

Photon Energy NV

Niederlande | Erneuerbare Energien | Marktkap. EUR 167,4 Mio.

17-Feb-23

UPDATE



Q4 Analyst Meeting bestätigt Potenzial: KAUFEN, PT EUR 4,40

What's it all about?

Photon Energy hielt ein Analystenmeeting ab, nachdem das Unternehmen seine Ergebnisse für das vierte Quartal und das Geschäftsjahr 22 bekannt gegeben hatte, die die Erwartungen hinsichtlich des Umsatzes übertrafen und beim EBITDA im Rahmen lagen. Das Meeting gab mehr Aufschluss über die Prognose für das GJ23, die auf den ersten Blick optimistisch für die Umsätze, aber vorsichtig für das EBITDA zu sein schien. Dies erklärt sich jedoch durch das neu geschaffene Segment „New Energy“ nach der Übernahme von Lerta. Das hohe Wachstum in diesem Segment verwässert die Margen, geht aber mit einem geringen Anlagen- und Investitionsbedarf und damit einer potenziell hohen Kapitalrendite einher. Auf der Grundlage adjustierter Schätzungen erscheint Photon Energy sowohl in einer Vergleichsgruppe als auch auf der Grundlage unseres DCF-Modells attraktiv bewertet. Wir bekräftigen unsere KAUFEN-Empfehlung mit einem unveränderten Kursziel von 4,40 EUR.

KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 4,40 (4,40)
Aktueller Kurs	EUR 2,89
Kurspotenzial	52,3%



ANALYST

Dr. Oliver Wojahn, CFA
o.wojahn@alsterresearch.com
+49 40 309 293-55

Photon Energy NV

Niederlande | Erneuerbare Energien | Marktkap. EUR 167,4 Mio. | EV EUR 256,5 Mio.

KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel EUR 4,40 (4,40)
Aktueller Kurs EUR 2,89
Kurspotenzial 52,3%

ANALYST

Dr. Oliver Wojahn, CFA
o.wojahn@alsterresearch.com
+49 40 309 293-55

Q4-Telefonkonferenz bestätigt Potenzial: KAUFEN, PT EUR 4,40

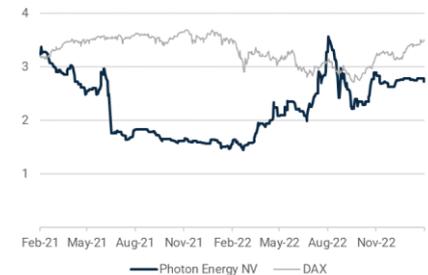
Q4-Telefonkonferenz. Nachdem Photon Energy am Mittwoch seinen GJ22-Bericht veröffentlicht hatte, veranstaltete das Unternehmen gestern eine Telefonkonferenz mit CEO Georg Hotar und CFO Clemens Wohlmuth. Als Erinnerung: Die Ergebnisse für das vierte Quartal entsprachen den Prognosen und Erwartungen hinsichtlich des EBITDA, übertrafen diese jedoch hinsichtlich des Umsatzes, was auf die rege Tätigkeit im Komponentenhandel zurückzuführen ist (und was den schwachen operativen Cashflow aufgrund des Lageraufbaus erklärt).

Strategie mit hohem Renditepotenzial. Während der Telefonkonferenz gab das Management weitere Einblicke in die Strategie rund um die Übernahme von Lerta und wie diese das bestehende Geschäft ergänzt. Das Kerngeschäft von Photon Energy basierte bisher auf physischer Energie, wo das Unternehmen Solarparks entwickelt, besitzt, betreibt und wartet und mit PV-Komponenten handelt. Mit der Übernahme von Lerta kommt nun die "digitale Energie" hinzu, bei der Photon Energy als virtuelles Kraftwerk (VPP) agiert und Demand Response, Stromhandel und Abnahmevereinbarungen miteinander kombiniert. Dies ist zwar ein Geschäft mit geringeren Gewinnspannen als die Stromerzeugung in einem physischen Solarpark, erfordert aber fast keine Assets und bietet daher potenziell hohe Kapitalrenditen. Es ist auch leichter zu skalieren und hat ein erhebliches Wachstumspotenzial, da der zunehmende Anteil erneuerbarer Energien zu einer größeren Nachfrage nach Netzflexibilität führt.

