

# Photon Energy NV

Niederlande | Erneuerbare Energien | Marktkap. EUR 156,2 Mio.

18-Aug-23

UPDATE



## Ein schwieriges Q2, Prognosen und Kursziel reduziert

### What's it all about?

Photon Energy meldete für Q2 einen Umsatzrückgang von fast 10% im Vergleich zum Vorjahr, der auf geringere Stromerzeugungs- und Handelsumsätze zurückzuführen ist. Die Margen wurden auch durch einen Mix-Effekt und die Übernahme von Lerta negativ beeinflusst. Photon Energy hat seine Prognose für das GJ23 deutlich nach unten korrigiert und begründet dies mit einer Kombination von Faktoren: einem langsamer als erwarteten Hochfahren der Stromerzeugungskapazitäten aufgrund eines verzögerten Netzanschlusses in Rumänien, sinkenden Strompreisen, ungünstigen Wetterbedingungen und sich verschlechternden Marktbedingungen im Handelssegment. Wir passen unsere Schätzungen an, um eine geringere Rentabilität im Handelsbereich und ein moderateres Tempo bei den Investitionen in eigene PV-Anlagen zu berücksichtigen. Das sich daraus ergebende Kursziel von EUR 3,80 stützt nach wie vor das Rating KAUFEN.

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 3,80 (4,25)
Aktueller Kurs	EUR 2,55
Kurspotenzial	49,0%



### ANALYST

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

WICHTIG: Bitte beachten Sie die letzten Seiten dieses Berichts "Haftungsausschluss" und "Interessenskonflikte".

[alsterresearch.com](https://alsterresearch.com)

Dieser Research Report wurde von AlsterResearch erstellt - ein durch die BaFin zugelassenes Institut

# Photon Energy NV

Niederlande | Erneuerbare Energien | Marktkap. EUR 156,2 Mio. | EV EUR 283,4 Mio.

**KAUFEN** (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 3,80 (4,25)  
**Aktueller Kurs** EUR 2,55  
**Kurspotenzial** 49,0%

**ANALYST**

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

## Ein schwieriges Q2, Prognosen und Kursziel reduziert

**Rückläufiger Umsatz in Q2.** Photon Energy hat seine Q2-Ergebnisse bekannt gegeben und eine Telefonkonferenz abgehalten. Die Umsatzerlöse in Höhe von 21,0 Mio. EUR gingen im Jahresvergleich um fast 10% zurück. Ein wesentlicher Faktor war der Rückgang der Stromerzeugungserlöse (-34% yoy), wo ein Anstieg der Produktion um fast 5% durch sinkende Preise mehr als kompensiert wurde. Der zweite Faktor war ein Rückgang der Handelsumsätze um 35% gegenüber dem Vorjahr aufgrund der schwachen Nachfrage und der niedrigeren Preise. Die zusätzlichen Einnahmen aus dem Bereich Neue Energie (einschließlich der Lerta-Akquisition) und die gute Entwicklung von Betrieb und Wartung (+114% yoy) und Engineering (+61% yoy) konnten die oben genannten Einbußen nicht vollständig ausgleichen.

**Margen durch Mix und Akquisition belastet.** Die Bruttomargen erholten sich vom historisch niedrigen Niveau des ersten Quartals, waren aber immer noch 4,5 Prozentpunkte niedriger als im Vorjahr. Der Rückgang der EBITDA-Marge von 35% auf 12% im Jahresvergleich ist zum Teil auf einen Mix-Effekt zurückzuführen, da der Anteil der margenstarken Stromerzeugung von fast 50% im zweiten Quartal 22 auf etwa ein Drittel des Umsatzes im zweiten Quartal 23 zurückging. Der zweite Faktor war ein Anstieg der Personal- und sonstigen Kosten, hauptsächlich im Zusammenhang mit der Übernahme von Lerta. Dennoch ist es Photon Energy gelungen, beim EBIT wieder in die schwarzen Zahlen zu kommen.

**Working Capital bindet Liquidität.** Der operative Cashflow vor Veränderungen des Working Capitals belief sich im zweiten Quartal auf rund 4,1 Mio. EUR. Ein Anstieg des Working Capitals, der hauptsächlich auf höhere Forderungen und niedrigere Verbindlichkeiten zurückzuführen ist, führte jedoch zu einem operativen Cashflow von -6,9 Mio. EUR. Die höheren Forderungen standen teilweise im Zusammenhang mit Umsatzsteuerforderungen aus den im Bau befindlichen rumänischen Kraftwerken und teilweise mit höheren Forderungen im Handelsgeschäft. Zusammen mit der Investitionstätigkeit führte dies im zweiten Quartal zu einem freien Cashflow von -12,7 Mio. EUR, der durch die Aufnahme von Krediten finanziert wurde, so dass die Cash-Position mit 8,2 Mio. EUR ungefähr unverändert blieb.

- Fortsetzung nächste Seite -

Photon Energy NV	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz	28,3	36,4	94,2	110,5	137,9	160,5
Wachstum yoy	-6,3%	28,7%	159,1%	17,2%	24,9%	16,4%
EBITDA	8,4	9,6	24,1	10,2	21,3	33,5
EBIT	-0,1	-0,9	14,5	-0,3	9,4	17,9
Jahresüberschuss	2,1	2,0	4,3	5,2	7,7	24,8
Nettoverschuldung	84,5	89,1	127,3	140,7	171,2	249,3
Nettoversch./EBITDA	10,0x	9,3x	5,3x	13,8x	8,1x	7,4x
Gewinn pro Aktie*	0,04	0,04	0,07	0,09	0,13	0,40
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%
Rohertagsmarge	83,6%	65,0%	53,1%	52,8%	61,2%	65,1%
EBITDA-Marge	29,9%	26,4%	25,5%	9,2%	15,4%	20,9%
EBIT-Marge	-0,5%	-2,3%	15,4%	-0,3%	6,8%	11,2%
ROCE	-0,1%	-0,4%	6,6%	-0,1%	2,9%	4,4%
EV/Umsatz	8,5x	6,7x	3,0x	2,7x	2,4x	2,5x
EV/EBITDA	28,5x	25,6x	11,8x	29,1x	15,4x	12,1x
EV/EBIT	-1.695,0x	-287,9x	19,5x	-874,5x	35,0x	22,7x
KGV	62,7x	70,9x	36,5x	29,9x	20,3x	6,3x

