

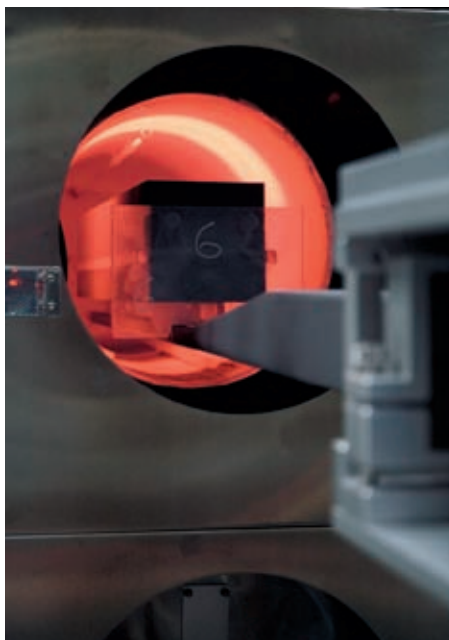
tot 802 miljoen euro. De geforceerde verkoop van het belang in REC, dat zelf ook in hoge nood verkeerde, bracht boekverliezen met zich mee van zo'n 600 miljoen euro. In combinatie met operationele verliezen en herstructureringslasten liep het nettoverlies op tot 1.356 miljoen euro. Een converteerbare lening van 492 miljoen euro die in 2012 afliep, moest op voorhand worden gefinancierd met een nieuwe convertible met een looptijd tot 2015. Daarnaast was een aandelenemissie noodzakelijk die slechts tegen een sterk verwaterende koers van 2,19 euro per aandeel kon worden geplaatst.

De emissie vond plaats in een Duitse markt waar het sentiment al tot het nulpunt was gezonken door de verlaging van overheidssubsidies die worden verleend in de vorm van 'feed-in'-tarieven, prijzen waartegen opgewekte zonne-energie aan het bestaande elektriciteitsnet wordt geleverd.

Circa vijfhonderd banen werden geschrapt en een reorganisatie moest de productiekosten tegen eind dit jaar met 25 procent reduceren. Q-Cells zal zich in het vervolg meer op kleinschalige systemen richten. De productie van dunne film, die al in 2008 bij dochter Solibro werd opgestart, zal meer nadruk gaan krijgen. Solibro's dunnefilmtechnologie – gebaseerd op halfgeleidermateriaal bestaande uit een relatief goedkope verbinding van koper, indi-

um, gallium en selenium – behaalt een efficiency van 12,3 procent. De productiecapaciteit van Solibro is echter met 30 MW nog zeer ten opzichte van die van Q-Cells die zonnecellen produceert op basis van silicium.

Heronderhandelingen over de aanpassing van de langlopende afnamecontracten voor polysilicium zijn volgens Q-Cells inmiddels met succes afgerond. Tegen de huidige marktprijs van circa 90 dollar per kilo kan



aanmerkelijk gunstiger worden geproduceerd. Q-Cells zal daarom waarschijnlijk trouw blijven aan silicium; eventueel zal het gebruik gaan maken van de minder zuivere maar goedkopere multikristallijne variant ervan, die ook goed geschikt is voor de fabricage van zonnecellen. Q-Cells realiseert met dit materiaal een efficiency van 17 procent en verwacht deze in 2011 tot 20 procent verbeterd te hebben.

Na de herstructurering lijkt Q-Cells voorlopig uit de gevarenzone. De omzet is in elk van de eerste drie kwartalen aanzienlijk toegenomen, in totaal met 73 procent. Alleen in het eerste kwartaal werd nog een klein operationeel verlies geleden. Over het hele jaar moet de omzet kunnen uitkomen op 1,2 miljard euro met een operationele winst van circa 40 miljoen euro. Onder aan de streep zal echter nog een verlies staan als gevolg van aanmerkelijk hogere financieringslasten. Q-Cells onthoudt zich van uitspraken over 2011, gelet op de heersende onzekerheden. Gefaseerde afbouw van de Duitse feed-intarieven na de recente korting met 13 procent blijft een bedreiging vormen.

ANGELS EN VOETKLEMMEN

Het is duidelijk dat de zonne-energiesector een beleggingsveld is vol angels en voetklemmen, niet in het minst door de afhankelijkheid van subsidies. Boven alles uit torent echter toch het lonkend perspectief dat zonne-energie een van de minst problematische onder de hernieuwbare energievormen is. Voor wie geduld heeft en een sterke maag biedt de sector zeker perspectief.

Q-Cells wordt momenteel gewaardeerd op een niveau waaruit kan worden afgeleid dat beleggers geen vertrouwen meer hebben in herstel. Het bedrijf heeft nog slechts een marktwaarde van 460 miljoen euro. Mocht het bedrijf zich toch hervinden, dan biedt het aandeel veel potentieel. Een terugkeer tot een winstniveau van 100 miljoen euro in 2011 of 2012 geeft het aandeel een koerswinstverhouding van 4,6. Het is echter zeer speculatief.

First Solar lijkt al met al een veiliger belegging. Interessant is bovendien dat General Electric in oktober besloot naast windenergie ook fors in zonne-energie te stappen. Opvallend is dat het exact hetzelfde dunnefilmsegment heeft gekozen waarin First Solar nu de leidende positie inneemt. Het is geenszins uit te sluiten dat laatstgenoemde zich voor General Electric kwalificeert als een geschikte overnamekandidaat. ■

Q-CELLS (QCE.F)

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T |
|----------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|--------|
| Omzet | 129 | 299 | 540 | 859 | 1.251 | 802 | 1.300 | 1.600 |
| Ebit | 20 | 63 | 129 | 197 | 205 | -486 | 34 | 150 |
| Nettowinst voor incident. | 12 | 40 | 97 | 148 | 191 | -755 | -20 | 100 |
| Buitengewoon result. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -601 | -30 | 0 |
| Nettowinst (€ mln) | 12 | 40 | 97 | 148 | 191 | -1.356 | -50 | 130 |
| EV/Balanstotaal | 30,7% | 70,4% | 69,3% | 70,8% | 66,2% | 33,2% | 34,8% | 36,0% |
| Rendement TV | 16,8% | 22,2% | 23,7% | 12,2% | 7,6% | -19,2% | 1,5% | 6,3% |
| Rendement EV | 34,6% | 22,4% | 25,5% | 13,1% | 10,3% | -57,8% | -2,6% | 11,8% |
| Ebitmarge | 15,2% | 21,1% | 24,0% | 22,9% | 16,4% | -60,6% | 2,6% | 9,4% |
| Nettowinstmarge | 9,3% | 13,3% | 18,0% | 17,3% | 15,2% | -94,2% | -1,5% | 6,3% |
| WpA (gecont. activ.) | € 0,59 | € 0,59 | € 1,24 | € 1,35 | € 1,69 | -€ 11,81 | -€ 0,17 | € 0,57 |
| Uitst. aand. (mln) | 74,0 | 106,7 | 111,3 | 112,0 | 112,7 | 114,0 | 120,0 | 176,3 |
| Koers ult. & 19/11/10 | -- | € 24,63 | € 34,07 | € 97,60 | € 25,30 | € 11,40 | € 2,60 | |
| K/W | | 41,7 | 27,5 | 72,3 | 14,9 | -- | -- | 4,6 |
| Marktkapitalisatie (€ mrd) | | 2,6 | 3,8 | 10,9 | 2,9 | 1,3 | 0,5 | |