Mehr Details zur Prognose 2023, Anpassung der Schätzungen. Photon Energy gab bei der Bekanntgabe seiner Ergebnisse für das Geschäftsjahr 22 auch eine Prognose für das Geschäftsjahr 23 ab. Während die Umsatzprognose von EUR 150 Mio. deutlich über den Erwartungen lag, schien die EBITDA-Prognose von EUR 29 Mio. auf den ersten Blick vorsichtig zu sein, da sie einen deutlichen Rückgang der EBITDA-Marge impliziert. Dies erklärt sich jedoch durch das starke Wachstum im Segment Neue Energien, zu dem auch Lerta gehört, und die entsprechenden Auswirkungen auf den Geschäftsmix. Wir passen unsere Schätzungen an, um dies widerzuspiegeln, und nehmen auch eine konservativere Sichtweise - Fortsetzung nächste Seite -

Photon Energy NV	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Umsatz	30,2	28,3	36,4	94,2	150,8	164,6
Wachstum yoy	48,9%	-6,3%	28,7%	159,1%	60,0%	9,2%
EBITDA	7,9	8,4	9,6	24,1	29,9	35,4
EBIT	1,1	-0,1	-0,7	14,5	17,0	19,9
Jahresüberschuss*	-0,7	2,1	2,1	4,3	24,3	19,0
Nettoverschuldung	67,3	84,5	89,1	127,3	147,2	202,6
Nettoversch./EBITDA	8,5x	10,0x	9,3x	5,3x	4,9x	5,7x
Gewinn pro Aktie*	-0,01	0,04	0,04	0,07	0,42	0,33
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	67,6%	83,6%	65,0%	53,1%	47,9%	52,2%
EBITDA-Marge	26,3%	29,9%	26,4%	25,5%	19,8%	21,5%
EBIT-Marge	3,5%	-0,5%	-2,0%	15,4%	11,3%	12,1%
ROCE	0,9%	-0,1%	-0,4%	6,6%	5,6%	4,2%
EV/EBITDA	29,5x	29,8x	26,8x	12,2x	10,5x	10,5x
EV/EBIT	222,4x	-1.773,9x	-360,7x	20,3x	18,5x	18,6x
KGV	-203,6x	71,0x	74,9x	39,1x	6,9x	8,8x
FCF-Rendite	0,5%	-0,7%	-1,5%	-2,0%	17,6%	-4,7%

Quelle: Photon Energy, AlsterResearch; * inkl. OCI



Quelle: AlsterResearch

Hoch/Tief 52 W. 3,58 / 1,44
Kurs/Buchwert 3,0x

Ticker / Symbols

ISIN NL0010391108
WKN A1T9KW
Bloomberg P7V:GR

Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	EPS
2023E	alt	150,4	16,0	0,41
	Δ	0,3%	6,1%	1,9%
2024E	alt	117,4	18,2	0,60
	Δ	40,2%	9,2%	-45,1%
2025E	alt	139,3	23,6	0,90
	Δ	37,9%	30,0%	-35,0%

Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 57,93
Buchwert p.A.: (in EUR) 0,95
Ø Handelsvolumen: (52 W.) 1.000

Aktionärsstruktur

Solar Future 36,3%
Solar Power to the People 34,5%
Treasury Shares 2,2%
Lerta founders 5,8%
Streubesitz 21,2%

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 für über 300 MWp weltweit an. Das Unternehmen hat Niederlassungen in Europa und Australien.

in Bezug auf den Kapazitätsausbau in den kommenden Jahren ein (was insgesamt zu einem höheren EBIT, aber einem niedrigeren OCI und somit EPS führt).

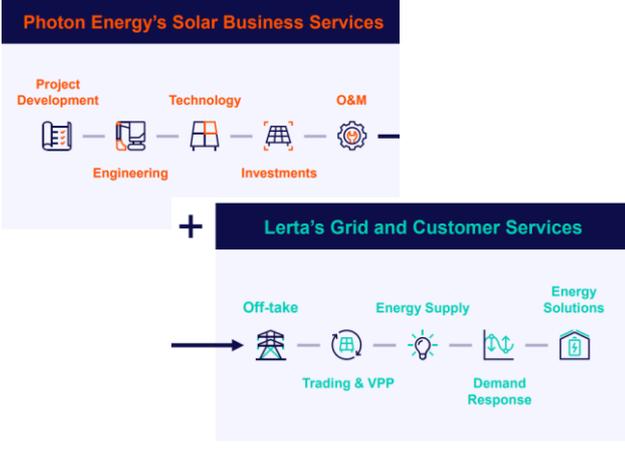
Kaufen mit Kursziel EUR 4,40 bestätigt. Nachdem Photon Energy seine Prognosen für das GJ22 erfüllt hat, verspricht das Unternehmen für das GJ23 weiteres Umsatz- und EBITDA-Wachstum. Das 23E EV/EBITDA-Multiple von Photon Energy von 10,5x erscheint im Vergleich zu einer Peer Group, die mit 13,5x bewertet wird und langsamer wächst, attraktiv. Wir sind der Ansicht, dass dies unser Kursziel von 4,40 EUR stützt und bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Quartalstabelle

