

# Photon Energy NV

Niederlande | Renewables | Marktkapitalisierung EUR 29,1 Mio.

20-Nov-25

UPDATE



## Q3 solide dank Einmaleffekten, Spek. KAUFEN

### What's it all about?

Photon Energy erzielte im dritten Quartal 2025 einen Umsatz von 24,3 Mio. EUR (+6,2 % ggü. VJ), wobei das starke Wachstum in den Bereichen Technologie und New Energy den starken Rückgang im Bereich Engineering und die schwächere Stromerzeugung aufgrund von TSO-verordneten Abschaltungen und regulatorischen Änderungen in Rumänien ausglich. Das EBITDA stieg auf 4,5 Mio. EUR (+18 % ggü. VJ), was durch einen Einmaleffekt von 1,4 Mio. EUR begünstigt wurde, während die zugrunde liegende Performance aufgrund eines ungünstigen Mixes und einer Sonderabschreibung schwächer ausfiel. Die bereinigte Eigenkapitalquote bleibt mit 25,6 % Covenant-konform. Das vierte Quartal dürfte vom geplanten Verkauf des Domanowo-Projekts und den verzögerten polnischen Kapazitätzahlungen profitieren. Das Management hält an der Prognose für das Geschäftsjahr 2025 fest (Umsatz von 100–110 Mio. EUR, jetzt am unteren Ende erwartet, EBITDA von 9 Mio. EUR), was auf ein starkes viertes Quartal hindeutet. Die langfristigen Chancen in neuen Technologien bleiben attraktiv, und wir bestätigen unsere Empfehlung „Spek. KAUFEN“ mit einem Kursziel von 1,00 EUR.

**Spek. KAUFEN** (Spek. KAUFEN)

<b>Kursziel</b>	<b>EUR 1,00</b> (1,00)
Aktueller Kurs	EUR 0,47
Kurspotenzial	110,5%



ANALYST

**Dr. Oliver Wojahn, CFA**

o.wojahn@mwb-research.com  
+49 40 309 293-55



# Photon Energy NV

Niederlande | Renewables | Marktkap. EUR 29,1 Mio. | EV EUR 190,0 Mio.

**Spek. KAUFEN** (Spek. KAUFEN) **Kursziel** **EUR 1,00 (1,00)**  
Aktueller Kurs EUR 0,47  
Kurspotenzial 110,5%

**ANALYST**  
**Dr. Oliver Wojahn, CFA**  
o.wojahn@mwb-research.com  
+49 40 309 293-55

## Q3 solide dank Einmaleffekten, Spek. KAUFEN

**Umsatz in Q3 um 6 % gestiegen.** Photon Energy hat die Zahlen für Q3 veröffentlicht. Der Umsatz für Q3 25 belief sich auf 24,3 Mio. EUR (+6,2 % ggü. VJ). Wachstumsmotor war erneut das Segment Technologie, dessen Umsatz sich aufgrund der starken Nachfrage nach Modulen und Batterien in der CEE-Region auf 5,4 Mio. EUR (+146 % ggü. VJ) mehr als verdoppelte. Auch der Bereich New Energy entwickelte sich mit einem Anstieg von 38 % ggü. VJ auf 8,9 Mio. EUR gut, unterstützt durch zusätzliche Kapazitätsmarktauktionen in Polen. Diese Zuwächse wurden jedoch durch einen Rückgang der Umsätze aus der Stromerzeugung um 14 % auf 7,8 Mio. EUR gedämpft. Dieser Rückgang ist auf einen Rückgang der Erzeugungsleistung um 9 % zurückzuführen, der durch den Verkauf von Vermögenswerten in Australien und, was gravierender ist, durch vom Übertragungsnetzbetreiber angeordnete Stilllegungen und regulatorische Änderungen in Rumänien verursacht wurde. Die Umsätze im Engineering gingen nach Abschluss des Pukenui-Projekts deutlich zurück (-69 %).

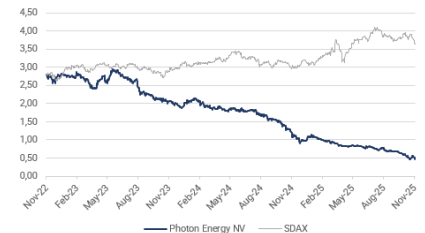
**EBITDA durch Einmaleffekte gestützt.** Das EBITDA in Q3 verbesserte sich auf 4,5 Mio. EUR (+18 % im Jahresvergleich). Das Ergebnis beinhaltet jedoch einen Beitrag von 1,4 Mio. EUR aus dem Verkauf der Rechte am Yadnarie-Projekt an AGL. Ohne diese Veräußerung blieb das Geschäft hinter den Erwartungen zurück. Der Bereich Engineering entwickelte sich deutlich schlechter und verzeichnete aufgrund von Kostenüberschreitungen und Strafen beim Pukenui-Projekt ein negatives EBITDA von -2,0 Mio. EUR. Darüber hinaus verbuchte Photon Energy eine Wertminderung in Höhe von 1,6 Mio. EUR, die in erster Linie mit Software-Abschreibungen im Bereich New Energy zusammenhängt. Der operative Cashflow schwächte sich im dritten Quartal aufgrund von nicht zahlungswirksamen Posten und Veränderungen im Working Capital auf 2,3 Mio. EUR ab (Q3 24: 6,9 Mio. EUR).

**Covenant hat noch Puffer.** Die ausgewiesene Eigenkapitalquote sank zwar auf 24,2 % und lag damit unter der in der Green-Bond-Vereinbarung geforderten Schwelle von 25 %, doch unter Berücksichtigung der zulässigen Ausnahmeregelung aufgrund regulatorischer Änderungen in Ungarn und Rumänien liegt die Quote bei 25,6 %. Obwohl die Anforderungen erfüllt sind, ist der Puffer gering (60 Basispunkte), sodass im vierten Quartal wenig Spielraum für Fehler bleibt.