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch



Quelle: AlsterResearch

**Hoch/Tief 52 W.** 3,58 / 2,22  
**Kurs/Buchwert** 2,6x

**Ticker / Symbols**

ISIN NL0010391108  
WKN A1T9KW  
Bloomberg P7V:GR

**Änderung der Prognosen**

		Umsatz	EBIT	GjA
2023E	old	141,9	11,2	0,32
	Δ	-22,1%	na%	-73,5%
2024E	old	170,9	19,5	0,31
	Δ	-19,3%	-51,9%	-58,9%
2025E	old	198,9	30,3	0,55
	Δ	-19,3%	-40,9%	-26,2%

**Aktienkennzahlen**

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 61,24  
Buchwert p.A.: (in EUR) 0,99  
Ø Handelsvolumen: (52 W.) 59

**Aktionärsstruktur**

Solar Future 35,5%  
Solar Power to the People 32,8%  
Treasury Shares 2,4%  
Streubesitz 29,3%

**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.

Künftig wird sich Photon Energy stärker auf das Management des Working Capitals konzentrieren. In Kombination mit einem moderateren Investitionstempo für eigene PV-Kapazitäten (200 MWp erwartet bis 2024, gegenüber bisher 600 MWp) und der damit verbundenen Möglichkeit, Projektrechte zu verkaufen, sollte dies den Finanzierungsbedarf deutlich senken. Es ist anzumerken, dass die bereinigte Eigenkapitalquote von 29,4% immer noch deutlich über dem von den Green Bond Covenants geforderten Niveau von 25% liegt.

**Guidance reduziert.** Photon Energy hat die Prognose für das Geschäftsjahr 23 deutlich gesenkt: Der Umsatz wird nun bei EUR 110 Mio. (vorher EUR 150 Mio.) und das EBITDA bei EUR 10 Mio. (vorher EUR 29 Mio.) erwartet. Während wir erwartet hatten, dass das Unternehmen nach einem schwierigen ersten Quartal die Prognose verfehlen würde, ist das Ausmaß der Herabstufung eine Überraschung. Dies ist auf eine Kombination von Faktoren zurückzuführen: ein langsamer als erwartetes Hochfahren der Erzeugungskapazitäten aufgrund eines verzögerten Netzanschlusses in Rumänien, sinkende Strompreise, ungünstige Wetterbedingungen und sich verschlechternde Marktbedingungen im Handelsegment. Obwohl die Prognose auf einem "Blue-Sky-Szenario" (im wörtlichen und übertragenen Sinne) basierte, waren einige dieser Faktoren schwer vorhersehbar und lagen außerhalb der Kontrolle des Unternehmens. Wir gehen davon aus, dass die revidierte Prognose konservativer ausfällt, und der jüngste Anstieg der deutschen Stromterminkontrakte könnte endlich auf Rückenwind an der Preisfront hindeuten.

**Australien mit Überraschungspotenzial.** Die RayGen-Demoanlage in Carwarp (Australien) scheint kurz vor der Fertigstellung zu stehen und wird am 31. August offiziell eröffnet. Dies könnte die Aufmerksamkeit auf die kommerzielle Machbarkeit der Technologie lenken. Das verkleinerte, aber immer noch riesige (200 MWp DC) Yadnarie-Projekt könnte in 12 Monaten baureif sein, und vier neue Projekte in New South Wales mit einer Gesamtkapazität von 455 MWp (AC) wurden in die Pipeline aufgenommen. Ebenfalls in Australien wurden die Tests der PFAS-Sanierungstechnologie mit ermutigenden Ergebnissen und potenziellen größeren Folgeprojekten ausgeweitet. Die Kommerzialisierung ist in Vorbereitung. Das Marktpotenzial ist beträchtlich, erst gestern hat die US-Umweltschutzbehörde Daten veröffentlicht, aus denen hervorgeht, dass das Trinkwasser von 26 Millionen Amerikanern mit PFAS kontaminiert ist (siehe zum Beispiel [hier](#)).

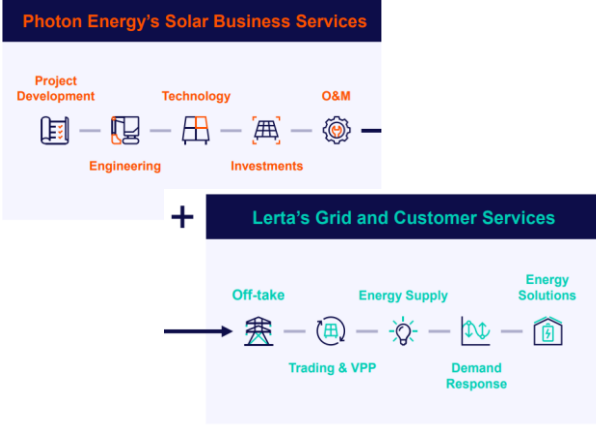
**KAUFEN bestätigt.** Wir passen die Schätzungen an, um eine geringere Rentabilität im Handelsbereich und ein moderateres Tempo der Investitionen in eigene PV-Anlagen zu berücksichtigen. Das sich daraus ergebende Kursziel von EUR 3,80 unterstützt weiterhin unser KAUFEN-Rating.