Quartalstabelle	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
Umsatz	4,6	9,9	10,2	11,7	9,1	23,2	35,4	26,4
yoy Wachstum in %	-14,0%	10,9%	13,8%	130,3%	99,9%	135,7%	247,2%	125,3%
Rohertrag	4,1	7,1	8,1	4,4	6,2	14,3	20,3	9,3
Rohertragsmarge in %	88,9%	72,4%	79,0%	37,3%	67,5%	61,4%	57,4%	35,3%
EBITDA	0,2	4,0	4,4	0,9	2,0	8,1	12,7	1,2
EBITDA-Marge in %	3,7%	40,5%	43,5%	8,0%	22,2%	35,0%	35,9%	4,6%
EBIT	-1,5	1,0	0,4	-1,0	0,5	4,6	9,7	-0,4
EBIT-Marge in %	-32,3%	9,8%	4,1%	-8,9%	5,8%	20,0%	27,5%	-1,3%
EBT	-3,1	-0,6	-1,1	-1,2	-1,3	2,6	7,3	-2,4
Steuern	0,1	0,3	0,3	-0,2	-0,1	0,6	1,3	-1,4
Steuerquote in %	-3,9%	-53,7%	-30,9%	20,0%	10,5%	22,5%	18,1%	58,4%
Nettogewinn	-3,1	-0,8	-1,4	-1,0	-1,4	2,0	6,0	-3,8
yoy Wachstum in %	na%	na%	na%	na%	na%	na%	na%	na%
EPS	-0,06	-0,02	-0,03	-0,02	-0,03	0,04	0,11	-0,07

Investment Case in sechs Grafiken

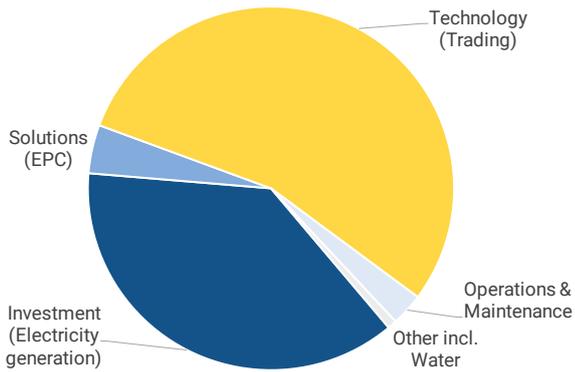
Geschäftsmodell



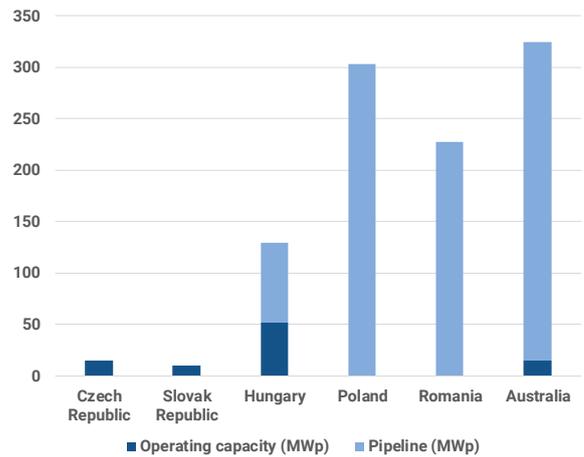
Geografische Präsenz



Umsatzanteile (2022)