- Fortsetzung nächste Seite -

Photon Energy NV	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz	94,2	70,6	89,9	100,3	111,2	123,9
Wachstum yoy	159,1%	-25,0%	27,3%	11,5%	10,9%	11,4%
EBITDA	24,1	6,8	7,8	8,9	14,9	18,7
EBIT	14,5	-5,2	-2,8	-3,6	1,6	4,6
Jahresüberschuss	4,3	-0,5	-9,4	-9,4	-8,1	-6,8
Nettoverschuldung	127,3	166,8	160,3	181,6	202,4	219,9
Nettoversch./EBITDA	5,3x	24,4x	20,5x	20,4x	13,6x	11,8x
Gewinn pro Aktie	0,07	-0,01	-0,15	-0,15	-0,13	-0,11
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertragsmarge	53,1%	47,8%	57,8%	56,7%	64,7%	66,8%
EBITDA-Marge	25,5%	9,7%	8,7%	8,9%	13,4%	15,1%
EBIT-Marge	15,4%	-7,4%	-3,1%	-3,5%	1,4%	3,7%
ROCE	6,6%	-2,0%	-1,1%	-1,4%	0,6%	1,6%
EV/Umsatz	1,7x	2,8x	2,1x	2,1x	2,1x	2,0x
EV/EBITDA	6,5x	28,8x	24,3x	23,8x	15,6x	13,4x
EV/EBIT	10,7x	-37,8x	-69,0x	-59,4x	148,9x	54,3x
KGV	6,8x	-63,4x	-3,1x	-3,1x	-3,6x	-4,3x

Quelle: Unternehmensdaten, mwb research



Quelle: mwb research

**Hoch/Tief 52 W.** 1,15 / 0,46  
**Kurs/Buchwert** 0,5x

### Ticker / Symbols

ISIN NL0010391108  
WKN A1T9KW  
Bloomberg P7V:GR

### Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	GjA
2025E	alt	103,3	-3,5	-0,15
	Δ	-2,9%	na%	na%
2026E	alt	111,2	1,6	-0,13
	Δ	0,0%	0,0%	na%
2027E	alt	123,9	4,6	-0,11
	Δ	0,0%	0,0%	na%

### Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 61,24  
Buchwert p.A.: (in EUR) 0,99  
Ø Handelsvol.: (52 W.) 33.236

### Aktionärsstruktur

Solar Future 33,7%  
Solar Power to the People 32,2%  
Solar Age Investments 1,8%  
Streubesitz 30,6%

### Unternehmensbeschreibung

Photon Energy NV ist ein in den Niederlanden ansässiges Unternehmen für Solarenergie und Wasseraufbereitungslösungen, das den gesamten Lebenszyklus seiner Technologien abdeckt. Das Unternehmen entwickelt Projekte in Australien, Ungarn, Polen und Rumänien und bietet Betriebs- und Wartungsdienstleistungen weltweit an. Das Unternehmen hat Niederlassungen in Europa und Australien.



Photon Energy verfügt jedoch über einen klaren Fahrplan, um die Anforderungen im Q4 weiterhin zu erfüllen: Der wichtigste Hebel ist die Monetarisierung der Entwicklungspipeline, die durch die Erzielung von Gewinnen und den Abbau von Schulden die Quote von beiden Seiten verbessert. Das Management geht davon aus, dass der Verkauf des 20,3-MWp-Projekts Domanowo in Polen im Q4 25 abgeschlossen wird. Da sich dieses Projekt in der baureifen Phase befindet, wird der Verkauf wahrscheinlich einen Gewinn generieren. Darüber hinaus wurde im Oktober eine aufgrund eines regulatorischen Streits in Polen ausgesetzte Kapazitätsmarktzahlung in Höhe von 1,5 Mio. EUR geleistet, was ebenfalls zu einer Verbesserung der Eigenkapitalquote durch eine direkte Erhöhung des EBITDA führen dürfte.

**Guidance bestätigt, Spek. KAUFEN.** Das Management hält an seiner Prognose für das Geschäftsjahr 2025 mit einem Umsatz von 100 bis 110 Mio. EUR (konkretisiert auf das untere Ende der Spanne) und einem EBITDA von 9 Mio. EUR fest. Das Erreichen des EBITDA-Ziels setzt eine gute Performance im vierten Quartal voraus, insbesondere den Abschluss des Verkaufs von Domanowo und den Eingang der verspäteten Zahlungen aus dem polnischen Kapazitätsmarkt. Langfristig verfügt Photon Energy über ein erhebliches Potenzial in neuen Technologien und Märkten, darunter Demand Response und Kapazitätsmärkte sowie Raygen und PFAS-Sanierung. Wir bestätigen unsere Bewertung „Spek. KAUFEN“ und unser Kursziel von 1,00 EUR für Anleger, die bereit sind, kurzfristige Risiken einzugehen, um von langfristigen Chancen zu profitieren.

Die folgende Tabelle zeigt die vierteljährliche Performance von **Photon Energy NV**:

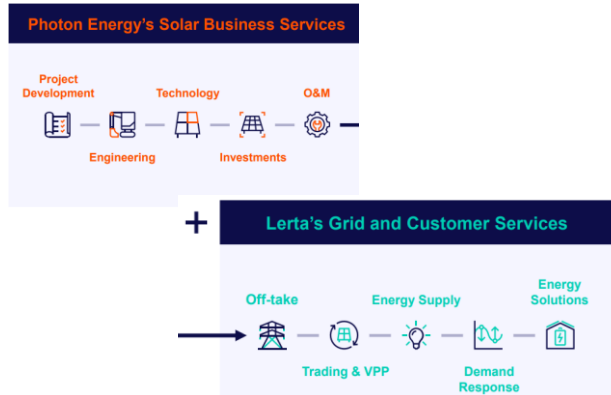
Quartalstabelle	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025
Umsatz	11,2	17,4	23,9	22,9	25,1	22,0	25,7	24,3
yoy Wachstum in %	-43,6%	-9,9%	14,1%	18,9%	124,1%	26,9%	7,5%	6,2%
Rohrertrag	3,8	9,3	15,2	14,7	12,1	11,2	13,6	14,0
Rohertragsmarge in %	72,4%	53,5%	63,4%	64,5%	48,1%	50,9%	53,0%	57,7%
EBITDA	-1,0	0,8	5,3	3,8	-1,1	1,2	2,8	4,5
EBITDA-Marge in %	2,4%	4,5%	22,1%	16,6%	-4,5%	5,5%	11,0%	18,5%
EBIT	-2,7	-1,4	2,3	0,4	-4,4	-0,8	-0,5	-0,4
EBIT- Marge in %	-27,3%	-8,2%	9,5%	1,7%	-17,4%	-3,6%	-1,9%	-1,5%
EBT	-5,3	-2,3	-2,6	-2,5	-7,0	-3,4	-3,5	-2,5
Steuern	0,8	-1,0	0,2	0,5	-0,4	0,3	-0,2	0,2
Steuerquote in %	-20,0%	43,0%	-6,2%	-20,7%	6,4%	-10,2%	6,3%	-7,2%
Nettogewinn	-6,2	-1,3	-2,8	-3,0	-6,5	-3,7	-3,3	-2,7
yoy Wachstum in %	na%	na%	-14,8%	37,6%	6,0%	180,5%	16,8%	-10,1%
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,04</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research



