

**Datum:** 26. dubna 2017  
**Titul:** Photon Energy N.V.  
**ISIN:** NL0010391108  
**Sektor:** Solární energie

**Dlouhodobý rating S&P:** -  
**12M cíl dle Bloombergu:** -  
**Předpoklad ex-date nejbližší dividendy:** -  
**Předpoklad ohlášení hospodaření:** 9.5.2017

**Doporučení BHS:** Not rated

# Photon Energy N.V. – SWOT analýza

**Martin Vlček (analytik)**



Photon Energy je energetická společnost se sídlem v Holandsku, která staví solární parky v 5 zemích, včetně ČR, SR a Austrálie. Některé projekty sama vlastní, jiné staví a spravuje pro externí partnery. Zdrojem příjmů jsou tak zejména tržby z produkce elektřiny z vlastních solárních elektráren a dále ze stavby, servisu a správy solárních parků pro externí majitele. Spoluzakladatelé a ředitelé společnosti Čechorakušan Georg Hotar a Čechoaustralán Michael Gartner drží 80 % akcií. Dalších 9 % drží zaměstnanci společnosti a zbytek je volně dostupný na akciovém trhu.

Společnost Photon Energy byla schopna i přes mírný pokles tržeb již čtvrtým rokem zvyšovat operativní marže díky pragmatickému snižování nákladů. Firma v posledním roce výrazně pokročila v expanzi na australský trh, což společnosti pomůže diverzifikovat zdroje příjmů nejen regionálně, ale také regulatorně, protože australský solární trh je konkurenceschopný vůči ostatním zdrojům energie bez dotací. Rizikem je zejména regulatorní prostředí v ČR, konkurence a rentabilita na australském solárním trhu a zadluženost.

## SWOT analýza

<p><b>Silné stránky</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Mnohaleté know-how v oboru</li> <li>Největší poskytovatel služeb pro solární elektrárny v ČR</li> <li>Několikaletý růst marží</li> </ul>	<p><b>Slabé stránky</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Negativní volné peněžní toky</li> <li>Relativní stagnace tržeb</li> <li>Relativně vysoká zadluženost</li> <li>Dividendová politika</li> </ul>
<p><b>Příležitosti</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Trhy, které jsou konkurenceschopné bez dotací, zejména Austrálie</li> <li>Správa elektráren pro třetí strany</li> </ul>	<p><b>Hrozby</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Změna regulatorního prostředí, v krajním případě i retrospektivně</li> <li>Růst konkurence na australském trhu</li> <li>Možný růst úrokových sazeb, s vlivem nato, za kolik si firma dokáže půjčit</li> <li>Společnost nezveřejňuje finanční výhled kvůli nízké předvídatelnosti řady parametrů</li> </ul>

## 1. Silné stránky

### Hlavní milníky roku 2016

Photon Energy se loni stala největším českým poskytovatelem služeb servisu fotovoltaických elektráren a v Austrálii postavila další střešní elektrárny a představila projekty v rozvoji s celkovou kapacitou 34 MWp. V roce 2016 společnost aktivně vykupovala zbývající podíly v projektech, které spoluvlastnila se svými joint-venture partnery. Firma také nově zalistovala své akcie na pražské Burze cenných papírů v rámci duálního listingu. V posledním čtvrtletí roku 2016 firma oslovila tuzemské investory znovu, když společnost emitovala také nový 6procentní dluhopis.










## Tržby a marže

I přes absenci růstu tržeb za rok 2016 dokázala firma i v minulém roce zvýšit operativní marže, takže pozitivní trend rostoucích operativních marží již od roku 2013 pokračuje díky pragmatickému snižování nákladů. Výrazný pokles čistého zisku v roce 2016 meziročně je zejména výsledkem vysoké srovnávací základny předchozího roku v důsledku pozitivní revaluace hodnoty derivátů v roce 2015 a také vlivem rozpuštění rezerv v předchozím roce.

Tržby v roce 2016 dosáhly 13,09 mil. EUR, poklesly meziročně o cca 1,7 % z 13,32 mil EUR. V roce 2015 tržby naopak o 13 % rostly. Důvodem poklesu v loňském roce byly nižší výnosy v segmentu stavby elektráren pro třetí strany. Naopak divize vlastní produkce elektřiny a provozování a údržby elektráren si vedly lépe. Ziskovost i přes mírný pokles tržeb vzrostla. EBITDA se zvýšila meziročně o 6,6 % na 6,6 mil. EUR. Zisk před úroky a zdaněním EBIT dosáhl 1,29 mil. EUR, což je meziročně o 15,6 % více. Čistá účetní ztráta za rok 2016 dosáhla 2,01 mil. EUR, zejména díky vysokým úrokovým nákladům.

Z hlediska segmentů se v roce 2016 velmi dobře dařilo zejména divizi provozování a údržby solárních elektráren. Objem elektráren ve správě v České republice ke konci roku 2016 překonal hranici 100 MWp instalovaného výkonu (115,8 MWp). Photon spravuje solární parky mimo jiné pro velké alternativní hráče, jako např. Energy 21. Celosvětově firma nyní spravuje pro třetí strany elektrárny v objemu více než 200 MWp, včetně služeb pro vlastní portfolio elektráren Photonu. Ke konci roku 2016 společnost Photon vlastní solární elektrárny o celkové instalované kapacitě 25,6 MWp, z toho 15 MWp v ČR a 10,4 MWp na Slovensku.

### Overview of Photon energy's markets at the end of 2016

<i>in MWp</i>		<b>Proprietary portfolio</b>	<b>O&amp;M Services</b>
Czech Republic		15.0	115.8
Slovakia		10.4	21.4
France			21.3
Italy			15.0
Romania			11.0
Belgium			9.2
Germany			1.8
Australia		0.1	1.1
Bulgaria			1.0
<b>Total</b>		<b>25.6</b>	<b>197.5</b>

Zdroj: Výroční zpráva Photon Energy za rok 2016

## Přehled projektů vlastněných společností Photon

The table below represents power plants owned directly or indirectly by Photon Energy N.V. as of the date of the report.