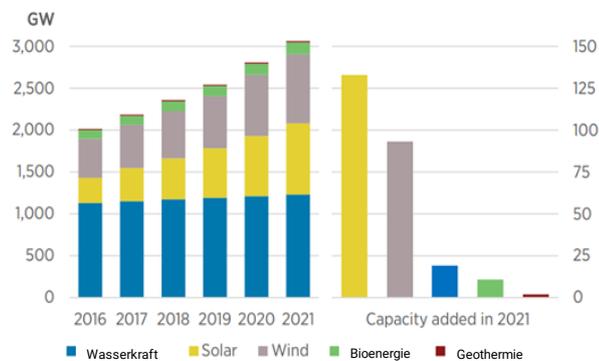


Kapazität und Projektpipeline

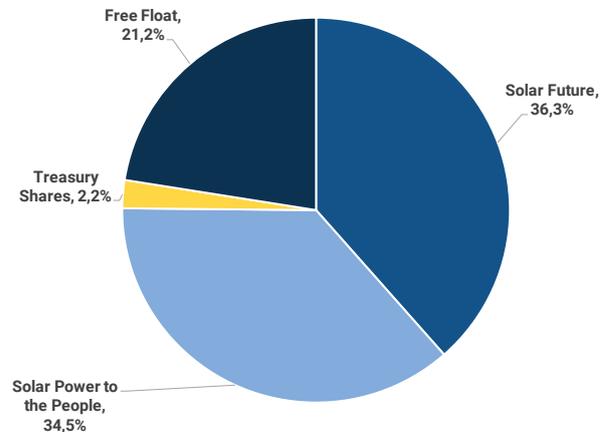


Die am schnellsten wachsende erneuerbare Energie

Wachstum der erneuerbaren Stromkapazitäten



Aktionärsstruktur



Quellen: Photon Energy, AlsterResearch, 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
- nachvollziehbarer Wachstumskurs mit wachsendem Anteil an wiederkehrenden Einnahmen
- hohe ESG-Glaubwürdigkeit, die sich in niedrigeren Kapitalkosten niederschlägt (-> 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 (abgeschwächt durch australische Projekte)
- 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
- steigende Strompreise in Verbindung mit einem Übergang zum Verkauf von Strom zu Marktpreisen
- 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 und Lieferengpässe bei Solarmodulen
- Risiko von Großprojekten (Kostenüberschreitungen, veränderte Marktbedingungen während der Entwicklung usw.)
- regulatorische Risiken, zum Beispiel rückwirkende Anpassungen der Einspeisetarife

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 Visibilität auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt.

Die bereinigte Free Cashflow Rendite ergibt einen fairen Wert von EUR 3,60 pro Aktie auf der Basis von 2022E und von EUR 6,00 pro Aktie auf der Basis von 2023E. **Die FCF-Rendite unterstützt somit das DCF-basierte Kursziel.**

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.	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	29,9	35,4	51,4	71,7	87,5
- Erhaltungsinvestitionen	9,3	11,5	15,7	20,7	23,8
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	1,1	-1,1	-1,2	0,3	2,7
= Adjustierter FCF	19,5	25,0	36,9	50,7	61,0
Aktuelle MarketCap	161,0	161,0	161,0	161,0	161,0
+ Nettoversch. (-cash)	147,2	202,6	313,3	436,6	492,5
+ Pensionsverpfl.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Verm-gegenstände	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8
- Kumulierte Dividenden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>EV Adjustierungen</i>	134,4	189,8	300,5	423,8	479,6
= Richtiger EV	295,4	350,7	461,5	584,8	640,6
Adjustierte FCF-Rendite	6,6%	7,1%	8,0%	8,7%	9,5%
Basis Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
ESG Adjustierung	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Adj. Hurdle Rate	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Faire EV	390,4	499,6	738,3	1.013,7	1.219,6
- EV Adjustierung	134,4	189,8	300,5	423,8	479,6
Faire MarketCap	256,0	309,9	437,8	589,9	740,0
Anzahl Aktien (Mio.)	57,9	57,9	57,9	57,9	57,9
Faire Wert je Aktie EUR	4,42	5,35	7,56	10,18	12,77
Prämie (-) / Discount (+)	53,0%	85,2%	161,6%	252,5%	342,2%

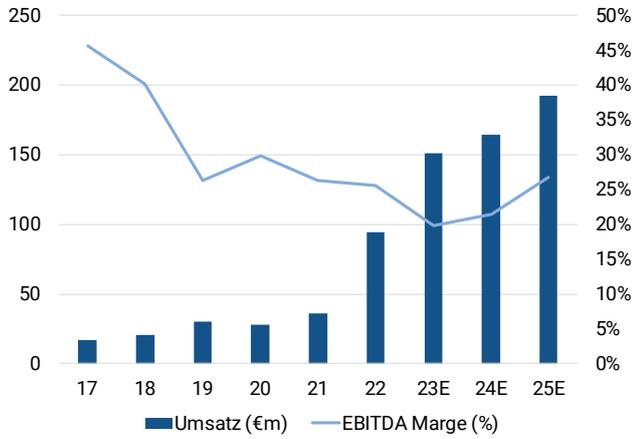
Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
	3,0%	8,9	11,1	16,1	21,8	26,8
Adj. Hurdle Rate	4,0%	6,1	7,5	10,7	14,6	18,0
	5,0%	4,4	5,3	7,6	10,2	12,8
	6,0%	3,3	3,9	5,4	7,3	9,3
	7,0%	2,5	2,9	3,9	5,2	6,8