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

Quartalstabelle	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023
Umsatz	10,2	11,7	9,1	23,2	35,4	26,4	19,3	21,0
yoy Wachstum in %	13,8%	130,3%	99,9%	135,7%	247,2%	125,3%	111,0%	-9,8%
Rohertrag	8,1	4,4	6,2	14,3	20,3	9,3	6,2	11,9
Rohertragsmarge in %	79,0%	37,3%	67,5%	61,4%	57,4%	35,3%	32,4%	56,9%
EBITDA	4,4	0,9	2,0	8,1	12,7	1,2	0,3	2,5
EBITDA-Marge in %	43,5%	8,0%	22,2%	35,0%	35,9%	4,6%	1,7%	11,9%
EBIT	0,4	-1,0	0,5	4,6	9,7	-0,4	-1,6	0,1
EBIT-Marge in %	4,1%	-8,9%	5,8%	20,0%	27,5%	-1,3%	-8,1%	0,5%
EBT	-1,1	-1,2	-1,3	2,6	7,3	-2,4	-4,2	-2,8
Steuern	0,3	-0,2	-0,1	0,6	1,3	-1,4	0,0	0,5
Steuerquote in %	-30,9%	20,0%	10,5%	22,5%	18,1%	58,4%	0,0%	-17,0%
Nettogewinn	-1,4	-1,0	-1,4	2,0	6,0	-3,8	-4,2	-3,3
yoy Wachstum in %	na%	na%	na%	na%	na%	na%	na%	na%
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,06</b>

# Investment Case in sechs Grafiken

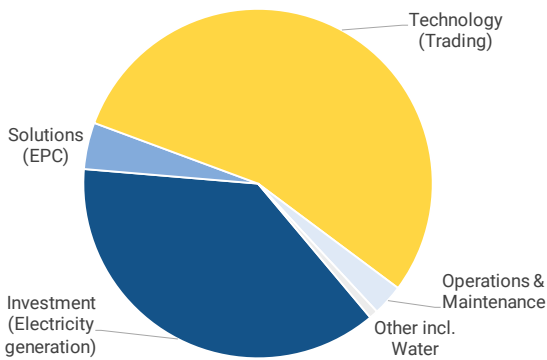
## Geschäftsmodell



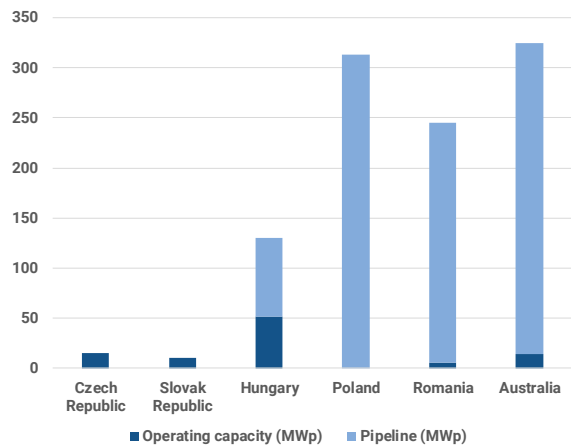
## Geografische Präsenz



## Umsatzanteile (2022)

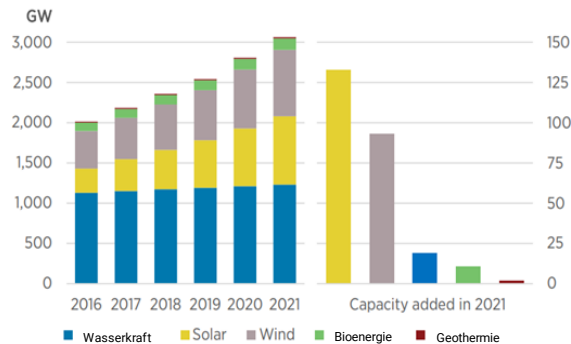


## Kapazität und Projektpipeline

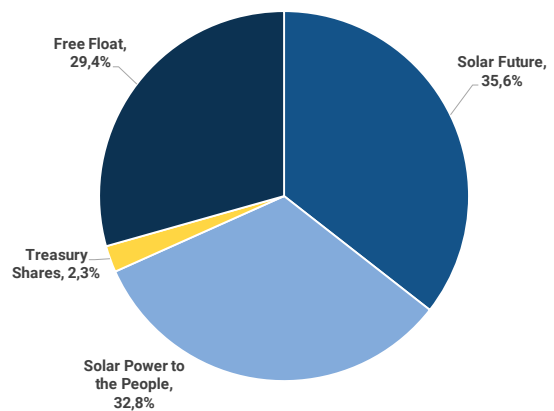


## Die am schnellsten wachsende erneuerbare Energie

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

# Bewertung

## DCF Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 3,83** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass Photon Energy NV weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2023E-2030E bei 12,0% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von -0,1% in 2023E bis auf 7,5% in 2030E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von 0,89. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 0,65. 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 6,5%, einem Steuersatz von 30,0% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 1,1 ergibt sich ein langfristiger WACC von 6,6%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Endwert
NOPAT	-0,2	6,5	12,5	18,6	21,2	23,4	25,6	29,3	
Abschreibung & Amortis.	10,5	11,9	15,6	17,3	18,9	20,5	22,1	22,8	
Änderung des w/c	11,0	-5,9	-5,5	-3,8	-2,7	-2,8	-2,8	-3,7	
Änderung Rückstellungen	10,1	-1,4	0,2	2,7	2,0	2,0	2,0	2,2	
Capex	-35,5	-30,5	-87,1	-42,5	-41,9	-41,3	-40,7	-21,5	
Cash flow	-4,1	-19,3	-64,2	-7,7	-2,5	1,9	6,2	29,1	640,3
Barwert (Gegenwartswert)	-4,0	-17,7	-54,9	-6,1	-1,9	1,3	4,1	17,8	399,0
WACC	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,6%

DCF pro Aktie abgeleitet aus	
Gesamter Barwert	337,6
Adj. Halbjahres-Barwert	348,8
Nettoverschuldung	127,3
Finanzanlagen	12,8
Rückstellungen	0,0
Wert des Eigenkapitals	234,4
Anzahl ausstehender Aktien	61,2
<b>Discontierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>3,83</b>
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>50,1%</b>

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Planungshorizont durchsch. Wachstum (2023E-2030E)	12,0%
Endwert Wachstum (2030E - Unendlichkeit)	2,0%
Endwert ROCE	7,5%
Endwert WACC	6,6%

WACC abgeleitet aus	
Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	6,5%
Steuersatz	30,0%
Beta	0,89
Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	0,65
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	1,1
Relevered beta	1,14
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	8,8%