# Investment Case in sechs Grafiken

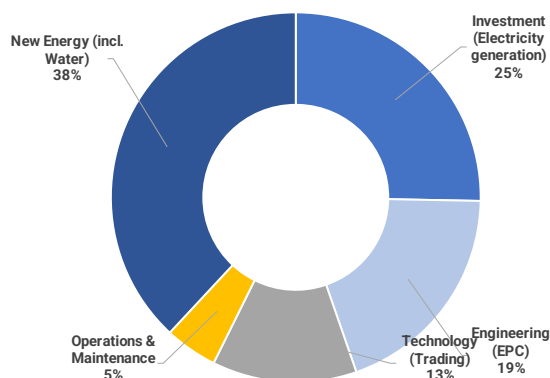
## Geschäftsmodell



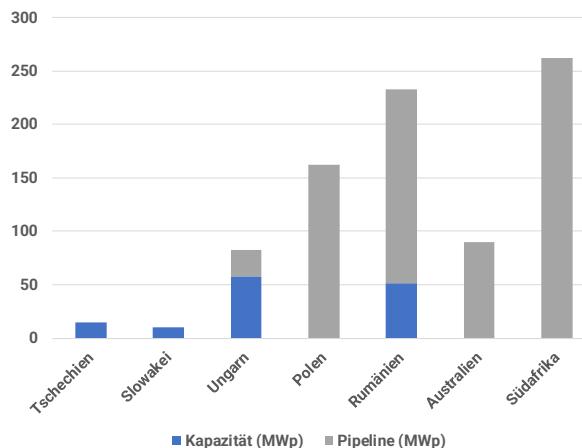
## Geographische Präsenz



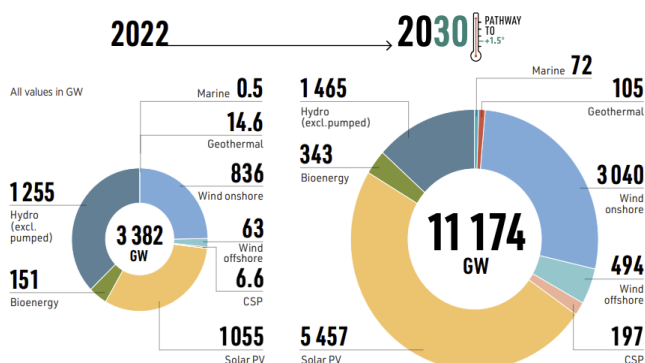
## Externe Umsatzanteile (2024)



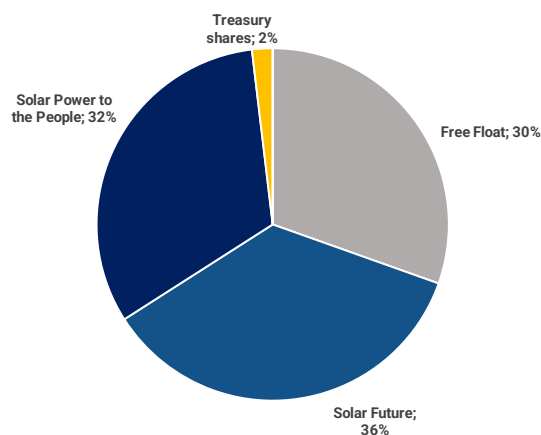
## Kapazität und Pipeline



## Photovoltaik wächst am schnellsten



## Aktionariat



Quellen: Photon Energy, mwb research, IRENA



# SWOT-Analyse

## Stärken

- Frühzeitiger Einstieg in den PV-Markt und Expertise über den gesamten Lebenszyklus des Systems
- einzigartiger Fokus und Verständnis für den CEE-Markt
- hohe ESG-Glaubwürdigkeit -> Green Bond
- transparente und detaillierte Berichterstattung und umfassende Kapitalmarktkommunikation
- erfahrenes Managementteam und hohe Standards in der Unternehmensführung

## Schwächen

- noch ein relativ kleiner Akteur im Solarmarkt
- hoher Verschuldungsgrad und Kapitalbedarf zur Erfüllung der Pipeline
- starke Saisonalität im Solargeschäft
- Analyse der zugrundeliegenden Rentabilität aufgrund der Art des Geschäfts komplex (Wechselkurs- und Derivateeffekte, starker Beitrag des OCI, Kapitalgewinne aus dem Weiterverkauf von Projekten und hoher Anteil interner Umsätze in den Geschäftssegmenten)

## Chancen

- Fragmentierter Wettbewerb im PV-Sweetspot von 1 MWp bis 20 MWp
- Solarstrom endlich wettbewerbsfähig ohne Subventionen
- Zugang zu vielversprechender Technologie (RayGen) durch Kapitalbeteiligung
- Aufholpotenzial in CEE und eine gut gefüllte Projektpipeline
- hohe Preise für fossile Energie und geopolitischer Rückenwind
- zunehmendes Interesse an Behind-the-meter-Projekten
- der steigende Anteil erneuerbarer Energien führt zu einer größeren Nachfrage nach Netzflexibilität und VPP-Dienstleistungen
- PFAS-Wassersanierung als potenziell riesiger Markt

## Bedrohungen

- Geschäftsbereich Wasser könnte den Management-Fokus ablenken
- volatile Marktpreise
- Risiko von Großprojekten (Kostenüberschreitungen, veränderte Marktbedingungen während der Entwicklung usw.)
- regulatorische Risiken, zum Beispiel rückwirkende Anpassungen der Einspeisetarife



# Bewertung

## DCF Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 1,00** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass Photon Energy NV weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2025E-2032E bei 5,0% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von -1,4% in 2025E bis auf 7,5% in 2032E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von 1,06. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 0,45. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 8,8%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 7,5%, einem Steuersatz von 25,0% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 2,0 ergibt sich ein langfristiger WACC von 6,7%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Endwert
NOPAT	-3,4	1,5	4,4	5,4	5,3	5,7	6,9	6,9	
Abschreibung & Amortis.	12,5	13,3	14,1	14,1	14,1	14,2	14,6	15,1	
Änderung des w/c	-4,9	-4,4	-3,0	-0,7	-0,3	1,1	0,0	0,5	
Änderung Rückstellungen	1,0	1,5	1,7	0,6	0,4	0,6	0,4	0,4	
Capex	-13,7	-15,6	-15,9	0,0	0,0	-1,1	-1,1	-12,8	
Cash flow	-8,6	-3,7	1,3	19,5	19,6	20,3	20,8	10,0	218,6
Barwert (Gegenwartswert)	-8,5	-3,4	1,1	14,8	13,8	13,3	12,7	5,9	138,0
WACC	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%	8,9%	8,6%	8,4%	7,8%	6,7%