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

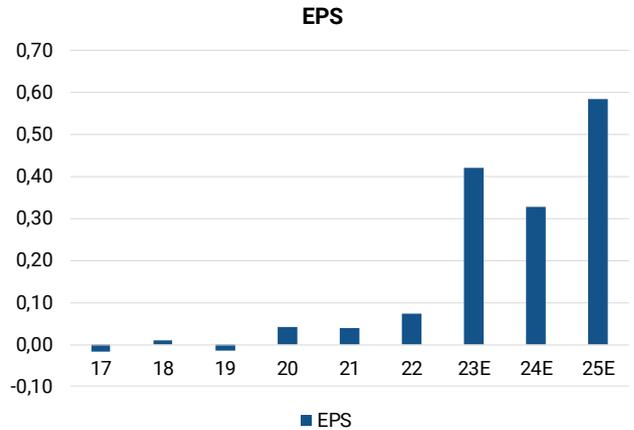
Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 6,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf der ESG-Einschätzung 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.**

Finanzkennzahlen in 6 Grafiken

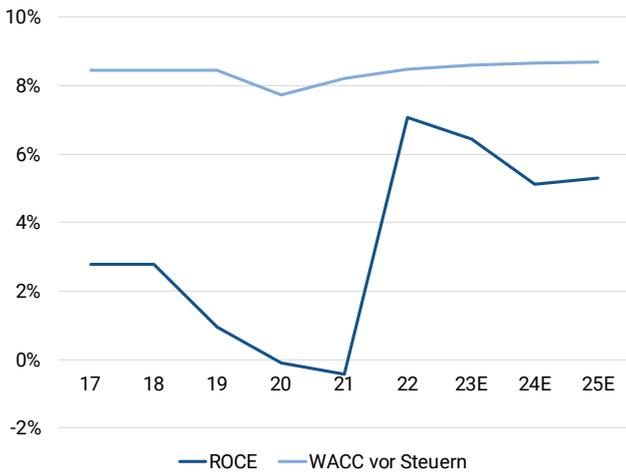
Umsatz vs. EBITDA-Margen-Entwicklung



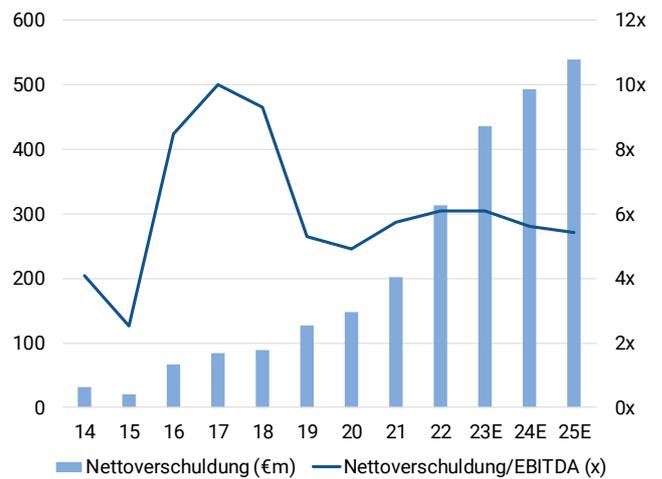
EPS, DPS in EUR & yoy EPS Wachstum



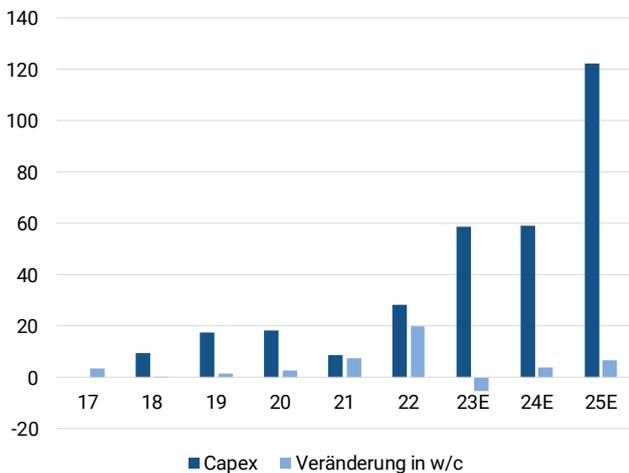
ROCE vs. WACC (vor Steuern)



