

GENESIS ENERGY: (NAP)FÉNYES JÖVŐ ELŐTT?

**CÉLÁRFOLYAM:
2.800-3.500 Ft**

**Reuters: NOVT.BU
Bloomberg: GENESIS HB**

2007. június 21.



Equilor Befektetési Zrt.
1037 Budapest, Montevideo u. 2/c

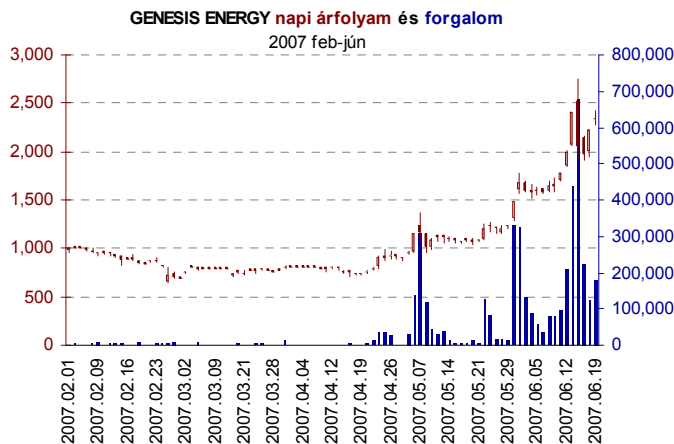
Kapcsolat: Szegner Balázs
(+ 36 1) 430 39 80, 430 39 90
balazs.szegner@equilor.hu
www.equilor.hu

Szektor: Alternatív energia
Árfolyam: 2.300 Ft
Kapitalizáció: 15,63 mrd Ft
Közkezhányad: 22,5%
Átlag. napi forgalom (BÉT): 82 m Ft (2007 feb-jún)

Árf.vált 3 h.: 196,8%
Árf.vált 1 év: 476,4%

Volatilitás 3 h.: 101,9
Volatilitás 1 év.: 83,3

GENESIS ENERGY napi árfolyam és forgalom 2007 feb-jún

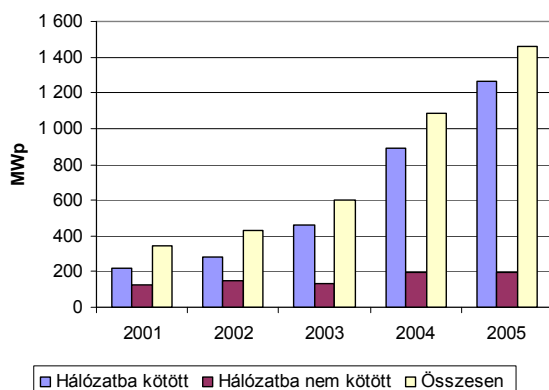


A Genesis Solar Magyarország pénzügyi előrejelzése

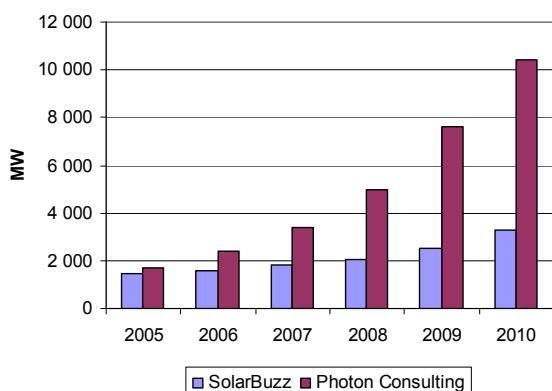
m EUR	2008	2009	2010	2011	2012
Termelés (MWp)	-	10,5	70,8	78,4	80,0
Árbevétel	-	23,7	159,6	176,7	176,4
EBITDA	-1,4	1,3	16,7	81,7	80,8
Adózás előtti eredmény	-1,1	-16,2	45,1	61,8	61,8
Szabad Cash Flow	-31,0	-68,0	64,0	68,0	62,0