**Table 1. Production results in March 2017**

Project name	Capacity	Feed-in-Tariff	Prod. 2017 Mar.	Proj. 2017 Mar.	Perf.	YTD Prod.	YTD Proj.	Perf.	YTD YoY
Unit	kWp	per MWh, applicable in 2017	kWh	kWh	%	kWh	kWh	%	%
Komorovice	2,354	CZK 13,966	224,115	171,692	30.5%	405,307	299,095	35.5%	22.3%
Zvíkov I	2,031	CZK 13,966	202,746	150,485	34.7%	406,250	262,152	55.0%	17.3%
Dolní Dvořiště	1,645	CZK 13,966	147,392	125,187	17.7%	283,881	218,082	30.2%	18.0%
Svatoslav	1,231	CZK 13,966	87,784	92,976	-5.6%	159,689	161,968	-1.4%	3.1%
Slavkov	1,159	CZK 13,966	123,279	88,540	39.2%	223,821	154,240	45.1%	25.7%
Mostkovice SPV 1	210	CZK 13,966	19,909	15,888	25.3%	36,207	32,063	12.9%	23.0%
Mostkovice SPV 3	926	CZK 15,004	88,706	67,774	30.9%	154,338	120,545	28.0%	21.1%
Zdice I	1,499	CZK 13,966	153,662	110,367	39.2%	283,399	192,263	47.4%	24.5%
Zdice II	1,499	CZK 13,966	153,473	110,367	39.1%	286,884	192,263	49.2%	25.0%
Radvanice	2,305	CZK 13,966	222,913	169,945	31.2%	399,661	296,052	35.0%	26.8%
Břeclav rooftop	137	CZK 13,966	14,760	11,150	32.4%	27,930	22,709	23.0%	24.9%
<b>Total Czech PP</b>	<b>14,996</b>		<b>1,438,738</b>	<b>1,114,371</b>	<b>29.1%</b>	<b>2,667,366</b>	<b>1,951,432</b>	<b>36.7%</b>	<b>21.1%</b>
Babiná II	999	EUR 425.12	86,889	73,640	18.0%	162,753	140,990	15.4%	41.2%
Babina III	999	EUR 425.12	91,311	73,640	24.0%	172,341	140,990	22.2%	49.6%
Prša I.	999	EUR 425.12	99,726	80,664	23.6%	177,909	141,329	25.9%	18.1%
Blatna	700	EUR 425.12	64,863	60,450	7.3%	111,297	117,199	-5.0%	16.3%
Mokra Luka 1	963	EUR 382.61	115,175	82,930	38.9%	229,368	163,756	40.1%	27.8%
Mokra Luka 2	963	EUR 382.61	117,245	82,930	41.4%	241,708	163,756	47.6%	30.7%
Jovice 1	979	EUR 382.61	84,778	70,921	19.5%	137,191	123,547	11.0%	24.8%
Jovice 2	979	EUR 382.61	83,725	70,921	18.1%	135,171	123,547	9.4%	28.8%
Brestovec	850	EUR 382.61	98,532	67,406	46.2%	191,694	138,663	38.2%	44.1%
Polianka	999	EUR 382.61	85,008	72,368	17.5%	160,758	126,070	27.5%	36.5%
Mýjava	999	EUR 382.61	103,887	80,241	29.5%	189,645	159,703	18.7%	36.1%
<b>Total Slovak PP</b>	<b>10,429</b>		<b>1,031,139</b>	<b>816,111</b>	<b>26.3%</b>	<b>1,909,835</b>	<b>1,539,549</b>	<b>24.1%</b>	<b>32.1%</b>
Symonston	144	AUD 301.60	14,940	16,920	-11.7%	55,390	59,970	-7.6%	-4.4%
<b>Total Australian PP</b>	<b>144</b>		<b>14,940</b>	<b>16,920</b>	<b>-11.7%</b>	<b>55,390</b>	<b>59,970</b>	<b>-7.6%</b>	<b>-4.4%</b>
<b>Total</b>	<b>25,569</b>		<b>2,484,817</b>	<b>1,947,402</b>	<b>27.6%</b>	<b>4,632,591</b>	<b>3,550,950</b>	<b>30.5%</b>	<b>25.0%</b>

**Notes:**

Capacity: installed capacity of the power plant

Prod.: production in the reporting month

Proj.: projection in the reporting month

Perf.: performance of the power plant in reporting month i.e. (production in Month / projection for Month) - 1.

YTD Prod.: accumulated production year-to-date i.e. from January until the end of the reporting month.

YTD Proj.: accumulated projection year-to-date i.e. from January until the end of the reporting month.

Perf. YTD: performance of the power plant year-to-date i.e. (YTD prod. in 2017/ YTD proj. in 2017) - 1

YoY ratio: (YTD Prod. in 2017/ YTD Prod. in 2016) - 1.

The FIT for the Czech Republic is an indicative figure only. As of 2016 Photon Energy has switched to the "Green Bonus" system, under which energy from our power plants is sold under a different system, at a combined price slightly higher than the FIT.

Zdroj: Měsíční zpráva Photon Energy za březen 2017, údaje o vlastnictví k 11. dubnu 2017

## Vydání nových dluhopisů

Celkový čistý dluh společnosti ke konci roku 2016 činil 47,8 mil. EUR. V rámci nové emise dluhopisů společnost celkově vydala dluhopisy v objemu 24,78 mil. CZK, tedy cca 0,91 mil. EUR, se splatností 7 let a úrokovou sazbou 6 %. Jde o veřejnou nabídku a upisovací období trvá od 24. listopadu 2016 do 23. listopadu 2017. Dluhopisy jsou splatné za 7 let za par. ISIN dluhopisu je CZ0000000815 a dluhopis je obchodovatelný na Burze cenných papírů Praha. Frekvence platby úrokových kuponů je měsíční, přičemž nominální hodnota jednoho dluhopisu činí 30 tisíc Kč.