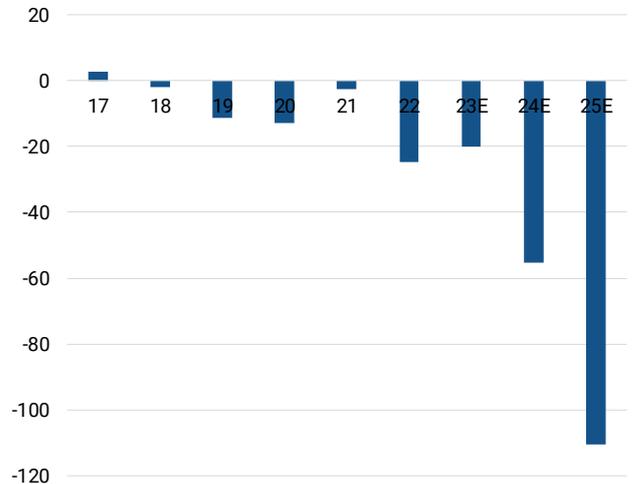
Nettoverschuldung und NV/EBITDA



Capex & w/c Anforderungen in EURm



Free Cash Flow in EURm



Quelle: Photon Energy; AlsterResearch

Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoumsatz	30,2	28,3	36,4	94,2	150,8	164,6
Umsatzwachstum	48,9%	-6,3%	28,7%	159,1%	60,0%	9,2%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	30,2	28,3	36,4	94,2	150,8	164,6
Materialaufwendungen	9,8	4,6	12,7	44,1	78,5	78,7
Bruttogewinn	20,4	23,6	23,6	50,1	72,3	85,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,4	0,6	0,6	1,5	1,6
Personalaufwendungen	4,6	5,8	6,7	9,5	19,7	27,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,0	9,7	7,7	17,0	24,1	24,7
EBITDA	7,9	8,4	9,6	24,1	29,9	35,4
Abschreibung	6,8	8,3	10,7	9,0	11,6	14,3
EBITA	1,1	0,1	-0,9	15,1	18,3	21,1
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,1	0,3	-0,2	0,6	1,3	1,2
EBIT	1,1	-0,1	-0,7	14,5	17,0	19,9
Finanzergebnis	-4,4	-6,4	-5,2	-8,3	-13,3	-23,4
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-3,3	-6,5	-5,9	6,2	3,6	-3,5
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	-3,3	-6,5	-5,9	6,2	3,6	-3,5
Steuern	1,7	2,2	0,5	3,5	1,1	-1,1
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-5,1	-8,7	-6,4	2,8	2,5	-2,5
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	4,3	10,8	8,5	1,5	21,8	21,5
Jahresüberschuss	-0,7	2,1	2,1	4,3	24,3	19,0
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	-0,7	2,1	2,1	4,3	24,3	19,0
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	51,17	51,20	54,36	57,93	57,93	57,93
Gewinn pro Aktie (berichtet)	-0,01	0,04	0,04	0,07	0,42	0,33

Gewinn und Verlustrechnung (common size)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoumsatz	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gesamtumsatz	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Materialaufwendungen	32%	16%	35%	47%	52%	48%
Bruttogewinn	68%	84%	65%	53%	48%	52%
Sonstige betriebliche Erträge	1%	1%	2%	1%	1%	1%
Personalaufwendungen	15%	21%	19%	10%	13%	17%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	27%	34%	21%	18%	16%	15%
EBITDA	26%	30%	26%	26%	20%	21%
Abschreibung	23%	29%	29%	10%	8%	9%
EBITA	4%	0%	-3%	16%	12%	13%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	1%	-1%	1%	1%	1%
EBIT	3%	-1%	-2%	15%	11%	12%
Finanzergebnis	-15%	-23%	-14%	-9%	-9%	-14%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-11%	-23%	-16%	7%	2%	-2%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	-11%	-23%	-16%	7%	2%	-2%
Steuern	6%	8%	1%	4%	1%	-1%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-17%	-31%	-18%	3%	2%	-2%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	14%	38%	23%	2%	14%	13%
Jahresüberschuss	-2%	7%	6%	5%	16%	12%
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	-2%	7%	6%	5%	16%	12%

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Bilanz (in EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Immaterielle Vermögenswerte	0,9	1,3	0,8	13,0	11,7	10,5
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	102,0	126,3	127,5	145,3	214,2	280,3
Finanzielle Vermögenswerte	5,7	7,5	14,1	12,8	12,8	12,8
ANLAGEVERMÖGENEN	108,7	135,1	142,5	171,2	238,7	303,7
Vorräte	1,2	1,0	2,2	15,8	17,2	17,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,6	6,1	9,1	27,8	37,2	40,6
Sonstiges Umlaufvermögen	6,5	2,2	2,9	3,2	3,2	3,2
Barmittel	15,1	14,3	39,4	21,4	42,8	142,4
Latente Steuern	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,3	0,3	0,9	1,2	1,3
UMLAUFVERMÖGEN	28,4	23,9	54,2	69,1	101,6	204,8
AKTIVA	137,0	158,9	196,6	240,2	340,3	508,5
EIGENKAPITAL	37,9	40,2	51,7	60,7	85,1	104,1
MINDERHEITSBETEILIGUNG	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Langfristige Schulden	78,7	92,8	100,0	138,2	180,0	335,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	1,1	10,8	11,1	12,0	30,2	24,7
Langfristige Verbindlichkeiten	79,8	103,6	111,1	150,2	210,2	359,7
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	3,7	6,0	28,5	10,4	10,0	10,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,5	3,7	2,3	12,4	19,4	19,4
Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	4,7	4,9	3,2	4,4	13,6	13,2
Latente Steuern	7,4	0,6	0,0	2,3	2,3	2,3
Passive Rechnungsabgrenzung	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	19,4	15,2	34,0	29,5	45,3	44,9
PASSIVA	137,0	158,9	196,6	240,2	340,3	508,5