Aktienkurs	2,55
------------	------

## Sensitivitätsanalyse DCF

	WACC	Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
	2,0%	0,7	0,9	1,2	1,6	2,0	2023E-2026E	-24,5%
	1,0%	1,5	1,8	2,3	2,8	3,5	2027E-2030E	6,3%
	0,0%	2,6	3,1	<b>3,8</b>	4,7	5,8	Endwert	118,2%
	-1,0%	4,2	5,1	6,3	7,8	9,9		
	-2,0%	6,8	8,4	10,6	13,9	19,1		

Source: AlsterResearch

## 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 0,07 je Aktie auf der Grundlage von 2023E und EUR 6,16 je Aktie auf der Grundlage von 2027E 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.	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>EBITDA</b>	<b>10,2</b>	<b>21,3</b>	<b>33,5</b>	<b>43,8</b>	<b>49,2</b>
- Erhaltungsinvestitionen	7,7	8,8	11,9	13,2	14,6
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	-4,1	-2,0	-0,6	1,2	1,8
<b>= Adjustierter FCF</b>	<b>6,6</b>	<b>14,4</b>	<b>22,2</b>	<b>29,4</b>	<b>32,8</b>
<b>Aktuelle MarketCap</b>	<b>156,2</b>	<b>156,2</b>	<b>156,2</b>	<b>156,2</b>	<b>156,2</b>
+ Nettoversch. (-cash)	140,7	171,2	249,3	272,7	292,3
+ 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
EV Adjustierungen	127,9	158,4	236,5	259,9	279,5
<b>= Richtiger EV</b>	<b>284,1</b>	<b>314,5</b>	<b>392,7</b>	<b>416,0</b>	<b>435,6</b>
<b>Adjustierte FCF-Rendite</b>	<b>2,3%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,5%</b>
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%
<b>Fairer EV</b>	<b>132,1</b>	<b>287,9</b>	<b>444,8</b>	<b>587,4</b>	<b>656,9</b>
- EV Adjustierung	127,9	158,4	236,5	259,9	279,5
<b>Faire MarketCap</b>	<b>4,2</b>	<b>129,5</b>	<b>208,3</b>	<b>327,5</b>	<b>377,5</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	61,2	61,2	61,2	61,2	61,2
<b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>	<b>0,07</b>	<b>2,11</b>	<b>3,40</b>	<b>5,35</b>	<b>6,16</b>
Prämie (-) / Discount (+)	-97,3%	-17,1%	33,4%	109,8%	141,7%

### Sensitivitätsanalyse fairer Wert

	3,0%	1,5	5,2	8,2	11,7	13,3
<b>Adj.</b>	4,0%	0,6	3,3	5,2	7,7	8,8
<b>Hurdle</b>	<b>5,0%</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>
<b>Rate</b>	6,0%	-0,3	1,3	2,2	3,7	4,4
	7,0%	-0,5	0,8	1,3	2,6	3,1

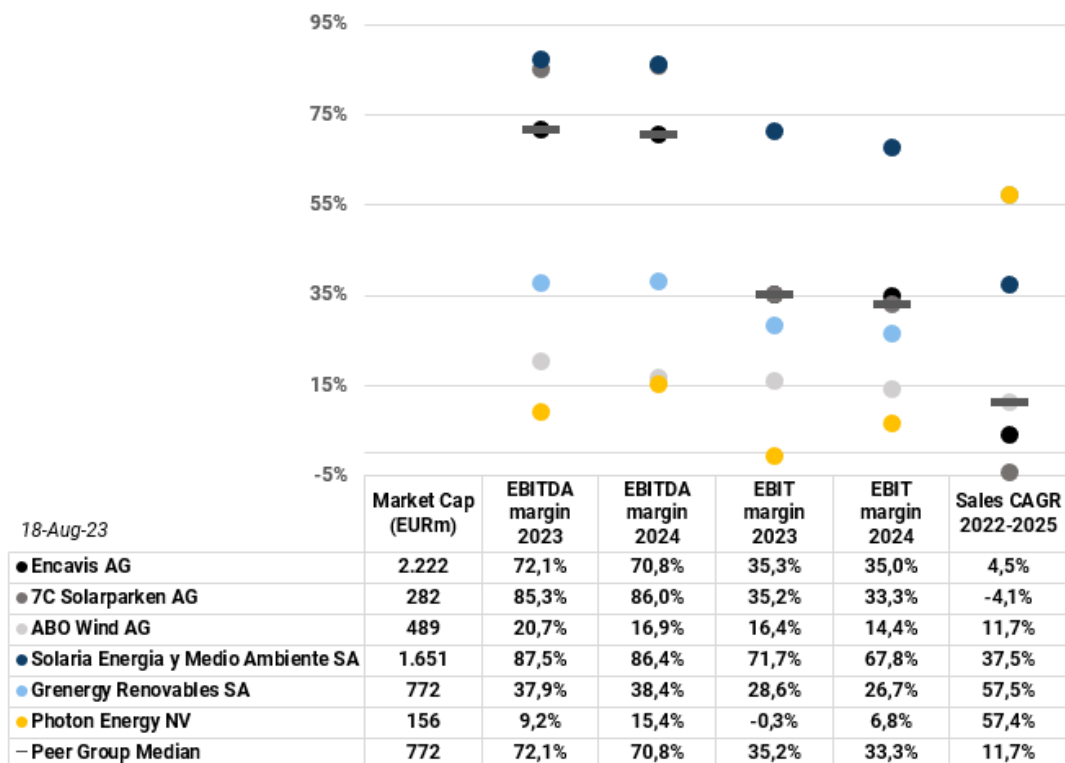
Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

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 6,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist.