Mezi kovenanty dluhopisu patří pari passu, tedy stejná seniorita existujících a budoucích nezajištěných dluhopisů. Práva na kupony z budoucích dluhopisů nemůžou tedy získat prioritu před právy majitelů těchto již vydaných dluhopisů. Další vlastností dluhopisu je tzv. „negative pledge“, tedy že společnost nemůže případnou zástavou majetku zhoršit pozici držitelů těchto dluhopisů. Dalším benefitem pro držitele dluhopisů je „cross-default“ klauzule, která dává majitelům dluhopisů práva na vyrovnání v případě, že jakýkoliv jiný závazek společnosti způsobí její default. Další ochranou držitelů dluhopisů je klauzule „change of control“ o změně vlastníka, která garantuje stejné podmínky dluhopisu v případě, že by společnost významně změnila vlastnickou strukturu.

Částka utržená vydáním těchto dluhopisů bude použita na financování solárních projektů v Austrálii a zbytek bude použit na refinancování předchozího dluhopisu s ISIN DE000A1HELE2, který je splatný v březnu 2018, je denominovaný v EUR a nese úrokovou sazbu 8 % p.a. Společnost tak chytře refinancuje část dluhu za úrokové sazby nižší o cca 2 procentní body a úrokové náklady na tuto část dluhu se tedy sníží o cca čtvrtinu. Photon bude mít také lépe spárované tržby (většina zatím v CZK) s měnou úvěru (nyní EUR, nově CZK). To sníží měnové riziko společnosti plynoucí z možného pohybu kurzu CZK/EUR v budoucnu. Jde tedy o chytrou přirozenou formu zajištění velké části měnového rizika.

## Přehled splatností a úrokových sazeb bankovních půjček

### Terms and debt repayment schedule

Terms and conditions of outstanding loans were as follows:

In thousand of EUR	Currency	Nominal interest rate	Year of maturity	31.12.2016		31.12.2015	
				Credit limit	Credit limit	Credit limit	Carrying amount
Secured bank loan*	CZK	5.19%	5.1.2021	27,497	27,497	30,060	30,060
Secured bank loan	EUR	3M EURIBOR+2.7%	30.6.2024	6,202	6,202	4,971	4,971
Secured bank loan	EUR	3M EURIBOR+2.7%	31.12.2024	6,310	6,310	7,038	7,038
Other loan	EUR	3%	12.3.2018	568	568	808	808
Other loan	EUR	3%	31.12.2017	0	0	0	0
<b>Total interest bearing liabilities</b>				<b>42,876</b>	<b>42,876</b>	<b>42,876</b>	<b>42,876</b>

Zdroj: Výroční zpráva Photon Energy za rok 2016

## 2. Slabé stránky

### Zadluženost firmy

Firma v rámci své strategie optimalizace zdrojů financování a potenciálních zisků pro držitele akcií, které většinou vlastní zakladatelé a manažeři firmy, záměrně cílí na vysoký poměr dluhu k vlastním zdrojům. Podíl čistého dluhu k upravené ekvité (net debt/equity) ke konci roku 2016 dosahoval poměru 2,38, což byl růst z poměru 1,97 v roce 2015. Poměr se zvýšil zejména díky poklesu upravené ekvity, čistý dluh samotný se ke konci roku 2016 zvýšil pouze minimálně. Podíl dluhu k aktivům (debt/assets) se mírně zhoršil z 0,68 v roce 2015 na 0,72 v roce 2016. Ukazatel current ratio, tedy poměr krátkodobých aktiv ke krátkodobým závazkům, dosáhl v roce 2015 hodnoty 1,25 a v roce 2016 se zlepšil na 1,46. Typicky se tzv. debt service coverage ratio u půjček na jednotlivé projekty pohybuje nad 1,20 a všechny elektrárny tento ukazatel ke konci roku 2016 splňovaly.

### Efektivní úroková sazba a citlivost na změnu úrokových sazeb

Efektivní úroková sazba všech bankovních půjček s fixní úrokovou sazbou v celkovém objemu 41,686 mil. EUR, byla ke konci roku 2016 4,62 %. Efektivní sazba u úvěrů s variabilní sazbou 3M EURIBOR + 2,7 % v celkovém objemu 12,5 mil. EUR byla ke konci roku 2016 2,82 % a společnost pro zajištění rizika růstu úrokové sazby EURIBOR používá deriváty ve formě swapů na úrokové sazby, které tlumí případný dopad růstu sazeb, takže růst sazby EURIBOR o 1 % by měl dopad pouze cca 19 tisíc EUR na hospodářský výsledek roku 2016, což je relativně zanedbatelné riziko a velmi vysoká míra zajištění proti případnému růstu sazeb.

Věnujte prosím pozornost upozornění společnosti na poslední straně !

BH Securities a.s., Na Příkopě 848/6, 110 00 Praha 1, tel. +420 255 710 710, e-mail: [info@bhs.cz](mailto:info@bhs.cz), web: [www.bhs.cz](http://www.bhs.cz) ; [www.investice.cz](http://www.investice.cz)

Jelikož u firem s obchodním modelem založeným na finanční páce je riziko růstu úrokových nákladů jedním z podstatných rizikových faktorů, je velice pozitivní, že Photon v této oblasti postupuje velmi konzervativně a toto riziko růstu plovoucích úrokových sazeb podstatně eliminuje. Dosažení výrazně nižší úrokové sazby na nově vydaných dluhopisech a jejich 7letá splatnost je také velmi pozitivním faktorem.

## Dividendová politika

Dokud společnost bude vidět růstové příležitosti, jako je tomu nyní například v Austrálii, Photon neplánuje začít vyplácet dividendu. Vzhledem k zadluženosti společnosti budou první pozitivní volné peněžní toky pravděpodobně použity na snížení dluhu, takže v nejbližších letech nelze předpokládat zahájení výplaty dividendy.