Bilanz (common size)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Immaterielle Vermögenswerte	1%	1%	0%	5%	3%	2%
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	74%	80%	65%	60%	63%	55%
Finanzielle Vermögenswerte	4%	5%	7%	5%	4%	3%
ANLAGEVERMÖGENEN	79%	85%	72%	71%	70%	60%
Vorräte	1%	1%	1%	7%	5%	3%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4%	4%	5%	12%	11%	8%
Sonstiges Umlaufvermögen	5%	1%	1%	1%	1%	1%
Barmittel	11%	9%	20%	9%	13%	28%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%	0%
UMLAUFVERMÖGEN	21%	15%	28%	29%	30%	40%
AKTIVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EIGENKAPITAL	28%	25%	26%	25%	25%	20%
MINDERHEITSBETEILIGUNG	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%
Langfristige Schulden	57%	58%	51%	58%	53%	66%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	1%	7%	6%	5%	9%	5%
Langfristige Verbindlichkeiten	58%	65%	57%	63%	62%	71%
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	3%	4%	14%	4%	3%	2%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3%	2%	1%	5%	6%	4%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	3%	3%	2%	2%	4%	3%
Latente Steuern	5%	0%	0%	1%	1%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	14%	10%	17%	12%	13%	9%
PASSIVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Cash flow statement (EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Jahresüberschuss/Verlust	1,0	-6,5	-5,9	6,2	2,5	-2,5
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	6,8	8,3	10,7	9,0	11,6	14,3
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,7	1,3	1,2
Sonstige	-0,1	6,4	9,0	7,8	18,1	-5,5
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	7,7	8,2	13,7	23,7	33,6	7,5
Veränderung des Bestands	-0,1	0,1	-1,2	-13,4	-1,4	-0,0
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-3,5	-1,1	-1,5	-10,9	-9,4	-3,4
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	4,2	-1,6	-2,4	5,0	7,0	0,1
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-2,2	-0,1	-2,5	-0,5	8,9	-0,5
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-1,5	-2,6	-7,5	-19,9	5,1	-3,9
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	6,2	5,6	6,2	3,7	38,7	3,6
CAPEX	-17,5	-18,3	-8,6	-28,4	-58,7	-59,0
Zahlungen für Akquisitionen	-2,1	-0,0	-4,3	-6,2	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	5,3	-1,9	-2,8	0,4	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten	-14,4	-20,2	-14,2	-34,3	-58,7	-59,0
Mittelfluss vor Finanzierung	-8,2	-14,6	-8,0	-30,6	-20,0	-55,4
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	15,4	18,6	28,9	18,0	41,4	155,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,2	7,8	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-3,7	-6,7	-6,1	-8,7	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten	11,7	12,1	30,6	9,3	41,4	155,0
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	3,5	-2,5	22,6	-21,2	21,4	99,6
Flüssige Mittel am Ende der Periode	12,4	9,9	32,5	11,3	32,7	132,3

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Inland	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Europa (ex Deutschland)	24,9	22,8	29,3	89,1	147,1	160,0
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	5,2	5,5	7,1	5,1	3,6	4,6
Gesamtumsatz	30,2	28,3	36,4	94,2	150,8	164,6