## 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 771,6m, verglichen mit EUR 156,2m für Photon Energy NV.

### Peer Group – Schlüsseldaten



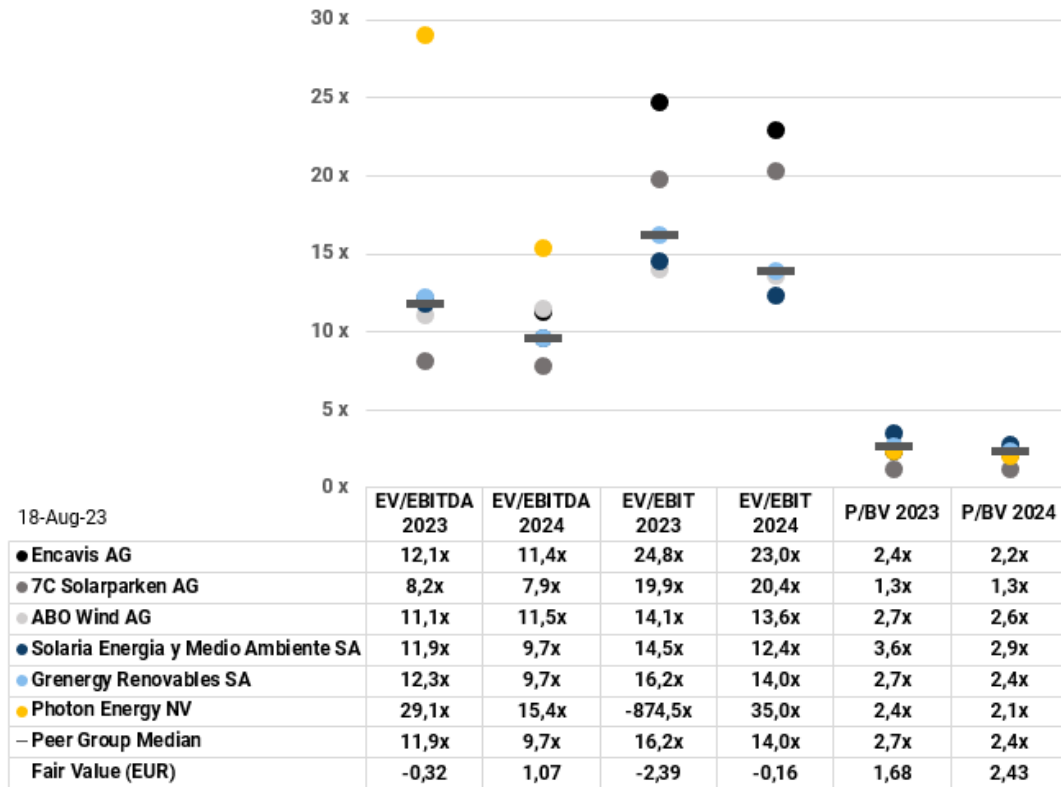
Source: Sentieo, AlsterResearch



Die Analyse vergleichbarer Unternehmen basiert auf der Annahme, dass ähnliche Unternehmen ähnliche Bewertungsmultiplikatoren aufweisen. Wir verwenden die folgenden Multiplikatoren: EV/EBITDA 2023, EV/EBITDA 2024, EV/EBIT 2023, EV/EBIT 2024, P/BV 2023 und P/BV 2024.

**Die Anwendung auf Photon Energy NV ergibt einen Bereich von fairen Werten von EUR 0,01 bis EUR 2,43.**

### Peer Group – Multiples und Bewertung

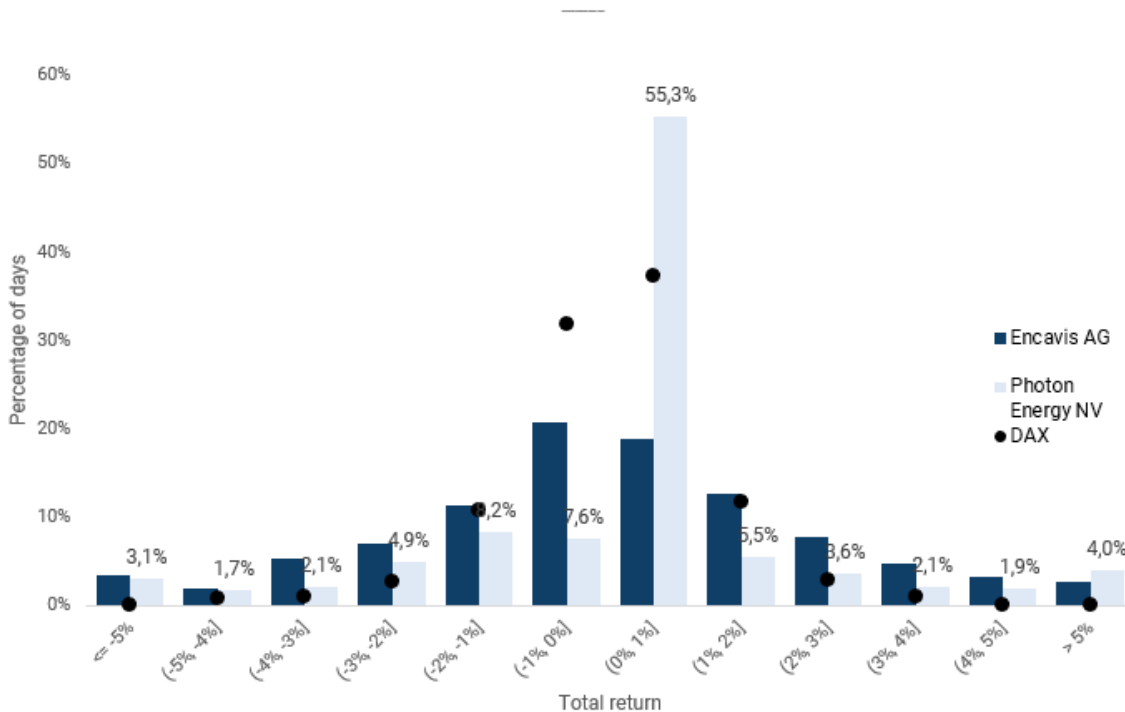


Source: Sentieo, AlsterResearch

# 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 DAX 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 30.06.2021 mit einem Kursrückgang von -29,6%. Der beste Tag war der 05.01.2021, als der Aktienkurs um 15,3% stieg.