## 3. Příležitosti

### Růstový potenciál do budoucna

Společnost má vlastní dlouholeté know-how v oboru a díky němu plánuje nadále růst a získávat nové kontrakty jak na stavbu, tak na údržbu solárních elektráren. Společnost plánuje rozvoj v oblasti stavby elektráren pro třetí strany i pro sebe v Austrálii a rozvoj služeb provozování a údržby solárních elektráren. Hlavní růstový potenciál společnost vidí v Austrálii, která je jednou ze zemí, kde ekonomika stavby a provozu solárních parků není závislá na dotacích či jiné podpoře státu a solární energie je rentabilní a plně konkurenceschopná vůči ostatním zdrojům výroby elektrické energie. Jde tedy o komerčně udržitelný obchodní model a na australský trh se soustředí i konkurence.

Expanze v ostatních regionech a segmentech by měla dle společnosti být pouze selektivní. Příkladem je založení nové divize Photon Water Technology s.r.o. nebo plány na zvážení vstupu na maďarský trh. Diverzifikace elektráren do Austrálie kromě rozložení regionálního rizika zajistí lepší vyrovnaní sezónnosti příjmů. Evropské instalace v zimě příliš energie nevygenerují, zatímco australské právě v tuto dobu operují na plnou kapacitu díky létu v Austrálii.

### Konkrétní plány do budoucna

Konkrétně společnost plánuje v Austrálii letos postavit několik solárních farem s celkovým instalovaným výkonem 30 až 40 MWp. Stavba má být zahájena před polovinou letošního roku. Společnost bude od příštího měsíce reportovat podrobnější informace ohledně progresu projektů v Austrálii v pravidelných měsíčních reportech.

## 4. Hrozby

### Hlavní rizika

- Operativní stránka existujícího solárního businessu, tedy riziko, že návratnost již existujících solárních elektráren bude nižší kvůli retrospektivním regulatorním změnám a dalším faktorům.
- Politické riziko změny parametrů dotací a dalších podmínek výroby a prodeje solární elektřiny. Podmínky se mohou výrazně změnit, a to i retrospektivně.
- Riziko silné konkurence na australském trhu, které by firmě znemožnilo dosáhnout dostatečnou návratnosti investic v Austrálii a celkové pozitivní volní peněžní toky. Jelikož je australský solární trh rentabilní i bez dotací, na tuto zemi se zaměří pravděpodobně velká řada globálních konkurentů.
- Riziko koncentrace růstové strategie firmy zejména na jeden trh, konkrétně Austrálii, v oblasti stavby nových elektráren. Nepříznivé podmínky na tomto jednom trhu by mohly významně zhatit růstový potenciál společnosti.
- Měnové riziko. Společnost určitou část příjmů, které má primárně v CZK, EUR a AUD, nezajišťuje proti měnovému riziku. Nicméně, společnost se snaží provádět přirozený hedging formou zajištění předplacení služeb v době, kdy provádí své vlastní platby za objednané zboží a služby. Firma má také úvěry v hlavních měnách, ve kterých má příjmy, takže opět část měnového rizika zajišťuje přirozeně.
- Vysoká míra zadlužení. Společnost při projektech počítá s poměrem dluhu k vlastnímu kapitálu 80:20, tj. debt/equity ratio 4:1.
- Riziko likvidity. Díky vysokému poměru dluhu společnost podstupuje riziko, že vytvořené peněžní toky nebudou stačit na pokrytí platby úroků a/nebo jistiny dluhu.
- Riziko růstu úrokových sazeb. V souvislosti s vysokou mírou zadlužení by pro společnost bylo negativní, pokud by v době refinancování dluhopisů rostly úrokové sazby, za které je firma schopna refinancovat svůj dluh, případně si půjčit nové peníze.
- Díky nízkému procentuálnímu poměru akcií, které jsou volně k dispozici k obchodování na akciovém trhu (9,5 %) může být rizikem nízká likvidita titulu.

## 5. Finanční údaje a valuace společnosti

### Přehled minulých finančních výsledků

in thousands	EUR		PLN		CZK	
	2016	2015	2016	2015	2016	2015
Revenues	13,089	13,321	57,092	55,718	353,822	363,429
Gross profit	10,723	10,134	46,773	42,388	289,871	276,481
EBITDA	6,551	6,145	28,574	25,705	177,086	167,667
EBIT	1,286	1,113	5,610	4,654	34,770	30,356
Profit / loss before taxation	-1,996	-918	-8,707	-3,839	-53,958	-25,038
Net profit	-2,660	-1,720	-11,605	-7,195	-71,920	-46,930
Other comprehensive income	653	965	2,848	4,036	17,653	26,328
<b>Total comprehensive income</b>	<b>-2,007</b>	<b>-755</b>	<b>-8,756</b>	<b>-3,159</b>	<b>-54,267</b>	<b>-20,602</b>
Fixed assets	75,570	79,023	333,337	336,846	2,041,889	2,135,602
Current assets	11,556	10,930	50,973	46,591	312,239	295,385
of which cash and cash equivalents	5,420	5,297	23,906	22,581	146,437	143,162
Total assets	87,125	89,953	384,310	383,436	2,354,128	2,430,987
<b>Total equity</b>	<b>24,180</b>	<b>28,541</b>	<b>106,657</b>	<b>121,658</b>	<b>653,339</b>	<b>771,312</b>
Short-term liabilities	7,910	8,742	34,890	37,263	213,723	236,247
Long-term liabilities	55,035	52,671	242,761	224,517	1,487,056	1,423,439
Operating cash flow	2,848	3,621	12,421	15,146	76,977	98,792
Investment cash flow	-463	2,141	-2,020	8,956	-12,516	58,419
Financial cash flow	-1,286	-5,094	-5,608	-21,309	-34,757	-138,992
<b>Net change in cash</b>	<b>1,099</b>	<b>668</b>	<b>4,793</b>	<b>2,794</b>	<b>29,704</b>	<b>18,225</b>
EUR exchange rate – low	-	-	4.234	3.968	27.020	27.020
EUR exchange rate – average	-	-	4.362	4.183	27.033	27.283
EUR exchange rate – end of period	-	-	4.411	4.263	27.020	27.025
EUR exchange rate – high	-	-	4.500	4.366	27.150	28.410

**Note:**  
 All financial figures throughout this report are provided in Euro (EUR). Figures stated in other currency such as Polish Zloty (PLN) and Czech Koruna (CZK) are provided for information purpose only.  
 Figures provided in PLN and CZK were translated in accordance with IAS 21 as follows: Statement of Comprehensive Income – at the average exchange rate for given period; Statement of Financial Position – at the closing exchange rate for given period.  
 For simplicity, throughout this report following separators were used: point “.” for decimals, comma “,” for thousand and million.