DCF pro Aktie abgeleitet aus		DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Gesamter Barwert	187,8	Planungshorizont durchsch. Wachstum (2025E-2032E)	5,0%
Adj. Halbjahres-Barwert	195,7	Endwert Wachstum (2032E - Unendlichkeit)	2,0%
Nettoverschuldung	160,3	Endwert ROCE	7,5%
Finanzanlagen	26,6	Endwert WACC	6,7%
Rückstellungen	0,5		
Wert des Eigenkapitals	61,4		
Anzahl ausstehender Aktien	61,2		
Discountierter Cash Flow / Aktie		WACC abgeleitet aus	
Discount / (Prämie)	111,0%	Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	7,5%
		Steuersatz	25,0%
		Beta	1,06
		Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	0,45
		Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	2,0
		Relevered beta	1,13
		Risikoloser Zins	2,0%
		Risikoprämie	6,0%
		Eigenkapitalkosten	8,8%
Aktienkurs			
	0,47		

Sensitivitätsanalyse DCF						
WACC		Langfristige Wachstumsrate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	2,0%	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3
	1,0%	0,1	0,3	0,4	0,6	0,8
	0,0%	0,6	0,8	1,0	1,3	1,7
	-1,0%	1,2	1,5	1,9	2,4	3,1
	-2,0%	2,1	2,6	3,4	4,5	6,2
		Anteil Endwert				
		2025E-2028E				
		2029E-2032E				
		Endwert				
		2,2%				
		24,4%				
		73,5%				

Source: mwb research



## FCF-Rendite

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt. **Die bereinigte freie Cashflow-Rendite ergibt einen fairen Wert zwischen EUR -2,62 je Aktie auf der Grundlage von 2025E und EUR -0,68 je Aktie auf der Grundlage von 2029E Schätzungen.**

Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

FCF Rendite EUR Mio.	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>EBITDA</b>	<b>8,9</b>	<b>14,9</b>	<b>18,7</b>	<b>19,8</b>	<b>19,6</b>
- Erhaltungsinvestitionen	10,0	10,7	11,3	11,3	11,3
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3
<b>= Adjustierter FCF</b>	<b>-0,3</b>	<b>5,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,6</b>
<b>Aktuelle MarketCap</b>	<b>29,1</b>	<b>29,1</b>	<b>29,1</b>	<b>29,1</b>	<b>29,1</b>
+ Nettoversch. (-cash)	181,6	202,4	219,9	219,9	211,4
+ Pensionsverpfl.	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Verm-gegenstände	26,6	26,6	26,6	26,6	26,6
- Kumulierte Dividenden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>EV Adjustierungen</i>	155,7	176,5	194,0	194,1	185,6
<b>= Richtiger EV</b>	<b>184,7</b>	<b>205,6</b>	<b>223,1</b>	<b>223,2</b>	<b>214,7</b>
<b>Adjustierte FCF-Rendite</b>	<b>-0,2%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,0%</b>
Basis Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
ESG Adjustierung	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Adj. Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Fairer EV</b>	<b>-5,0</b>	<b>82,8</b>	<b>135,0</b>	<b>153,3</b>	<b>143,8</b>
- EV Adjustierung	155,7	176,5	194,0	194,1	185,6
<b>Faire MarketCap</b>	<b>-160,7</b>	<b>-93,8</b>	<b>-59,0</b>	<b>-40,8</b>	<b>-41,8</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	61,2	61,2	61,2	61,2	61,2
<b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>	<b>-2,62</b>	<b>-1,53</b>	<b>-0,96</b>	<b>-0,67</b>	<b>-0,68</b>
<b>Prämie (-) / Discount (+)</b>	<b>-652,3%</b>	<b>-422,3%</b>	<b>-302,9%</b>	<b>-240,4%</b>	<b>-243,7%</b>

Sensitivitätsanalyse fairer Wert					
Adj. Hurdle Rate	4,0%	-2,7	-0,9	0,1	0,5
	5,0%	-2,6	-1,3	-0,5	-0,2
	<b>6,0%</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>
	7,0%	-2,6	-1,7	-1,3	-1,0
	8,0%	-2,6	-1,9	-1,5	-1,3

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

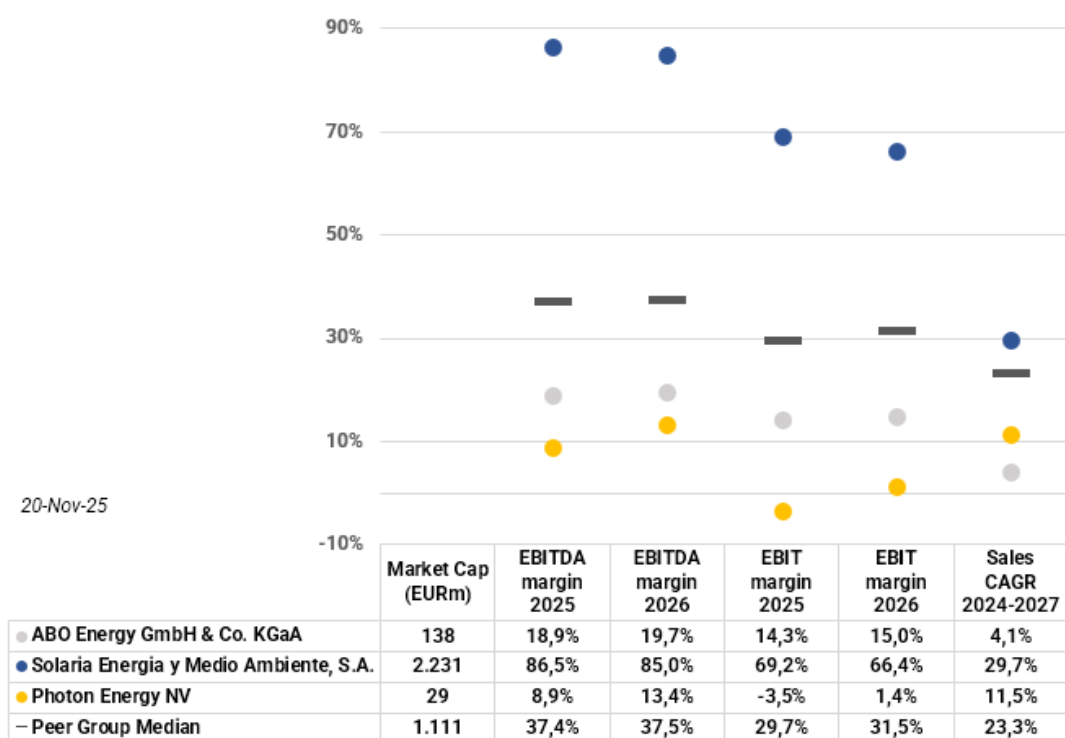
Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 7,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**