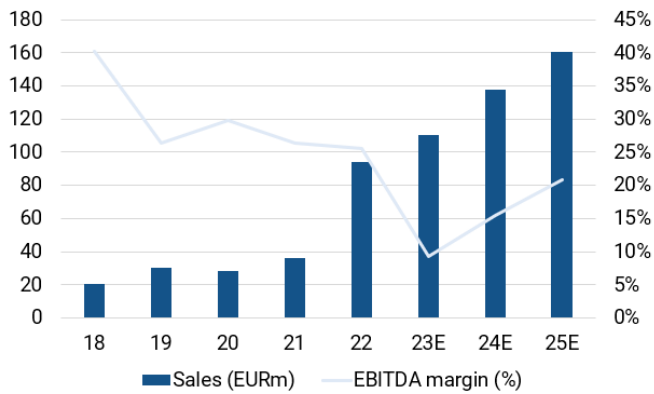
**Risiko – Verteilung der täglichen Renditen (vergangene 3 Jahre)**



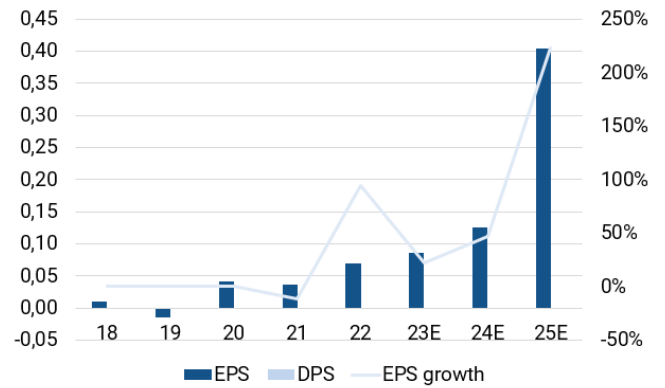
Source: Sentio, AlsterResearch

# Finanzkennzahlen in 6 Charts

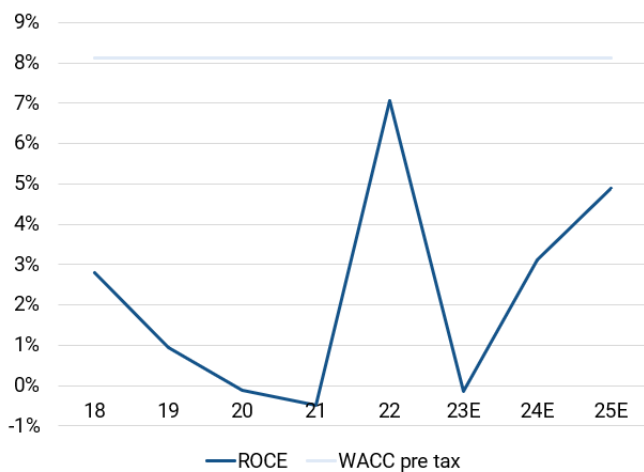
**Sales vs. EBITDA margin development**



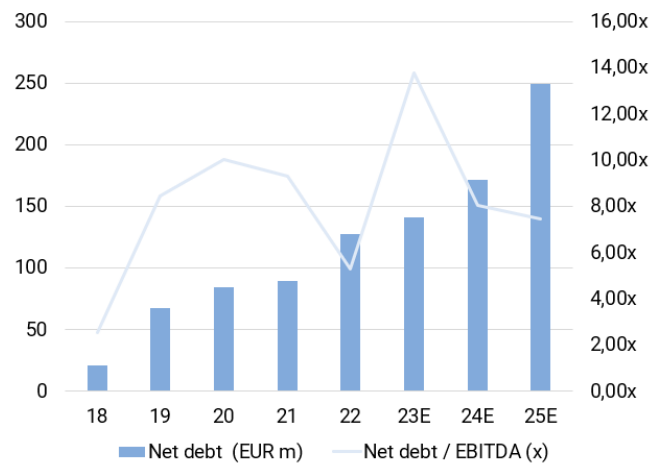
**EPS, DPS in EUR & yoy EPS growth**



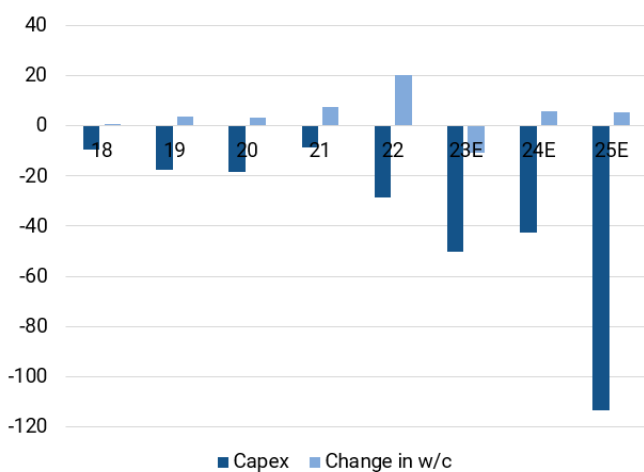
**ROCE vs. WACC (pre tax)**



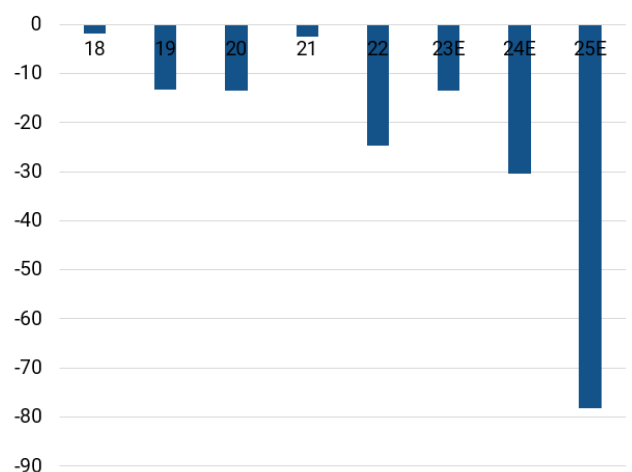
**Net debt and net debt/EBITDA**



**Capex & chgn in w/c requirements in EURm**



**Free Cash Flow in EURm**



Source: Company data, AlsterResearch

# Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>28,3</b>	<b>36,4</b>	<b>94,2</b>	<b>110,5</b>	<b>137,9</b>	<b>160,5</b>
Umsatzwachstum	-6,3%	28,7%	159,1%	17,2%	24,9%	16,4%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>28,3</b>	<b>36,4</b>	<b>94,2</b>	<b>110,5</b>	<b>137,9</b>	<b>160,5</b>
Materialaufwendungen	4,6	12,7	44,1	52,1	53,5	56,1
<b>Bruttogewinn</b>	<b>23,6</b>	<b>23,6</b>	<b>50,1</b>	<b>58,3</b>	<b>84,4</b>	<b>104,4</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,6	0,6	1,1	1,4	1,6
Personalaufwendungen	5,8	6,7	9,5	31,6	43,8	50,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,7	7,7	17,0	17,7	20,7	22,5
<b>EBITDA</b>	<b>8,4</b>	<b>9,6</b>	<b>24,1</b>	<b>10,2</b>	<b>21,3</b>	<b>33,5</b>
Abschreibung	8,3	10,7	9,0	9,6	11,1	14,8
EBITA	0,1	-1,1	15,1	0,6	10,2	18,7
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,3	-0,2	0,6	0,9	0,8	0,8
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>14,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>9,4</b>	<b>17,9</b>
Finanzergebnis	-6,4	-5,2	-8,3	-13,3	-15,9	-19,9
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-6,5	-6,1	6,2	-13,7	-6,6	-2,0
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	-6,5	-6,1	6,2	-13,7	-6,6	-2,0
Steuern	2,2	0,5	3,5	-4,1	-2,0	-0,6
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-8,7	-6,6	2,8	-9,6	-4,6	-1,4
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	10,8	8,5	1,5	14,8	12,3	26,1
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>5,2</b>	<b>7,7</b>	<b>24,8</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	2,1	2,0	4,3	5,2	7,7	24,8
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	51,20	54,36	61,24	61,24	61,24	61,24
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>	<b>0,40</b>

Profit and loss (common size)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<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	16%	35%	47%	47%	39%	35%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>84%</b>	<b>65%</b>	<b>53%</b>	<b>53%</b>	<b>61%</b>	<b>65%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1%	2%	1%	1%	1%	1%