Zdroj: Výroční zpráva Photon Energy za rok 2016

## Segmentový pohled

Většinu tržeb a hrubého zisku společnosti tvoří segment produkce elektřiny, následovaný s velkým odstupem segmentem servisu a správy a ostatními segmenty. Z pohledu čistého zisku, resp. čisté ztráty, nejvyšší ztrátu generuje opět segment produkce elektřiny, ale poměrově vůči tržbám jsou relativní marže v tomto segmentu lepší než v ostatních oblastech.

### Information about reportable segments

#### Operating segments for the period from 1 January 2016 to 31 December 2016

<i>in Thousand EUR</i>	Energy Solutions	Production of electricity	Operations, maintenance and PVPP supervision	FVE Investments	Other
External revenues from the sale of products, goods and services	774	10,869	1,445	0	0
Revenues within segments from the sale of products, goods and services	388	0	1,286	0	3,227
Cost of sale	-656	-928	-885	0	-11
Energy tax	0	-777	0	0	0
Gross profit	506	9,164	1,847	0	3,216
Other external income	68	162	49	0	96
Administrative and other expenses	-1,215	-399	-2,241	0	-4,700
Depreciation	0	-5,205	-26	0	-33
Operating income	-642	3,722	-372	0	-1,421
Interest income	31	215	23	0	3,091
Interest expenses	-51	-4,887	-88	0	-1,400
Other financial revenues	19	1	25	0	79
Other financial expenses	-13	-14	-11	0	-18
Revaluation of derivatives	0	-345	0	0	0
Profit/loss share in entities in equivalency	0	0	0	59	0
Income tax	0	-383	0	0	-149
Profit/loss after taxation from continuing operations	0	-121	0	0	0
Profit/loss from discontinued operations	0	0	-11	0	0
Profit/loss for the year	-656	-1,812	-434	59	182
Revaluation of property, plant and equipment	0	0	0	602	0
Foreign currency translation diff. - foreign operations	0	0	0	-164	0
Share of revaluation of PPE of associates /joint venture	0	0	0	0	0
Share of currency translation diff. Of associates / JV	0	0	0	0	0
Derivatives (hedging)	0	0	0	215	0
Total comprehensive income	-656	-1,812	-434	712	182

## Finanční plány

Společnost nezveřejňuje a neplánuje zveřejňovat konkrétní finanční výhled do budoucna kvůli velice proměnlivému tržnímu a legislativnímu prostředí. Jakékoliv předpovědi a očekávání firmy i této analýzy zahrnují tedy velkou míru nejistoty ohledně budoucích výsledků. Dle informací managementu z výroční zprávy zveřejněné 13. března 2017 management prohlásil, že dle svého odhadu cash flow pro nejbližších 12 měsíců věří, že Photon bude schopen platit své závazky a zajistit další rozvoj společnosti. Společnost historicky dosahuje negativní čisté zisky a volné peněžní toky. Ohledně výhledu na budoucí vývoj těchto veličin management blíží informace nezveřejňuje.

## Valuace metodou DCF

Za rok 2015 a 2016 vytvořený operativní cash flow nepostačoval na pokrytí investičních nákladů potřebných k udržení stabilní úrovně aktiv, které se zmenšovaly díky odpisům. Skutečná ekonomická výkonnost solárních panelů v čase také klesá, takže účetní odpisy jsou pravděpodobně víceméně v souladu se skutečným ekonomickým opotřebením solárních panelů, které představují většinu hodnoty aktiv společnosti. Návratnost aktiv ROA dosahovala minus 2% v roce 2015 a minus 3 % v roce 2016.

Vzhledem k tomu, že australský fotovoltaický trh funguje bez státních dotací na komerční bázi, předpokládáme, že společnost bude schopna dosáhnout pozitivní návratnosti aktiv. Ta by mohla v závislosti na velikosti investic v Austrálii v poměru zejména k českým a slovenským aktivům dostat průměrnou návratnost aktiv za celou společnost do pozitivních čísel.

Nicméně, vzhledem k nemožnosti předvídat rychlost a konečný objem australských či jiných rozvojových aktivit nelze odhadnout, jak velký vliv budou mít na celková čísla společnosti a zda se firmě povede dlouhodobě dosáhnout pozitivních volných peněžních toků a jak vysoké tyto toky budou. Nemožnost předvídat budoucí volné peněžní toky zvyšuje také nejistota ohledně budoucí rentability již existujících aktiv v české a slovenské republice v závislosti na nepředvídatelných změnách parametrů státní solární politiky a možných retroaktivních změnách.

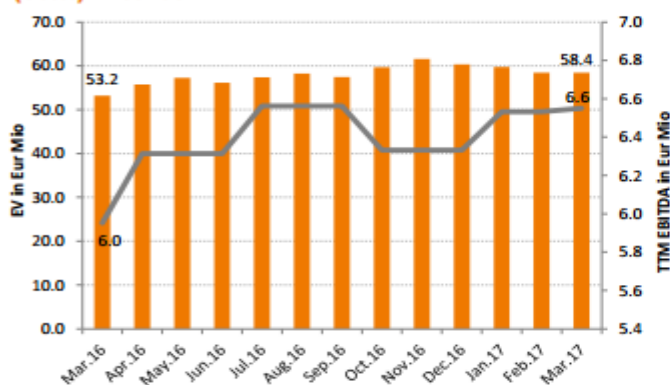
Z těchto důvodů jsme neprovedli valuaci metodou odhadu DCF analýzy budoucích volných peněžních toků a zaměřili jsme se na ostatní valuační metody, které v tomto případě jsou aplikovatelné.