## Peer Group-Analyse

Eine Peer-Group-Analyse oder Analyse vergleichbarer Unternehmen ("Comps") ist eine Methode, die den relativen Wert eines Unternehmens berechnet - wie viel es im Vergleich zu anderen ähnlichen Unternehmen wert sein sollte. In Anbetracht der Tatsache, dass sich Photon Energy NV in Bezug auf Größe, strategische Ausrichtung, Bilanzrelationen und Wachstumspfad erheblich unterscheidet, betrachten wir unsere Peer-Group-Analyse lediglich als Unterstützung für andere Bewertungsmethoden. Die Vergleichsgruppe von Photon Energy NV besteht aus den in der nachstehenden Grafik dargestellten Aktien. Am 14. August 2023 betrug der Median der Marktkapitalisierung der Vergleichsgruppe EUR 1.110,9m, verglichen mit EUR 29,1m für Photon Energy NV.

### Peer Group – Basisdaten



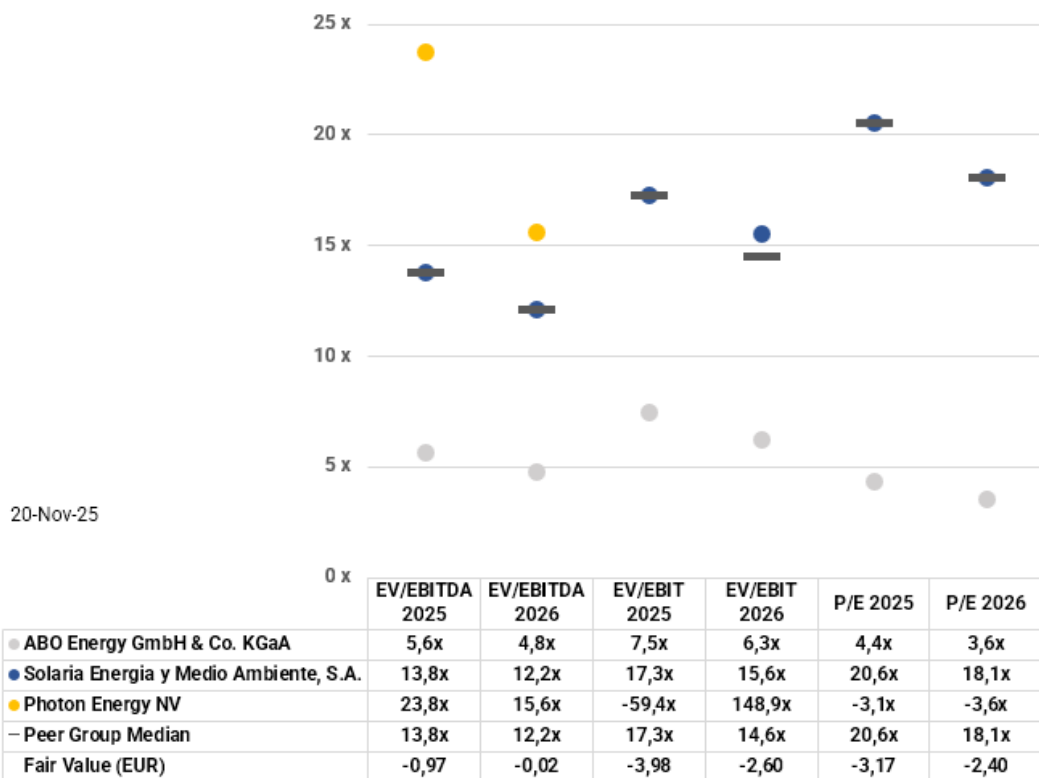
Source: FactSet, mwb research



Die Analyse vergleichbarer Unternehmen basiert auf der Annahme, dass ähnliche Unternehmen ähnliche Bewertungsmultiplikatoren aufweisen. Wir verwenden die folgenden Multiplikatoren: EV/EBITDA 2025, EV/EBITDA 2026, EV/EBIT 2025, EV/EBIT 2026, P/E 2025 und P/E 2026.