- **Stratégiaaváltás:** a korábbi kereskedelmi fókuszú tevékenységből alternatív energia céggé válik a nevét a közelmúltban Novotrade-ről Genesis Energy Befektetési Nyrt-re változtató társaság.
- A tervezett napelem-gyártást a Genesis egy új technológiára alapozva kezdené meg 2009-ben. Az új technológia lehetővé teszi, hogy eddigieknél jóval nagyobb, 5,7 nm-es méretű, elemeket állítsanak elő.
- A termelés vékonyréteg technológiával fog történni, ami alapanyag (szilícium) kímélő megoldás és a hagyományos, poly-kristályos technológiákhoz képest kb. 40%-kal alacsonyabb gyártási költségeket jelent.
- A tervek szerint 2010-ig 3 gyárban (Genesis Solar Magyarország, Genesis Solar España és Genesis Solar Singapore) összesen mintegy 250-300 MWp/év kapacitású napelem-gyártó üzemek fognak megvalósulni, amellyel a Genesis – a piac méretének alakulásától függően – 4-8%-os világpiaci részesedésre tehet szert.
- A beruházások finanszírozása részben a meglévő saját tőkéből és új részvények kibocsátásával, részben állami támogatásokkal, illetve részben bankhitelekkel fog megvalósulni.
- A menedzsment várakozásai szerint az első üzembe történő beruházás már 2007. III. negyedévben megkezdődik.

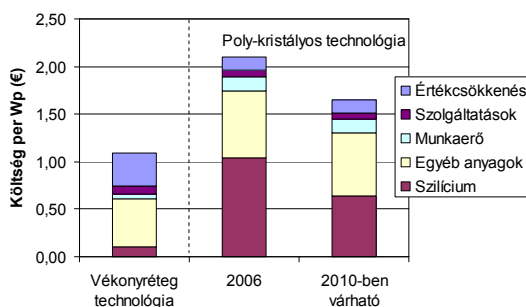
A világon üzembehelyezett napenergia rendszerek éves volumene (MWp)



A napenergia szektor mérete 2006-2010 előrejelzés



A vékonyréteg és poly-kristályos technológia gyártási költségeinek összehasonlítása



- A Genesis terveinek alapját jelentős részben a napenergia-szektor dinamikus bővülése adja: az elmúlt 5 évben a szektor éves átlagban 30%-kal nőtt, szakértői várakozások 2005-höz képest 2010-ig az iparág akár ötszörös méretű bővülésével számolnak.
- A Genesis befektetési története jelentős árfolyam-emelkedést vont maga után, mely a jövőben is folytatódhat, ha a tervek tarthatónak bizonyulnak és a beruházások, illetve termelés a tervezett menetrend szerint időben megkezdődnek.
- A sztori ugyanakkor jelentős kockázatokat is tartalmaz, mivel az árfolyam teljes egészében a tervek jövőbeni megvalósulásától függ, ha azokban tolodás, változás vagy meghiúsulás következik be, az jelentős árfolyameséshez vezethet.
- A társaságnál jelenleg folyik a zártkörű tőkeemelés, 2.800 Ft/részvény áron (a jelenlegi piaci ár felett), amire a fő tulajdonos jegyzési garanciát vállalt. Ez növelheti a befektetők bizalmát.
- A Genesis részvények értékelése hagyományos módszerekkel csak igen nagy korlátozásokkal lehetséges, illetve a kapott értékek véleményünk szerint a magas kockázatok miatt jelenleg csak jelentős diszkont alkalmazásával alkalmazhatók.
- Értékelési következtetések: A jelenlegi helyzetben az értékelés eredményét 60%-os diszkonttal figyelembe véve 2.800-3.500 Ft közötti ársávot tartunk reálisnak, ami a terv egyes elemeinek megvalósulásának arányában a jövőben folyamatosan változhat.