## Valuace metodou EV/EBITDA

Čistý dluh společnosti ke konci roku 2016 činil 47,8 mil. EUR. Tržní kapitalizace společnosti s použitím ceny za akcii 5,65 CZK a počtem akcií 50,972,161 (po zohlednění akcií držených samotným Photonem) činí cca 288 mil. CZK, tedy cca 10,6 mil. EUR při kurzu CZK/EUR 26,90. Enterprise value společnosti s použitím těchto údajů je cca 58,4 mil. EUR. Zisk EBITDA vygenerovaný za rok 2016 byl 6,55 mil. EUR. Poměr EV/EBITDA tedy činí 8,93x.

Poměr EV/EBITDA se v posledním roce pohyboval na úrovni okolo hodnoty 9x.

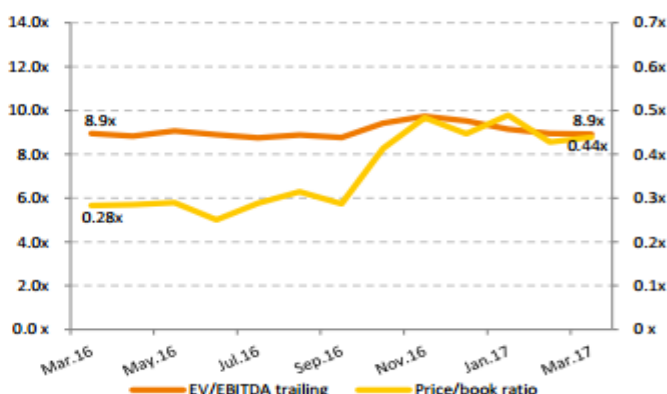
**Chart 4. Enterprise value vs. trailing 12 months (TTM) EBITDA**



**Notes:**

EV – Enterprise value is calculated as the market capitalisation as of the end of the reporting month, plus debt, plus minority interest, minus cash. All the balance sheet data are taken from the last quarterly report. Trailing 12 months EBITDA – defined as the sum of EBITDA reported in the last four quarterly reports; i.e. as of 31.03.2017, the sum of EBITDA reported in 2016 Q1, Q2, Q3 and Q4.

**Chart 5. Enterprise value / trailing 12 months EBITDA and price to book ratio**



Price/book ratio – is calculated by dividing the closing price of the stock as of the end of the reporting period by the book value per share reported in the latest quarterly report.

Zdroj: Měsíční zpráva Photon Energy za březen 2017



## Valuace metodou účetní hodnoty (book value)

Vzhledem k tomu, že většinu aktiv společnosti tvoří solární elektrárny a společnost účtuje hodnotu těchto aktiv v rozvaze metodou valuace pomocí odhadu budoucích volných peněžních toků (DCF), tato valuace aktiv poskytuje vnitřní zdroj valuace metodou DCF, kterou jsme sami neprováděli z výše uvedených důvodů. Účetní hodnota book value firmy je tedy determinována parametry, které společnost použila při valuaci svých aktiv ve formě solárních elektráren, zejména použitou diskontní sazbou.

Dle posledních údajů reflektujících stav book value k 31.12.2016 a při ceně akcií 5,65 CZK je poměr P/B, tedy price-to-book společnosti Photon cca 0,44x, tedy výrazně pod hodnotou 1. Z tohoto pohledu současná cena akcií společnosti již zahrnuje značné riziko, že společnost má nižší hodnotu než je hodnota jejich aktiv. Toto je pravděpodobně způsobeno jednak postupným opotřebením hodnoty aktiv, ze kterých se v budoucnu budou generovat nižší tržby a zisky, pokud by aktiva nebyla obnovována, ale také vyšší mírou zadlužení, a také možným rizikem, že návratnost aktiv v budoucnu bude nižší, než předpokládá jejich současná interní valuace společnosti a nebo dokonce negativní, a projekty tedy nebudou schopny vygenerovat takové budoucí peněžní toky, na jaké jsou aktiva v současnosti v rozvaze ohodnocena.

## Valuace metodou P/S poměru

Tržní kapitalizace Photon Energy v současnosti činí cca 288 mil. CZK, tedy cca 10,6 mil. EUR. Tržby společnosti za rok 2016 dosáhly 13,089 mil. EUR. Akcie se tedy aktuálně obchodují za P/S poměr tržní kapitalizace vůči tržbám cca 0,97x.

## Komparativní valuace srovnáním s konkurencí

Nejbližší srovnatelné veřejně obchodované společnosti v globálním měřítku jsou zejména First Solar (FSLR), která se obchoduje za P/S poměr cca 0,94x, tedy téměř totožně jako Photon. Čínská GCL-Poly Energy Holdings obchoduje za P/S 0,70x, nicméně tato firma má větší podíl nízkomaržové výroby solárních panelů na hospodaření. Canadian Solar (CSIQ) obchoduje za P/S poměr 0,27x a SunPower (SPWR) obchoduje za P/S 0,37x. Obě zmiňované firmy jsou ale převážně výrobci panelů, což je segment s obecně nižšími maržemi než stavba, provozování a správa solárních elektráren.

Z hlediska srovnání poměrů EV/EBITDA je Photon relativně dražší než většina konkurentů. EV/EBITDA Photonu činí cca 8,9x, stejný ukazatel u First Solar je cca 2,82x a GCL-Poly Energy Holdings 5,94x. Z hlediska P/B poměru naopak společnost Photon vychází výrazně levněji než konkurence. P/B Photonu 0,44x je výrazně pod hodnotami First Solar (0,54x), GCL-Poly Energy Holdings (0,76x), Canadian Solar (0,87) a Sunpower (0,94x).