**Die Anwendung auf Photon Energy NV ergibt einen Bereich von fairen Werten von EUR 0,01 bis EUR -0,02.**

#### Peer Group – Multiples und Bewertung



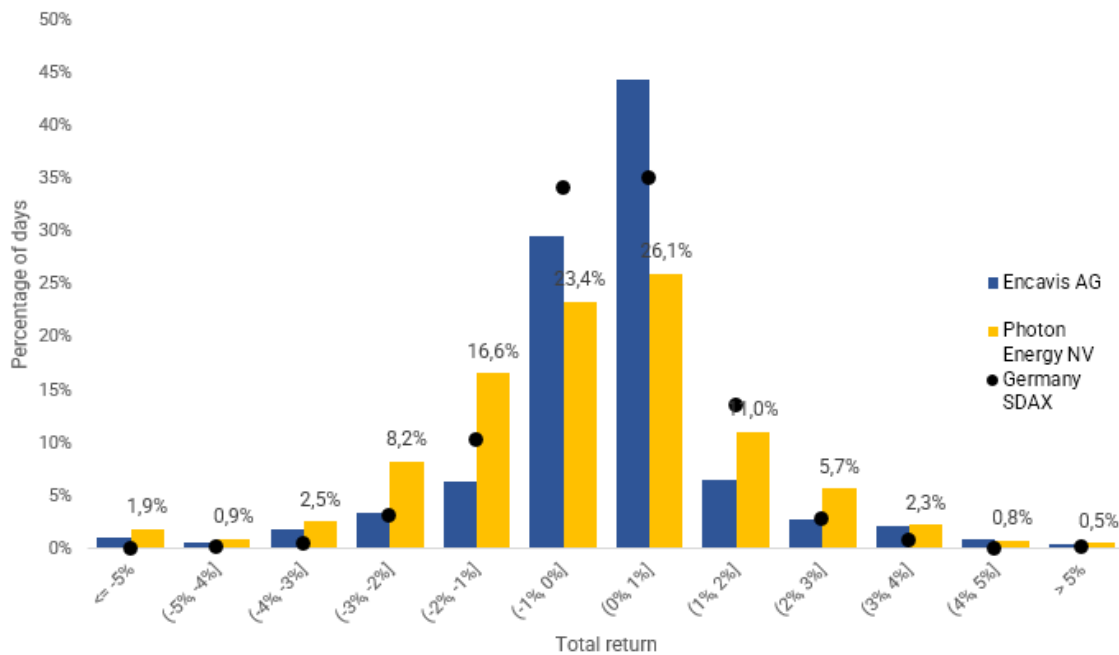
Quelle: FactSet, mwb research



## Risiko

Das Diagramm zeigt die **Verteilung der täglichen Renditen von Photon Energy NV** über die letzten 3 Jahre, verglichen mit der gleichen Verteilung für Encavis AG. Wir haben auch die Verteilung für den Index Germany SDAX einbezogen. Die Verteilung vermittelt ein besseres Verständnis des Risikos als Messgrößen wie die Volatilität, bei denen davon ausgegangen wird, dass die Log-Renditen normal verteilt sind. In Wirklichkeit sind sie schief (Abwärtsbewegungen sind größer) und haben überschüssige Kurtosis (große Bewegungen treten häufiger auf als bei der Normalverteilung). Außerdem werden bei der Volatilität Aufwärts- und Abwärtsbewegungen gleich behandelt, während sich die Anleger mehr Sorgen um Abwärtsbewegungen machen. Für Photon Energy NV war der schlechteste Tag in den letzten 3 Jahren der 19.11.2024 mit einem Kursrückgang von -10,0%. Der beste Tag war der 06.11.2025, als der Aktienkurs um 9,9% stieg.

### Risiko – Tägliche Renditeverteilung (nach 3 Jahren)



Quelle: FactSet, mwb research



# Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>94,2</b>	<b>70,6</b>	<b>89,9</b>	<b>100,3</b>	<b>111,2</b>	<b>123,9</b>
Umsatzwachstum	159,1%	-25,0%	27,3%	11,5%	10,9%	11,4%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>94,2</b>	<b>70,6</b>	<b>89,9</b>	<b>100,3</b>	<b>111,2</b>	<b>123,9</b>
Materialaufwendungen	44,1	36,9	38,0	43,4	39,3	41,1
<b>Bruttogewinn</b>	<b>50,1</b>	<b>33,8</b>	<b>51,9</b>	<b>56,9</b>	<b>71,9</b>	<b>82,8</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,6	4,1	1,6	5,7	6,3	7,1
Personalaufwendungen	9,5	18,5	18,0	35,7	48,9	55,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,0	12,5	27,7	18,1	14,5	16,1
<b>EBITDA</b>	<b>24,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,9</b>	<b>14,9</b>	<b>18,7</b>
Abschreibung	9,0	12,0	10,6	12,5	13,3	14,1
EBITA	15,1	-5,2	-2,8	-3,6	1,6	4,6
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>14,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>1,6</b>	<b>4,6</b>
Finanzergebnis	-8,3	-11,1	-11,1	-13,3	-17,9	-19,6
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	6,2	-16,3	-13,8	-16,9	-16,3	-15,0
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	6,2	-16,3	-13,8	-16,9	-16,3	-15,0
Steuern	3,5	-0,6	-0,6	-0,8	-0,7	-0,7
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	2,8	-15,8	-13,2	-16,1	-15,6	-14,3
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	1,5	15,3	3,8	6,7	7,5	7,5
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-9,4</b>	<b>-9,4</b>	<b>-8,1</b>	<b>-6,8</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	4,3	-0,5	-9,4	-9,4	-8,1	-6,8
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	61,24	61,24	61,24	61,24	61,24	61,24
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,11</b>

Gewinn & Verlustrechnung (common size)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Gesamumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Materialaufwendungen	47%	52%	42%	43%	35%	33%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>53%</b>	<b>48%</b>	<b>58%</b>	<b>57%</b>	<b>65%</b>	<b>67%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1%	6%	2%	6%	6%	6%
Personalaufwendungen	10%	26%	20%	36%	44%	44%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18%	18%	31%	18%	13%	13%
<b>EBITDA</b>	<b>26%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>
Abschreibung	10%	17%	12%	12%	12%	11%
EBITA	16%	-7%	-3%	-4%	1%	4%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	1%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>15%</b>	<b>-7%</b>	<b>-3%</b>	<b>-4%</b>	<b>1%</b>	<b>4%</b>
Finanzergebnis	-9%	-16%	-12%	-13%	-16%	-16%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	7%	-23%	-15%	-17%	-15%	-12%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	7%	-23%	-15%	-17%	-15%	-12%
Steuern	4%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	3%	-22%	-15%	-16%	-14%	-12%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	2%	22%	4%	7%	7%	6%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5%</b>	<b>-1%</b>	<b>-10%</b>	<b>-9%</b>	<b>-7%</b>	<b>-6%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>5%</b>	<b>-1%</b>	<b>-10%</b>	<b>-9%</b>	<b>-7%</b>	<b>-6%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research



Bilanz (in EUR Mio.)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>13,0</b>	<b>8,1</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>
Goodwill	0,0	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	145,3	177,5	164,4	172,3	182,1	191,4
Finanzielle Vermögenswerte	12,8	24,2	26,6	26,6	26,6	26,6
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>171,2</b>	<b>225,0</b>	<b>216,9</b>	<b>224,8</b>	<b>234,6</b>	<b>243,9</b>
Vorräte	15,8	14,1	6,7	11,9	10,8	11,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	27,8	17,0	26,9	30,0	33,3	37,0
Sonstiges Umlaufvermögen	3,2	7,1	6,7	6,7	6,7	6,7
Barmittel	21,4	13,0	14,4	8,4	7,6	10,1
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,8
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>69,1</b>	<b>52,4</b>	<b>55,9</b>	<b>58,4</b>	<b>59,9</b>	<b>66,9</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>240,2</b>	<b>277,4</b>	<b>272,8</b>	<b>283,2</b>	<b>294,5</b>	<b>310,8</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>60,7</b>	<b>69,8</b>	<b>60,4</b>	<b>51,0</b>	<b>42,9</b>	<b>36,0</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Langfristige Schulden	138,2	164,8	155,0	155,0	155,0	155,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7
Andere Rückstellungen	12,0	13,0	12,1	13,0	14,5	16,1
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>150,2</b>	<b>178,3</b>	<b>167,7</b>	<b>168,6</b>	<b>170,1</b>	<b>171,9</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	10,4	15,0	19,7	35,0	55,0	75,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12,4	14,6	22,3	25,4	23,0	24,1
Anzahlungen	0,0	0,0	2,6	2,9	3,2	3,6
Sonstige Verbindlichkeiten	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	2,3	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>29,5</b>	<b>29,6</b>	<b>45,1</b>	<b>63,9</b>	<b>81,8</b>	<b>103,2</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>240,2</b>	<b>277,4</b>	<b>272,8</b>	<b>283,2</b>	<b>294,5</b>	<b>310,8</b>