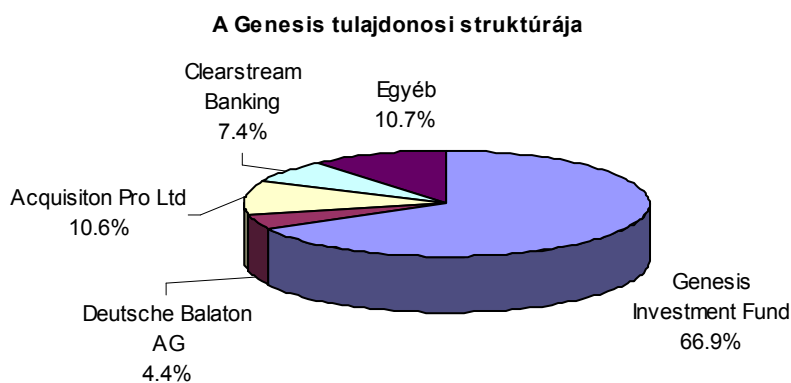
FONTOS FIGYELMEZTETÉS:

Jelen elemzés, mint befektetési ajánlás, nem minősül értékpapírok jegyzésére, értékpapírok vételére vagy eladására, sem származtatott ügyletek megkötésére vonatkozó közvetlen ajánlatnak. Az elemzést az EQUILOR Befektetési Zrt. (1037 Budapest, Montevideo u. 2/C.) a Genesis Energy Befektetési Nyrt., mint kibocsátó megbízásából készítette. Az elemzés készítésében közreműködő személy: Szegner Balázs portfóliókezelő. Az elemzés készítése során a készítő, a kibocsátó észrevételeit is figyelembe vette. Az EQUILOR Zrt., mint befektetési vállalkozás, a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének felügyelet alá tartozik. Az EQUILOR Zrt. a kibocsátóval folyamatos tanácsadói jogviszonyban áll. Az elemzés részben nyilvánosan hozzáférhető adatok és információk, részben a Genesis Energy Befektetési Nyrt., mint kibocsátó által szolgáltatott adatok és információk alapján készült. Az EQUILOR Zrt. az elemzés készítése során, az elvárható szakmai gondosság mellett törekedett arra, hogy az elemzésben kizárólag pontos és hiteles információk kerülhessen felhasználásra. Ennek ellenére, a forrásként használt adatok és információk pontosságáért és hitelességért, valamint az ebből levont következtetésekért - ide értve különösen az értékpapír várható, jövőbeli árfolyamát - az EQUILOR Zrt. felelősséget nem vállal. Az EQUILOR Zrt. a fenti az elmúlt 12 hónapban - ide nem értve a jelen elemzés készítésére ill. kapcsolódó tanácsadásra vonatkozó megbízást - a kibocsátóval nem állt egyéb szerződéses kapcsolatban, a kibocsátóval kapcsolatos nyilvános forgalomba hozatalban nem működött közre. Az EQUILOR Zrt. belső szabályzatai és ügyvitelre biztosítja, hogy a jelen elemzés készítés és nyilvánosságra hozatala során, jogszabályban írt összeférhetlenség ne álljon fenn. Az elemzés készítője a kibocsátó által forgalomba hozott értékpapírral nem rendelkezik. Az elemzés szerzői jog védelme alatt áll, az EQUILOR Zrt. hozzájárulása nélkül, részben vagy egészében bármilyen írott vagy elektronikus módon történő sokszorosítása vagy terjesztése tilos.

GENESIS: (NAP)FÉNYES JÖVŐ ELŐTT?

1 Az elmúlt hónapok eseményei

A Novotrade legnagyobb tulajdonosa, a Genesis Investment Funds Ltd. 2006. közepén határozta el a Társaság tevékenységének átalakítását, majd egy tőkeemelés és egy nyilvános vételi ajánlat következtében részesedése 70,6%-ra emelkedett. 2006 végén a Novotrade cégnév Genesis Energy Befektetési Nyrt-re változott.



Korábbi tevékenységeit a Társaság leépítette és napelem gyártó üzemek létesítését és üzemeltetését tűzte ki célul Magyarországon, Spanyolországban, valamint Szingapúrban. Az új stratégia részeként 2006. októberében a Társaság megvásárolta a Genesis Solar (Espana) S.L. spanyol bejegyzésű cég 100%-át. A befolyásszerzés összértéke nem haladta meg a 100 millió Ft-ot. A Társaság az andalúz regionális fejlesztési alapok igénybevételével megtette az első lépéseket annak érdekében, hogy magyarországi terveihez hasonlóan fotovoltaikus napelemeket gyártó üzemet létesítsen.