Personalaufwendungen	21%	19%	10%	29%	32%	31%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	34%	21%	18%	16%	15%	14%
<b>EBITDA</b>	<b>30%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>9%</b>	<b>15%</b>	<b>21%</b>
Abschreibung	29%	29%	10%	9%	8%	9%
EBITA	0%	-3%	16%	1%	7%	12%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	1%	-1%	1%	1%	1%	0%
<b>EBIT</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>	<b>15%</b>	<b>-0%</b>	<b>7%</b>	<b>11%</b>
Finanzergebnis	-23%	-14%	-9%	-12%	-12%	-12%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-23%	-17%	7%	-12%	-5%	-1%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	-23%	-17%	7%	-12%	-5%	-1%
Steuern	8%	1%	4%	-4%	-1%	-0%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-31%	-18%	3%	-9%	-3%	-1%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	38%	23%	2%	13%	9%	16%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>15%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>15%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Bilanz (in EUR Mio.)	2020	2021	2022	2023E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	126,3	127,5	145,3	186,0
Finanzielle Vermögenswerte	7,5	14,1	12,8	12,8
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>135,1</b>	<b>142,5</b>	<b>171,2</b>	<b>210,9</b>
Vorräte	1,0	2,2	15,8	11,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,1	9,1	27,8	27,2
Sonstiges Umlaufvermögen	2,2	2,9	3,2	3,2
Barmittel	14,3	39,4	21,4	49,3
Latente Steuern	0,0	0,3	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,3	0,3	0,9	0,9
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>23,9</b>	<b>54,2</b>	<b>69,1</b>	<b>92,0</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>158,9</b>	<b>196,6</b>	<b>240,2</b>	<b>303,0</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>40,2</b>	<b>51,7</b>	<b>60,7</b>	<b>65,9</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Langfristige Schulden	92,8	100,0	138,2	180,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	10,8	11,1	12,0	22,1
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>103,6</b>	<b>111,1</b>	<b>150,2</b>	<b>202,1</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	6,0	28,5	10,4	10,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,7	2,3	12,4	12,9
Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	4,9	3,2	4,4	9,9
Latente Steuern	0,6	0,0	2,3	2,3
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>15,2</b>	<b>34,0</b>	<b>29,5</b>	<b>35,1</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>158,9</b>	<b>196,6</b>	<b>240,2</b>	<b>303,0</b>