Bilanz (common size)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>
Goodwill	0%	6%	6%	5%	5%	5%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	60%	64%	60%	61%	62%	62%
Finanzielle Vermögenswerte	5%	9%	10%	9%	9%	9%
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>71%</b>	<b>81%</b>	<b>79%</b>	<b>79%</b>	<b>80%</b>	<b>78%</b>
Vorräte	7%	5%	2%	4%	4%	4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12%	6%	10%	11%	11%	12%
Sonstiges Umlaufvermögen	1%	3%	2%	2%	2%	2%
Barmittel	9%	5%	5%	3%	3%	3%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	1%	1%	1%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>29%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>	<b>18%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%
Langfristige Schulden	58%	59%	57%	55%	53%	50%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	5%	5%	4%	5%	5%	5%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>63%</b>	<b>64%</b>	<b>61%</b>	<b>60%</b>	<b>58%</b>	<b>55%</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	4%	5%	7%	12%	19%	24%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5%	5%	8%	9%	8%	8%
Anzahlungen	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Sonstige Verbindlichkeiten	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuern	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>17%</b>	<b>23%</b>	<b>28%</b>	<b>33%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research



Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Jahresüberschuss/Verlust	6,2	-16,3	-9,4	-9,4	-8,1	-6,8
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	8,9	11,9	10,6	12,5	13,3	14,1
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	7,8	13,7	4,4	1,0	1,5	1,7
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	23,6	9,3	5,6	4,0	6,7	9,0
Veränderung des Bestands	-13,4	5,9	7,3	-5,2	1,1	-0,5
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-10,9	1,5	-9,9	-3,1	-3,3	-3,8
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	5,0	-4,0	7,7	3,2	-2,4	1,1
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-0,5	-5,4	3,6	0,2	0,2	0,2
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-19,9	-2,1	8,7	-4,9	-4,4	-3,0
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>3,7</b>	<b>7,2</b>	<b>14,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>6,0</b>
CAPEX	-28,4	-23,3	-7,0	-20,4	-23,1	-23,4
Zahlungen für Akquisitionen	-6,2	-3,4	-0,4	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	6,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>-34,3</b>	<b>-26,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-20,4</b>	<b>-23,1</b>	<b>-23,4</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-30,6	-19,5	12,9	-21,3	-20,8	-17,5
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	18,0	14,1	-5,1	15,3	20,0	20,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-8,7	0,0	-5,2	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten</b>	<b>9,3</b>	<b>14,1</b>	<b>-10,3</b>	<b>15,3</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	-21,2	-5,4	2,5	-6,0	-0,8	2,5
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>11,3</b>	<b>5,8</b>	<b>8,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>4,2</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Deutschland	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Europa (ex Deutschland)	89,1	68,9	89,9	100,3	111,2	123,9
Amerika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Asien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	5,1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>94,2</b>	<b>70,6</b>	<b>89,9</b>	<b>100,3</b>	<b>111,2</b>	<b>123,9</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Deutschland	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Europa (ex Deutschland)	94,6%	97,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Amerika	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Asien	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	5,4%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research



Kennzahlen	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	0,07	-0,01	-0,15	-0,15	-0,13	-0,11
Cash Flow pro Aktie	-0,06	-0,04	0,10	-0,18	-0,14	-0,09
Buchwert pro Aktie	0,99	1,14	0,99	0,83	0,70	0,59
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Bewertung</b>						
KGv	6,8x	-63,4x	-3,1x	-3,1x	-3,6x	-4,3x
Kurs/CF	-8,5x	-12,1x	5,0x	-2,7x	-3,5x	-5,5x
Preis/Buchwert	0,5x	0,4x	0,5x	0,6x	0,7x	0,8x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-Rendite (%)	-11,8%	-8,3%	20,0%	-37,4%	-28,7%	-18,3%
Unternehmenswert/Umsatz	1,7x	2,8x	2,1x	2,1x	2,1x	2,0x
Unternehmenswert/EBITDA	6,5x	28,8x	24,3x	23,8x	15,6x	13,4x
Unternehmenswert/EBIT	10,7x	-37,8x	-69,0x	-59,4x	148,9x	54,3x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	94,2	70,6	89,9	100,3	111,2	123,9
Wachstum Veränderung (%)	159,1%	-25,0%	27,3%	11,5%	10,9%	11,4%
Rohertrag	50,1	33,8	51,9	56,9	71,9	82,8
Rohertragsmarge (%)	53,1%	47,8%	57,8%	56,7%	64,7%	66,8%
EBITDA	24,1	6,8	7,8	8,9	14,9	18,7
EBITDA Marge (%)	25,5%	9,7%	8,7%	8,9%	13,4%	15,1%
EBIT	14,5	-5,2	-2,8	-3,6	1,6	4,6
EBIT Marge (%)	15,4%	-7,4%	-3,1%	-3,5%	1,4%	3,7%
Jahresüberschuss	4,3	-0,5	-9,4	-9,4	-8,1	-6,8
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	3,7	7,2	14,3	-0,9	2,3	6,0
Investitionen	-28,4	-23,3	-7,0	-20,4	-23,1	-23,4
Erhaltungsinvestitionen	7,2	9,6	8,5	10,0	10,7	11,3
Freier Cash Flow	-24,7	-16,1	7,3	-21,3	-20,8	-17,5
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	13,0	23,3	25,9	25,9	25,9	25,9
Materielle Vermögensgegenstände	145,3	177,5	164,4	172,3	182,1	191,4
Eigenkapital	60,7	69,8	60,4	51,0	42,9	36,0
Pensionsrückstellungen	0,0	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	160,6	193,4	187,3	203,6	225,1	246,9
Netto-Finanzverbindlichkeiten	127,3	166,8	160,3	181,6	202,4	219,9
w/c Anforderungen	31,2	16,5	8,8	13,6	17,8	20,7
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	7,0%	-0,7%	-15,6%	-18,5%	-18,9%	-19,0%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	6,6%	-2,0%	-1,1%	-1,4%	0,6%	1,6%
Nettoverschuldung	209,6%	239,1%	265,4%	356,3%	472,2%	610,1%
Nettoverschuldung / EBITDA	5,3x	24,4x	20,5x	20,4x	13,6x	11,8x

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research



## Interessenskonflikte

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die mwb research AG:

- (1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Rechercheberichts getroffen hat,
- (3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,
- (4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der mwb research AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,
- (8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