A beruházások megvalósításának finanszírozásához a Genesis Igazgatósága 2007. május végén zárt körben végrehajtandó tőkeemelésről határozott, amelynek keretében a Társaság 1,2 millió darab (túljegyzés esetén maximum 3,2 millió darab) részvényt bocsát ki 2.800 forintos árfolyamon. A tőkeemelés sikerét biztosítandó a Genesis Investment Funds Ltd. jegyzési garanciát vállalt.

Az Andalúziai Kormány 2007. június 12-én hozott döntése alapján a Genesis Energy spanyolországi leányvállalata, a Genesis Solar España S.L. 14,67 millió euró beruházásösztönző támogatásban részesül. A leányvállalat a Cadiz közelében lévő El Puerto de Santa Mariában fekvő Technobahia Cadiz ipari parkban vékonyréteg technológiájú napelemek gyártására épít fel üzemet, melynek évi kapacitása eléri a 80-100 MWp teljesítményt. A Genesis Solar Espana a spanyol központi kormány felé korábban benyújtott támogatási kérelme várhatóan június végén kerül elbírálásra, illetve a közeljövőben várható döntés a magyar kormány támogatásáról is.

A fenti hírek, események és várakozások hatással voltak a Társaság részvényeinek kereskedésére is, és az elmúlt hetekben rendkívül magas forgalom mellett a részvényár jelentős emelkedését eredményezték.

2 Napenergia: egy dinamikusan fejlődő szektor

A napenergia szektor – a többi alternatív energia szektorral együtt – az elmúlt években egyre inkább a befektetők figyelmének középpontjába került, elsősorban az alábbi tényezőknek köszönhetően:

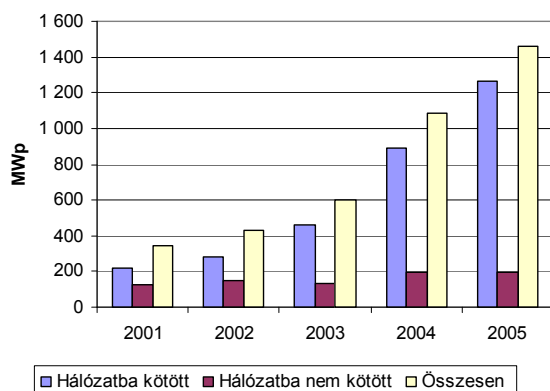
- a hagyományos energiahordozók ára jelentős mértékben emelkedett az elmúlt években: az olajárak 3 év alatt megduplázódtak;
- a klímaváltozással kapcsolatos problémák egyre aggasztóbbá váltak és egyre nagyobb figyelmet kapnak;
- egyre erőteljesebb törekvés a megújuló energiaforrások szerepének növelésére, az EU célja, hogy a zöldenergia aránya 10 éven belül elérje a 20%-ot;
- előbbieken alapján a szegmens felé irányuló állami támogatások stratégiai fókuszot kaptak és komoly mértékben növekedtek;
- a piac az elmúlt 5 évben átlagosan évi 30%-os bővülést mutatott.

A megújuló energiaforrások közül a napenergia az egyik leginkább prosperáló ágazat, tekintettel arra, hogy az energiaforrás gyakorlatilag kimeríthetetlen. 2000. óta a világon értékesített napelem cellák elektromos teljesítménye 35-40% közötti éves átlagos bővülést mutatott, s az iparági szakértők előrejelzése szerint a szektor az elkövetkező években további jelentős növekedést fog elérni. A növekedési potenciált erősíti az a tény is, hogy az elsődleges energiaforrások közül a napenergia jelenleg mindössze 0,2%-os részarányt képvisel, így még akár évtizedekig is eltarthat, amíg a piac éretté vagy telítetté válik.