Bilanz (common size)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	80%	65%	60%	61%	62%	72%
Finanzielle Vermögenswerte	5%	7%	5%	4%	4%	3%
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>85%</b>	<b>72%</b>	<b>71%</b>	<b>70%</b>	<b>69%</b>	<b>78%</b>
Vorräte	1%	1%	7%	4%	3%	3%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4%	5%	12%	9%	10%	9%
Sonstiges Umlaufvermögen	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Barmittel	9%	20%	9%	16%	17%	9%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>15%</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</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>26%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%
Langfristige Schulden	58%	51%	58%	59%	63%	64%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	7%	6%	5%	7%	6%	5%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>65%</b>	<b>57%</b>	<b>63%</b>	<b>67%</b>	<b>69%</b>	<b>69%</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	4%	14%	4%	3%	3%	2%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2%	1%	5%	4%	4%	3%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	3%	2%	2%	3%	3%	3%
Latente Steuern	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>10%</b>	<b>17%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Cash flow statement (EUR Mio.)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Jahresüberschuss/Verlust	-6,5	-5,9	6,2	5,2	7,7	24,8
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	8,3	10,7	8,9	9,6	11,1	14,8
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,7	0,9	0,8	0,8
Sonstige	6,4	9,0	7,8	10,1	-1,4	0,2
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	8,2	13,7	23,6	25,8	18,2	40,6
Veränderung des Bestands	0,1	-1,2	-13,4	4,4	-0,3	-0,6
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-1,8	-1,6	-10,9	0,5	-6,8	-5,6
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	-1,6	-2,4	5,0	0,5	0,3	0,6
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-0,1	-2,5	-0,5	5,6	0,9	0,0
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-3,3	-7,6	-19,9	11,0	-5,9	-5,5
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>4,8</b>	<b>6,1</b>	<b>3,7</b>	<b>36,9</b>	<b>12,3</b>	<b>35,1</b>
CAPEX	-18,3	-8,6	-28,4	-50,3	-42,8	-113,2
Zahlungen für Akquisitionen	-0,0	0,0	-6,2	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	-1,9	-5,6	0,4	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>-20,2</b>	<b>-14,2</b>	<b>-34,3</b>	<b>-50,3</b>	<b>-42,8</b>	<b>-113,2</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-15,3	-8,1	-30,6	-13,5	-30,5	-78,1
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	18,6	29,8	18,0	41,4	40,0	60,0
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	-6,7	-6,9	-8,7	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>11,9</b>	<b>22,9</b>	<b>9,3</b>	<b>41,4</b>	<b>40,0</b>	<b>60,0</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	-3,4	14,8	-21,2	27,9	9,5	-18,1
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>9,9</b>	<b>32,5</b>	<b>11,3</b>	<b>39,2</b>	<b>48,7</b>	<b>30,6</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Deutschland	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Europa (ex Deutschland)	22,8	29,3	89,1	107,6	133,3	153,8
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	5,5	7,1	5,1	2,8	4,6	6,7
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>28,3</b>	<b>36,4</b>	<b>94,2</b>	<b>110,5</b>	<b>137,9</b>	<b>160,5</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Deutschland	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Europa (ex Deutschland)	80,6%	80,6%	94,6%	97,5%	96,7%	95,8%
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	19,4%	19,4%	5,4%	2,5%	3,3%	4,2%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	0,04	0,04	0,07	0,09	0,13	0,40
Cash Flow pro Aktie	-0,04	-0,04	-0,06	0,48	0,06	0,38
Buchwert pro Aktie	0,79	0,95	0,99	1,08	1,20	1,61
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Bewertung</b>						
KGV	62,7x	70,9x	36,5x	29,9x	20,3x	6,3x
Kurs/CF	-72,3x	-57,3x	-45,5x	5,4x	44,9x	6,7x
Preis/Buchwert	3,2x	2,7x	2,6x	2,4x	2,1x	1,6x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-Rendite (%)	-1,4%	-1,7%	-2,2%	18,7%	2,2%	14,9%
Unternehmenswert/Umsatz	8,5x	6,7x	3,0x	2,7x	2,4x	2,5x
Unternehmenswert/EBITDA	28,5x	25,6x	11,8x	29,1x	15,4x	12,1x
Unternehmenswert/EBIT	-1.695,0x	-287,9x	19,5x	-874,5x	35,0x	22,7x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	28,3	36,4	94,2	110,5	137,9	160,5
Wachstum Veränderung (%)	-6,3%	28,7%	159,1%	17,2%	24,9%	16,4%
Rohertrag	23,6	23,6	50,1	58,3	84,4	104,4
Rohertragsmarge (%)	83,6%	65,0%	53,1%	52,8%	61,2%	65,1%
EBITDA	8,4	9,6	24,1	10,2	21,3	33,5
EBITDA Marge (%)	29,9%	26,4%	25,5%	9,2%	15,4%	20,9%
EBIT	-0,1	-0,9	14,5	-0,3	9,4	17,9
EBIT Marge (%)	-0,5%	-2,3%	15,4%	-0,3%	6,8%	11,2%
Jahresüberschuss	2,1	2,0	4,3	5,2	7,7	24,8
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	4,8	6,1	3,7	36,9	12,3	35,1
Investitionen	-18,3	-8,6	-28,4	-50,3	-42,8	-113,2
Erhaltungsinvestitionen	6,6	8,5	7,2	7,7	8,8	11,9
Freier Cash Flow	-13,5	-2,5	-24,7	-13,5	-30,5	-78,1
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	1,3	0,8	13,0	12,1	11,3	10,5
Materielle Vermögensgegenstände	126,3	127,5	145,3	186,0	217,7	316,1
Eigenkapital	40,2	51,7	60,7	65,9	73,6	98,4
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	109,6	139,6	160,6	212,1	250,7	310,9
Netto-Finanzverbindlichkeiten	84,5	89,1	127,3	140,7	171,2	249,3
w/c Anforderungen	3,5	9,0	31,2	25,8	32,5	38,0
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	5,2%	3,8%	7,0%	7,9%	10,4%	25,2%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	-0,1%	-0,4%	6,6%	-0,1%	2,9%	4,4%
Nettoverschuldung	210,3%	172,4%	209,6%	213,4%	232,6%	253,4%
Nettoverschuldung / EBITDA	10,0x	9,3x	5,3x	13,8x	8,1x	7,4x

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. Potentielle 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:

**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 Abwärtspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

**Halten:** Das Aufwärts-/Abwärtspotenzial 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:**

18-Aug-23 10:36:19

**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**  
Mittelweg 142  
20148 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [info@alsterresearch.com](mailto:info@alsterresearch.com)

### Sales

**MARKUS KÖNIG-WEISS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [mkw@alsterresearch.com](mailto:mkw@alsterresearch.com)

### Team Assistant

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

Unser Research ist ebenfalls abrufbar unter

## Research

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

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

**LEVENT YILMAZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-114  
E-Mail: [l.yilmaz@alsterresearch.com](mailto:l.yilmaz@alsterresearch.com)

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

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

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

**ALEXANDER DEUSS**  
Head of Institutional Sales  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [adeuss@mwbfairtrade.com](mailto:adeuss@mwbfairtrade.com)

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



<b>RESEARCH HUB</b>	<a href="http://www.research-hub.de">www.research-hub.de</a>
<b>BLOOMBERG</b>	<a href="http://www.bloomberg.com">www.bloomberg.com</a>
<b>FACTSET</b>	<a href="http://www.factset.com">www.factset.com</a>
<b>THOMSON REUTERS / REFINITIV</b>	<a href="http://www.refinitiv.com">www.refinitiv.com</a>
<b>CAPITALIQ</b>	<a href="http://www.capitaliq.com">www.capitaliq.com</a>