stellt einen solchen Trend dar und – getrieben von unterstützender Regulatorik, technologischem Fortschritt und wachsender Akzeptanz beim Konsumenten – nimmt er rasant an Fahrt auf. Während es noch schwer zu erkennen ist, welcher Autobauer am Ende das Rennen macht, gibt es durchaus einige interessante Unternehmen in der Wertschöpfungskette. Ein Beispiel hierfür ist der deutsche Halbleiterhersteller **Infineon**. Halbleiter sind von essenzieller Bedeutung für elektrische Fahrzeuge. Im Vergleich zum Verbrennungsmotor benötigt ein elektrisches Fahrzeug vier bis fünf Mal mehr Halbleiter. Trotz der energieintensiven Prozesse zur Halbleiter-Produktion, schafft es Infineon mit selbst emittierten 1,61 Mio. Tonnen CO₂-Äquivalent mit ihren Produkten bzw. der finalen Anwendung rund 56 Mio. Tonnen CO₂-Äquivalent einzusparen (Verhältnis ca. 1:35, Quelle: Infineon). Mit seinen mehr als 40 Jahren Erfahrung mit Automotive-Halbleitern und einer besonders starken Marktposition bei den kritischen Leistungshalbleitern (2x höhere Marktanteile als die globale Nummer 2), könnte Infineon vom starken Wachstum profitieren. Infineon war auch in der Lage, über die letzten Jahre Renditen auf das eingesetzte Kapital zu generieren, welche deutlich im zweistelligen Bereich lagen.

Unser Fazit: Der Trend hin zu mehr Nachhaltigkeit und erneuerbaren Energien bleibt spannend und sollte langfristig attraktive Wachstumsraten aufweisen. Allerdings muss sich dieses Wachstum auch in attraktiven Kapitalrenditen und positiven Cashflows niederschlagen. Dafür bedarf es eines attraktiven Wettbewerbsumfeldes und hohen Eintrittsbarrieren. Darüber hinaus müssen die identifizierten Chancen auch auf attraktiven Bewertungen handeln. Wir wollen also nicht der letzte sein, der auf den berühmten fahrenden Zug aufspringt. Das erklärt auch, warum wir uns im Berenberg Sustainable World Equities Fonds bis dato bei den Investitionen in den Bereich der erneuerbaren Energien zurückhalten. Das Fondskonzept ist zwar konkret darauf ausgelegt, in Unternehmen zu investieren, die für globale Herausforderungen - wie natürlich auch den Klimawandel - Lösungen anbieten. Aber unsere Qualitäts- und Bewertungskriterien müssen ebenfalls erfüllt werden. Da dies



momentan kaum der Fall ist, macht dieses Thema nur ein kleines Gewicht im Portfolio aus. Sollte sich daran etwas ändern, stehen wir natürlich bereit, neue Chancen zu nutzen.



INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Matthias Born | Head of Investments & CIO Equities bei Berenberg Wealth & Asset Management

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Niederlassung Frankfurt
Bockenheimer Landstraße 25
60325 Frankfurt am Main

AUTOR



Bernd Deeken

Portfoliomanager / ESG-Spezialist, Wealth & Asset Management

CO-AUTOR



Justus Schirmacher

Portfoliomanager, Wealth & Asset Management

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Funds and Solutions:

- Insights
- ▶ **Spotlight**
- Equities
- Fixed Income
- Multi Asset
- Systematic Solutions
- Overlay
- ESG

Berenberg Aktienkompetenz



WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktuellen Jahrs und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des -jeweiligen- Fonds zu entnehmen sind. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts »berenberg« unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. © 2021 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Datum 21.06.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de/
funds@berenberg.com