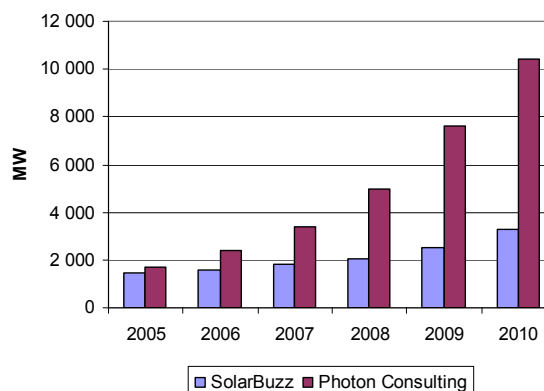
A hagyományos energiahordozók árának emelkedése mellett az egész szektornak komoly lendületet adhat a napelemcellák előállítási költségeinek elmúlt években tapasztalt meredek csökkenése, mely 6%-os éves átlagos csökkenést mutatva 10 év alatt csaknem megfeleződött, valamint a napelemek hatékonyságának folyamatos növekedése. Ugyanakkor a napelemek előállítási költségeinek tovább kellene csökkenniük a jelenlegi szint körülbelül felére ahhoz, hogy a napenergia támogatások nélkül is versenyképes legyen a hagyományos energiahordozókkal szemben.

Az egyik neves napenergiaipari tanácsadó cég, a Photon Consulting mindenesetre a piac kiemelkedő ütemű bővülésével számol és azt várja, hogy a 2005. évi, világszinten 1,7 GW-os napelem termelési kapacitás 2010-re 10 GW fölé kerül, illetve, hogy rövid- és középtávon a napelemek iránti kereslet meg fogja haladni a gyártási kapacitásokat, de a konzervatívabb előrejelzések is legalább a piac méretének duplázódására számítanak.

A világon üzembehelyezett napenergia rendszerek éves volumene (MWp)



A napenergia szektor mérete 2006-2010 előrejelzés



Befektetói oldalról nem mellékes, hogy a fenti tényezőknek köszönhetően az elmúlt két év során számos IPO történt a világ minden táján az iparág legnagyobb szereplői részéről, amelyek befektetói szempontból alapvetően sikeresek voltak.

3 A Genesis befektetési sztori: jelentős potenciál, jelentős kockázatokkal

A Genesis befektetési sztorija a napelem gyártásban rejlik, a Társaság ugyanis az elmúlt év során leépítette korábbi – Novotrade cégnév alatt végzett – tevékenységeit, s jelenleg kizárólag napelem gyártó üzemek létesítését és üzemeltetését kívánja elérni. A tervek egy magyar, egy spanyol és egy szingapúri, egyenként 80-100 MWp termelési kapacitású, gyár építéséről szólnak, melyek közül az első beruházás az állami támogatások elnyerését és a tőkeemelés követően már az idei évben megkezdődhet.

Az egyenként mintegy 100 millió euróba kerülő üzemek létrehozásának finanszírozását a Társaság az alábbi 3 forrásból kívánja fedezni:

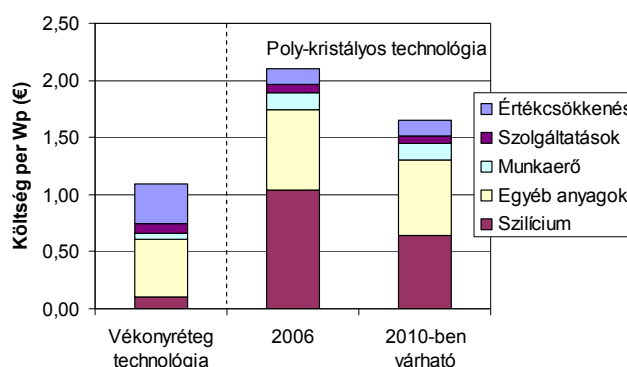
- meglévő saját tőke és tőkeemelés(ek): első körben 2007. júniusában 1,2-3,2 millió darab új részvény kibocsátásával 13-36 millió eurós forrásbevonás történik, melyet a későbbiekben további tőkebevonások követhetnek;
- állami támogatások: a spanyol gyár létesítéséhez tervezett 30-35 millió eurós támogatás közel felét a Genesis a közelmúltban elnyerte, második felét, valamint az ennél is magasabb magyar támogatás odaítélését a Társaság a közeljövőben várja;
- bankhitelek: amennyiben a tőkeemelés és az állami támogatások elnyerése megtörténik, az első gyár létesítéséhez tervezett mintegy 40 millió eurós hitelfelvétellel a Társaság tőkeszerkezete nem válik feszítetté.