Je ovšem nutno zmínit, že vzorek firem je velmi malý, podíl segmentů na tržbách je odlišný a obchodní aktivity zmíněných veřejně obchodovatelných konkurentů se nekryjí ani geograficky, takže míra přímé srovnatelnosti je relativně nízká.

Name	Best P/E:1FY	P/E	P/E:Y	P/S	P/B	EV/EBITDA T12M	Curr Adj Mkt Cap
Average	27.96	6.96	6.60	0.43	0.67	4.38	1.28B
100) FIRST SOLAR INC	83.77	8.43	9.22	0.94	0.54	2.82	2.80B
101) GCL-POLY ENERGY HOL...	6.91	7.28	7.29	0.71	0.76	5.94	2.29B
102) CANADIAN SOLAR INC	8.74	10.79	9.69	0.27	0.87	--	771.96M
103) SUNPOWER CORP	--	--	--	0.37	0.94	--	947.32M
104) JINKOSOLAR HOLDING ...	6.37	3.70	3.63	0.17	0.59	--	555.58M
105) JA SOLAR HOLDINGS CO...	34.02	4.61	3.18	0.14	0.34	--	319.68M

Zdroj: Bloomberg

## Senzitivita valuace

Společnost samotná finanční výhled neposkytuje, zejména díky nejistotě ohledně vývoje regulace a dalších důležitých faktorů, které mají na hospodářský výsledek značný vliv a také kvůli tomu, že společnost je ve fázi prudkého rozvoje v Austrálii. Díky řadě důležitých faktorů, které nelze předem předvídat, jako například změny regulace solární energie zejména v ČR, SR a Austrálii a nejistotě ohledně budoucího konkurenčního prostředí na prudce se rozvíjícím australském trhu existuje velmi velký rozptyl toho, jak mohou finanční ukazatele a obchodní model společnosti v nejbližších letech vypadat.

## Rating

Vzhledem k absenci valuace metodou DCF odhadu budoucích volných peněžních toků kvůli historicky negativním volným peněžním tokům společnosti a příliš velké nepředvídatelnosti možných regulatorních a tržních změn v solárním sektoru nejsme schopni stanovit s dostatečnou mírou pravděpodobnosti cílovou cenu. Proto udělujeme hodnocení „Not rated“.

Z hlediska ostatních valuačních metod, které jsme použili, tedy EV/EBITDA, P/B, P/S a komparativního srovnání s porovnatelnou konkurencí se cena akcií Photon Energy jeví jako férová, nicméně, rozptyl konkurence je velký a srovnatelnost s Photonem nízká. Kvůli výše uvedené těžké předvídatelnosti budoucích finančních ukazatelů hospodaření může být cena akcie a hodnota společnosti v budoucnu velmi volatilní a těžce odhadnutelná.

## Použitá oceňovací metoda

K ocenění firmy obecně používáme metodu diskontovaných budoucích finančních toků (DCF) postavených na modelu diskontovaných čistých zisků pro následujících 5 let a odhad normalizovaných zisků pro další roky v kombinaci s terminální mírou růstu.

Prognóza budoucích zisků je tvořena na 5 nejbližších let pomocí predikce tržeb a čisté ziskové marže pomocí analýzy řady dat relevantních pro danou společnost, zejména zisků společnosti za posledních 5 let, sektorové analýzy, výhledu odvětví, makroekonomických faktorů, apod.

K determinaci sazby použité k diskontování budoucích zisků používáme capital asset pricing model (CAPM), kde cena kapitálu je založena na bezrizikové úrokové míře (výnos 10letých vládních dluhopisů dané země dle dat z Bloombergu), koeficientu beta akcie dle dat z Bloombergu, rizikové premii vlastního kapitálu dle dat z Bloombergu, případně z databáze profesora A. Damodarana (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>), akademické kapacity v oboru oceňování firem působícího v rámci Stern School of Business na New York University, a rizikové přírážce země (také dle prof. Damodarana). Přihlížíme také na minimální absolutní očekávanou míru výnosu. Zejména v případě nemožnosti vytvořit valuaci pomocí metody DCF přistupujeme k dalším dostupným metodám valuace aplikovatelným v konkrétním případě.

## Metoda určení cílové ceny

Finální cílovou cenu akcie určujeme dle odhadu toho, jakou část mezery ve valuaci akcie za nejbližších 12 měsíců dokáže vyplnit. Zohledňujeme např. konkrétní katalyzátory, celkovou situaci na trhu a v odvětví a další individuální faktory.

## Vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

## UPOZORNĚNÍ SPOLEČNOSTI (Investiční disclaimer)

Toto upozornění plní obecné a trvalé úsilí společnosti BH Securities a.s. poskytovat klientům a čtenářům analytických výstupů zřetelné a relevantní informace.

Přesto, že v následujícím textu je uvedena řada důležitých skutečností, je třeba výslovně upozornit na to, že upozornění společnosti je třeba číst a vnímat ve svém celku, tj. kromě informací zde uvedených taktéž informace a prohlášení uvedená na webových stránkách společnosti BH Securities a.s. [www.bhs.cz](http://www.bhs.cz), na něž touto cestou výslovně odkazujeme.

Kurzy, ceny, výnosy, zhodnocení, výkonnost či jiné parametry dosažené jednotlivými investičními instrumenty v minulosti nemohou v žádném případě sloužit jako indikátor nebo záruka budoucích kurzů, cen, výnosů, zhodnocení, výkonnosti či jiných parametrů takovéhoto nebo obdobných investičních instrumentů.

S investicí je vždy spojeno riziko kolísání hodnoty a návratnost původně investovaných prostředků není zaručena.

Poskytování investičních služeb obchodníkem s cennými papíry nelze považovat za formu ani ekvivalent kolektivního investování, vkladu u banky, ani penzijního připojištění nebo pojištění. Investoři se o výhodnosti a vhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů rozhodují samostatně, a to s přihlédnutím k ceně, případnému nebezpečí a riziku. Podrobněji jsou upozornění na rizika zpracována v obchodní dokumentaci společnosti.