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Inland	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Europa (ex Deutschland)	82,6%	80,6%	80,6%	94,6%	97,6%	97,2%
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	17,4%	19,4%	19,4%	5,4%	2,4%	2,8%
Gesamtumsatz	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Daten pro Aktie						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	-0,01	0,04	0,04	0,07	0,42	0,33
Cash Flow pro Aktie	0,01	-0,02	-0,04	-0,06	0,51	-0,14
Buchwert pro Aktie	0,74	0,79	0,95	1,05	1,47	1,80
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bewertung						
KGV	-203,6x	71,0x	74,9x	39,1x	6,9x	8,8x
Kurs/CF	203,0x	-136,1x	-67,8x	-48,8x	5,7x	-21,4x
Preis/Buchwert	3,9x	3,7x	3,0x	2,8x	2,0x	1,6x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-Rendite (%)	0,5%	-0,7%	-1,5%	-2,0%	17,6%	-4,7%
Unternehmenswert/Umsatz	7,8x	8,9x	7,1x	3,1x	2,1x	2,2x
Unternehmenswert/EBITDA	29,5x	29,8x	26,8x	12,2x	10,5x	10,5x
Unternehmenswert/EBIT	222,4x	-1.773,9x	-360,7x	20,3x	18,5x	18,6x
G&V (EUR Mio.)						
Umsatz	30,2	28,3	36,4	94,2	150,8	164,6
Wachstum Veränderung (%)	48,9%	-6,3%	28,7%	159,1%	60,0%	9,2%
Rohertrag	20,4	23,6	23,6	50,1	72,3	85,9
Rohertragsmarge (%)	67,6%	83,6%	65,0%	53,1%	47,9%	52,2%
EBITDA	7,9	8,4	9,6	24,1	29,9	35,4
EBITDA Marge (%)	26,3%	29,9%	26,4%	25,5%	19,8%	21,5%
EBIT	1,1	-0,1	-0,7	14,5	17,0	19,9
EBIT Marge (%)	3,5%	-0,5%	-2,0%	15,4%	11,3%	12,1%
Jahresüberschuss	-0,7	2,1	2,1	4,3	24,3	19,0
Kapitalflussrechnung						
Operativer Cashflow	6,2	5,6	6,2	3,7	38,7	3,6
Investitionen	-17,5	-18,3	-8,6	-28,4	-58,7	-59,0
Erhaltungsinvestitionen	5,4	6,6	8,5	7,2	9,3	11,5
Freier Cash Flow	-11,4	-12,7	-2,4	-24,7	-20,0	-55,4
Bilanz (EUR Mio.)						
Immaterielle Vermögenswerte	0,9	1,3	0,8	13,0	11,7	10,5
Materielle Vermögensgegenstände	102,0	126,3	127,5	145,3	214,2	280,3
Eigenkapital	37,9	40,2	51,7	60,7	85,1	104,1
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	83,5	109,6	139,6	160,6	220,2	369,7
Netto-Finanzverbindlichkeiten	67,3	84,5	89,1	127,3	147,2	202,6
w/c Anforderungen	3,3	3,5	9,0	31,2	35,0	38,4
Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	-1,9%	5,2%	4,1%	7,0%	28,6%	18,3%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	0,9%	-0,1%	-0,4%	6,6%	5,6%	4,2%
Nettoverschuldung	177,4%	210,3%	172,4%	209,6%	173,1%	194,7%
Nettoverschuldung / EBITDA	8,5x	10,0x	9,3x	5,3x	4,9x	5,7x

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

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 SRH AlsterResearch 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 SRH AlsterResearch 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 AlsterResearch 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 SRH AlsterResearch zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch SRH AlsterResearch 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 SRH AlsterResearch 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 AlsterResearch 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.alsterresearch.com>.

Die SRH AlsterResearch AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

Spekulativ (Spek.) 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 SRH AlsterResearch 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 SRH AlsterResearch AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der SRH AlsterResearch 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:
17-Feb-23 10:41:47

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 SRH AlsterResearch AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

8. Zuständige Aufsichtsbehörde Die SRH AlsterResearch 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://www.alsterresearch.com>.

Kontakt

SRH AlsterResearch AG
Himmelstr. 9
22299 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: info@alsterresearch.com

Sales

MARKUS KÖNIG-WEISS
Head of Sales
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: mkw@alsterresearch.com

Team Assistant

HANNAH GABERT
Team Assistant
Tel: +49 40 309 293-53
E-Mail: h.gabert@alsterresearch.com

mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG
Rottenbacher Straße 28
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0
Fax: +49 89 85852-505
E-Mail: info@mwbfairtrade.com

Unser Research ist ebenfalls abrufbar unter

Research

HARALD HOF
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: h.hof@alsterresearch.com

LEVENT YILMAZ
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: l.yilmaz@alsterresearch.com

KATHARINA SCHLÖTER
Analyst
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: k.schloeter@alsterresearch.com

THOMAS WISSLER
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: t.wissler@alsterresearch.com

DR. OLIVER WOJAHN, CFA
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-55
E-Mail: o.wojahn@alsterresearch.com

ALEXANDER ZIENKOWICZ
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-56
E-Mail: a.zienkowicz@alsterresearch.com

Equity Capital Markets / Trading

KAI JORDAN
Member of the Board
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: kjordan@mwbfairtrade.com

ALEXANDER DEUSS
Head of Institutional Sales
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: adeuss@mwbfairtrade.com

SASCHA GUENON
Head of Designated Sponsoring
Tel: +49 40 360 995 - 23
E-Mail: sguenon@mwbfairtrade.com



RESEARCH HUB	www.research-hub.de
BLOOMBERG	www.bloomberg.com
FACTSET	www.factset.com
THOMSON REUTERS / REFINITIV	www.refinitiv.com
CAPITALIQ	www.capitaliq.com