Nagyábrás vékonyréteg technológia

A Genesis a napelem gyártásban jelenleg rendelkezésre álló egyik legkorszerűbb, ún. nagyábrás vékonyréteg technológiát kívánja használni, amelyet a szakirodalom „Generation 8.5” néven ismer, és amely a hagyományos technológiához képest az alábbi fő előnyökkel rendelkezik:

- a vékonyréteg technológiájú napelemcellák előállítási költsége mintegy 40%-kal alacsonyabb, mint a hagyományos technológiáé, ami elsősorban a nagyságrenddel kisebb szilícium-felhasználásnak köszönhető (az iparág növekedésének egyik gátját egyébként éppen a legfontosabb alapanyag, a jelenleg még korlátozott szilícium-gyártó kapacitások jelentik);
- a nagyábrás vékonyréteg technológiájú napelemek az effektív energia előállítás tekintetében mintegy 25%-kal nagyobb hatékonysággal rendelkeznek, mint a hagyományos technológiával készült napelemek;

A vékonyréteg és poly-kristályos technológia gyártási költségeinek összehasonlítása



- az új technológiával a hagyományos napelemek méreténél (kb. 1,2 m²) közel ötször nagyobb panelek (kb. 5,7 m²) készítése is lehetséges, ami pl. a napelem farmok esetén akár 20-25%-kal alacsonyabb járulékos beruházási költséget jelent;
- tekintettel arra, hogy – szemben a hagyományos napelemekkel – a vékonyréteg technológiával készült napelemek átlátszóak, hosszabb távon újszerű alkalmazásokat tesznek lehetővé, így például potenciálisan építészeti alkalmazásokra (napelem-cellás homlokzatok) is sor kerülhet, ami a piaci kereslet jelentős növekedését eredményezheti. E tekintetben fontos megjegyezni, hogy a világ egyre több országában az építészeti szabványok is előírják új épületek létesítésénél az alternatív energiaforrások kötelező alkalmazását.



Előnyei mellett a vékonyréteg technológiáról el kell mondani, hogy ma még kevésbé elterjedt, mint a hagyományos, kristályos szilícium-cellás napelemek, piaci részesedése kevesebb, mint 10%. Ugyanakkor a Photon Consulting várakozása szerint ez az arány 2010-re várhatóan megduplázódik és az iparág több jelentős szereplője (First Solar, Q-Cells, Ersol stb.) szintén ezen technológia irányába mozdul el. Kockázatot jelent, hogy ugyan kisebb méretű napelemeket már rég óta gyártanak vékonyréteg technológiával, ilyen nagyméretű paneleket gyártó üzem jelenleg még nem működik. Ugyanakkor az idén már több ilyen technológiájú gyár létesítéséről írtak alá megállapodást befektetők a technológia szállítójával, az Applied Materials-szel (az Applied Materials a világ legnagyobb félvezető-, LCD-panel- és napelem-gyártó berendezéseket előállító cége, 2006. évi árbevétele meghaladta a 9,1 milliárd dollárt). Bár kisebb méretű panelek gyártására a technológia már régóta működik, a nagytáblás gyártásban még nincsenek nagyüzemi termelési tapasztalatok, ami a potenciális előnyökön kívül egyelőre még bizonytalanságot és kockázatokat is jelent a technológiába befektetők számára.

A tervezett projekt(ek) megvalósulására nézve további kockázatot jelent, hogy ilyen gyártósort jelenleg egyedül az Applied Materials tud készíteni, és a Genesis terveinek megvalósulása függ a technológia szállítójával történő megállapodástól. A Társaság menedzsmenete ugyanakkor arról számolt be, hogy a tárgyalások előrehaladott fázisban vannak és a szükséges finanszírozási források rendelkezésre állását – elsősorban a sikeres zártkörű tőkeemelés, pozitív támogatási döntéseket, illetve a szükséges banki finanszírozási megállapodásokat – követően 1-2 hónapon belül, követően akár már idén kora ősszel aláírható lesz a technológia szállítására vonatkozó szerződés, amelynek megvalósulására és megfelelő működésére az Applied Materials teljeskörű garanciát is vállal majd.