Investiční instrumenty denominované v cizích měnách jsou, kromě výše uvedených skutečností navíc vystaveny vlivům vyplývajících ze změn devizových kurzů, které mohou mít vliv na jejich kurzy, ceny, zhodnocení či výnosy z nich plynoucí.

Je-li na těchto stránkách zmínka o České národní bance, jiném tuzemském či zahraničním správním úřadu nebo instituci vykonávající dozor nad finančním trhem, nelze z této zmínky vyvozovat, že tyto instituce (nebo kterákoliv z nich) zaručují výnosy z kterékoliv investiční služby nebo návratnost investic či že tyto instituce takové investice doporučují.

Tento dokument slouží pouze pro informační účely a nepředstavuje žádnou nabídku, či vyzvu ke koupi, nebo prodeji cenných papírů, či obecněji jakéhokoliv investičního nástroje. Investiční nástroje zmíněné v investičních doporučeních nemusí být vhodné pro každého investora, neboť nezohledňují individuální potřeby a možnosti jednotlivých klientů. Investiční doporučení mají sloužit odborně zdatným investorům, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí bez nepřiměřeného spoléhání na informace uvedené v investičních doporučeních.

Dokument je tedy určen především pro kvalifikované a zkušené investory. Tento dokument a v něm obsažené informace a názory nelze mechanicky použít k nákupům a prodejem cenných papírů.

Názory společnosti BH Securities a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění, především v souvislosti s aktuálním vývojem na kapitálových trzích.

Společnost BH Securities a.s. nenese žádnou odpovědnost za případné škody vzniklé třetím osobám v důsledku využití informací z tohoto dokumentu.

Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které společnost považuje za důvěryhodné. Přes maximální pozornost a péči věnovanou obsahu a ověřování informací použitých při formulaci tohoto dokumentu společnost tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány, či sděleny tak, aby poskytovaly přesný, úplný a nezkrácený obraz skutečnosti (s výjimkou údajů vztahujících se přímo k BH Securities a.s.).

Kromě výše uvedeného je vhodné upozornit, že tento dokument (a veškeré analytické výstupy BH Securities a.s.) je třeba vnímat:

- s vědomím, že uváděné ceny a cíle nezohledňují transakční náklady spojené s nákupem a prodejem,
- ve svém celku, ne jen pouze v jednotlivostech, či vytržených částech,
- v kontextu k dalším (předcházejícím i následným) dokumentům a zpravodajství BH Securities a.s.; tato publikace je považována za doplňkový zdroj informací našim klientům i nejšířší veřejnosti. Na informace uvedené v ní nelze pohlížet tak, jako by šlo o údaje nezvratné a nezměnitelné.
- v kontextu k aktuálnímu dění na trzích,
- s vědomím, že vytváření dokumentu zahrnuje zpracování mnoha údajů z mnoha zdrojů, což je proces, který nelze plně zautomatizovat, je v něm obsažen nemalý podíl ručního zpracování včetně možného ručního přepsu údajů a přes veškerou snahu a pozornost nelze vyloučit vznik tiskové chyby a chyby plynoucí z přepsu či kopírování údajů z jiných zdrojů.
- s vědomím omezeného rozsahu a časové platnosti dokumentu.

Je v zájmu uživatele doplnit informace a náměty obsažené v dokumentu o další informační zdroje a srovnání ještě před vlastním investičním rozhodnutím.

Společnost BH Securities a.s. se může příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat informační servis či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Společnost BH Securities a.s.:

- v posledních 12 měsících nebyla vedoucím manažerem nebo spoluvědujícím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem,
- nemá s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb,
- nemá s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.
- je pro některé akciové tituly obchodované na Burze cenných papírů Praha tvůrcem trhu (aktuální seznam je uveden v souboru [pocitivá prezentace](#))

Zaměstnanci společnosti a osoby podílející se na tvorbě tohoto dokumentu mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty.

Odměna analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v analýzách. Analytici, kteří připravují investiční doporučení, nesou plnou odpovědnost za jejich objektivitu a jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti rozborů, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů.

Společnost BH Securities a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení. Žádné hodnocení osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování BH Securities a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím případném obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů.

Emitent nebyl seznámen s investičním doporučením před jeho zveřejněním.

Mimo dlouhodobých investičních doporučení vycházejících z metod finanční analýzy hospodářských výsledků a jejich očekávání zveřejňovaných na jiných místech webových stránek společnosti BH Securities a.s. čas od času zveřejňuje společnost BH Securities a.s. i krátkodobá doporučení vycházející z aktuálního vývoje na akciových trzích. Jedná se o krátkodobé investiční příležitosti vycházející zejména z technické analýzy, aktuálních, či očekávaných podstatných událostí na trhu tzv. Trade Idea. Investiční doporučení zveřejňovaná v této sekci vychází zejména z aktuálních podmínek na trhu a platí pouze krátce po vydání. Zpravidla nejsou dále aktualizována. Trade Idea nemusí být krátkodobě v souladu s dlouhodobými materiály zveřejňovanými např. pro české tituly obchodované na burze.

V případě Trade Idea společnost BH Securities a.s. nevytváří statistiku „Poměr jednotlivých stupňů investičních doporučení ani Přehledy doporučení vydaných za posledních 12 měsíců“. Doporučení Trade Idea jsou zveřejňovány chronologicky a jejich abecední seznam není zpracováván.

Tento dokument je vydán společností BH Securities a.s., která je obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá dozoru České národní banky.

Další informace lze získat v sekci [Dokumenty ke stažení](#).

Pozn.: Tento dokument je majetkem společnosti BH Securities a.s., proto žádáme, aby tyto podklady nebyly zveřejňovány v plném znění a postupovány dalším stranám bez předchozího souhlasu BH Securities a.s.