Unternehmen	Disclosure
Photon Energy NV	2, 8



# Haftungsausschluss

**1. Allgemeine Informationen/Haftung** Dieses Dokument wurde von der SRH mwb research AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von mwb research zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch mwb research erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)“ in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

**2. Verantwortlichkeiten** Dieser Recherchebericht wurde von dem auf der Titelseite genannten Rechercheanalysten (der Produzent) erstellt. Der Produzent ist allein verantwortlich für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Rechercheberichts wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Rechercheberichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, ohne dass danach wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

**3. Organisatorische Vorkehrungen** Die mwb research AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Rechercheberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der mwb research AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

**4. Informationen bezüglich der Bewertungsmethoden/Aktualisierung** Die Bestimmung des fairen Wertes pro Aktie, d.h. des Kursziels, und des daraus resultierenden Ratings erfolgt auf der Grundlage der Methode des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) und auf der Grundlage des Discounted-Cashflow - DCF-Modells. Darüber hinaus wird ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Investoren Vermögenswerte nur zu einem Preis (Unternehmenswert) erwerben, bei dem die operative Cashflow-Rendite nach Steuern auf diese Investition ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate übersteigt. Der Betriebs-Cashflow wird als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern berechnet. Im Rahmen des DCF-Ansatzes werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf der Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, d.h. Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der berechneten freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC), der sowohl die Kosten für Eigenkapital als auch die Kosten für Fremdkapital berücksichtigt. Nach der Diskontierung wird der berechnete Gesamtunternehmenswert um das verzinsliche Fremdkapital verringert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten. Ausführliche Informationen zu den verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter <https://www.mwb-research.com>.

Die mwb research AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

**Spekulatives Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 25% innerhalb von 12 Monaten; überdurchschnittliches Risiko

**Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten

**Verkaufen:** Nachhaltiges Abwärtspotential von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

**Halten:** Das Aufwärts-/Abwärtspotential ist begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator sichtbar.

NB: Die Ratings der mwb research AG basieren nicht auf einer Leistung, die "relativ" zum Markt sein wird.

Die Entscheidung über die Wahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente wurde ausschließlich von der mwb research AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der mwb research AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Rechercheberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmäßig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**  
20-Nov-25 08:08:58

## 6. Risikohinweise

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

**7. Wichtigste Informationsquellen** Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die mwb research AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

**8. Zuständige Aufsichtsbehörde** Die mwb research AG steht unter Aufsicht der BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt a.M. Dieses Dokument wird im Vereinigten Königreich mit einem MiFID Zweigstellenpass für den EWR und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der FCA verteilt.

**9. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands** Dieser Recherchebericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in andere Staaten, insbesondere in die USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

**10. Sonstiges** Gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. i der delegierten Verordnung 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung 596/2014 des Europäischen Parlaments, weitere Informationen zu Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate werden kostenfrei veröffentlicht unter: <https://mwb-research.com>.



# Kontakt

**mwb research AG**  
**Mittelweg 142**  
**20148 Hamburg**  
**Germany**

Tel.: +49 40 309 293-52  
Email.: [contact@mwb-research.com](mailto:contact@mwb-research.com)  
Webseite: [www.mwb-research.com](http://www.mwb-research.com)  
Research: [www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)

## Research

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-53  
E-Mail: [h.hof@mwb-research.com](mailto:h.hof@mwb-research.com)

**LEON MÜHLENBRUCH**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-57  
E-Mail: [l.muehlenbruch@mwb-research.com](mailto:l.muehlenbruch@mwb-research.com)

**ABED JARAD**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-54  
E-Mail: [a.jarad@mwb-research.com](mailto:a.jarad@mwb-research.com)

**JENS-PETER RIECK**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-54  
E-Mail: [jp.riek@mwb-research.com](mailto:jp.riek@mwb-research.com)

**THOMAS WISSLER**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-58  
E-Mail: [t.wissler@mwb-research.com](mailto:t.wissler@mwb-research.com)

**DR. OLIVER WOJAHN, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-55  
E-Mail: [o.wojahn@mwb-research.com](mailto:o.wojahn@mwb-research.com)

**ALEXANDER ZIENKOWICZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-56  
E-Mail: [a.zienkowicz@mwb-research.com](mailto:a.zienkowicz@mwb-research.com)

## Sales

**HOLGER NASS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.nass@mwb-research.com](mailto:h.nass@mwb-research.com)

## Team Assistant

**HANNAH GABERT**  
Team Assistant  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.gabert@mwb-research.com](mailto:h.gabert@mwb-research.com)

**mwb fairtrade**  
**Wertpapierhandelsbank AG**  
**Rottenbucher Straße 28**  
**82166 Gräfelfing**

Tel: +49 89 85852-0  
Fax: +49 89 85852-505  
Webseite: [www.mwbfairtrade.com](http://www.mwbfairtrade.com)  
E-Mail: [info@mwbfairtrade.com](mailto:info@mwbfairtrade.com)

## Sales / Designated Sponsoring /Corporate Finance

**KAI JORDAN**  
Corporates & Markets  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [kjordan@mwbfairtrade.com](mailto:kjordan@mwbfairtrade.com)

**SASCHA GUENON**  
Head of Designated Sponsoring  
Tel: +49 40 360 995-23  
E-Mail: [sguenon@mwbfairtrade.com](mailto:sguenon@mwbfairtrade.com)

**JAN NEYNABER**  
Institutional Sales  
Tel: +49 69 1387-1255  
E-Mail: [jneynaber@mwbfairtrade.com](mailto:jneynaber@mwbfairtrade.com)

**DIRK WEYERHÄUSER**  
Corporate Finance  
Tel: +49 69 1387-1250  
E-Mail: [dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com](mailto:dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com)

## Standorte

**HAMBURG (Research)**  
Mittelweg 142  
20148 Hamburg  
+49 40 309 293-52

**HAMBURG (Corporates & Markets)**  
Kleine Johannisstraße 4  
20457 Hamburg  
+49 40 360 995-0

**FRANKFURT A.M.**  
Unterlindau 29  
60323 Frankfurt am Main  
+49 40 360 995-22

**MUNICH**  
Rottenbucher Str. 28  
82166 Gräfelfing  
+49 89-85852-0

**BERLIN**  
Kurfürstendamm 151  
10709 Berlin

**HANNOVER**  
An der Börse 2  
30159 Hannover

**Unser Research ist abrufbar unter:**

**ResearchHub**  
**Bloomberg**  
**FactSet**  
**Thomson Reuters / Refinitiv**  
**CapitalIQ**

[www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)  
[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)  
[www.factset.com](http://www.factset.com)  
[www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)  
[www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)