Kiemelkedő kockázatok

Befektetői szempontból a Genesis részvények kiemelkedő kockázatokkal rendelkeznek, emellett több olyan nyitott kérdés is megválaszolásra vár a Társasággal kapcsolatban, amelyeknek köszönhetően, illetve amelyek megválaszolása nélkül az intézményi befektetők részvényektől való távolmaradása várható. A legfontosabb befektetői kockázatok, illetve nyitott kérdések az alábbiak szerint foglalhatóak össze:

Transzparencia

A Társaság jelenleg a projektek fejlesztésének fázisában van, és ennek során olyan, szigorúan bizalmas, információkkal is rendelkezik, amelyek szélesebb körű nyilvánosságra kerülése a

Társaság üzleti érdekeit, terveinek megvalósulását veszélyeztetné. Ennek megfelelően a Genesis az elmúlt időszakban igen visszafogott külső kommunikációt folytatott, amelynek következtében a Társaság működését a befektetők kevésbé transzparensnek érezhetik.

Start-up fázis

Az egyik legfontosabb kockázatot (egyben a részvények árazásának nehézségeit) az okozza, hogy a Társaság jelenleg nem rendelkezik értelmezhető gazdálkodási tevékenységgel, a befektetők kizárólag egy többéves időhorizonton megvalósuló befektetés sikeres megvalósulásában bízhatnak. A Társaság start-up életciklusa tehát, a gyártóüzem(ek) létrehozása, illetve üzemeltetése önmagukban is jelentős bizonytalanságokat és kockázatokat jelent a befektetők számára.

Beruházások

A Genesis által felépíteni kívánt napelem gyártó üzemek létesítésére vonatkozóan egyelőre csak tervek léteznek, az üzemek legkorábban 2009-ben kezdhetik meg a termelést, nyereséges működés pedig legkorábban 2011-ben várható. A gyártáshoz tervezett technológia nagyüzemi keretekben még nem működik (az első gyártósorok 2008-ban kerülnek beüzemelésre), illetve a Genesisnek jelenleg sem szerződése, sem pedig előszerződése nincs ezen berendezésekre, habár a Társaság vezetésének megítélése szerint egy ilyen szerződés megkötésére már néhány hónapon belül sor kerülhet.

Napenergia-ipari track record

A Társaság vezetése már több mint egy éve szorosan együttműködik iparági szakemberek egy nagyobb csoportjával a projektek előkészítése érdekében, illetve előrehaladott tárgyalásokat folytat a projektek megvalósításában és üzemeltetésében való részvételüket illetően is.

A napelem gyártó kapacitás létrehozásához és üzemeltetéséhez egyaránt fontos a megfelelő szakértelem és tapasztalatok megléte, ami a menedzsment szerint partnereiknél megvan. A szakember gárda ösztönzése részben a megvalósuló üzemekben való tulajdonrészesedések segítségével fog történni, ami biztosítja elkötelezettségüket. A szakmai partnerek kiblenlétéről, illetve a tárgyalások részleteiről a Genesis jelentős üzleti érdekek sérelme nélkül jelenleg még nem tud információkat nyújtani. Ugyanakkor, amíg a piac nem ismeri a részleteket a szakemberek track recordjáról, addig kockázatként kezelendő a kérdéskör, amint erről információ jelenik meg, úgy az akár előnnyé is válhat.

Piaci kockázatok

Bár az iparág csaknem minden szereplője a szektor hosszú távú, dinamikus növekedését várja, illetve valószínűsíti, a piac bővülését több tényező is visszavetheti. Ezek közül a legfontosabbak a következők:

- A napelemek iránti keresletet erőteljesen meghatározzák az állami támogatások, amelyeknek egy hirtelen, drasztikus csökkenése keresletszűkítő hatással bírhat. Ugyanakkor az állami támogatások kisebb mértékű, fokozatos csökkenése várható, párhuzamban a szektor fejlődésével, így például a napelem cellák növekvő hatékonyságával, illetve csökkenő előállítási költségeivel.
- Szintén csökkentheti a keresletet a kamatok emelkedése, valamint a fosszilis energiahordozó árak nagyobb arányú mérséklődése.

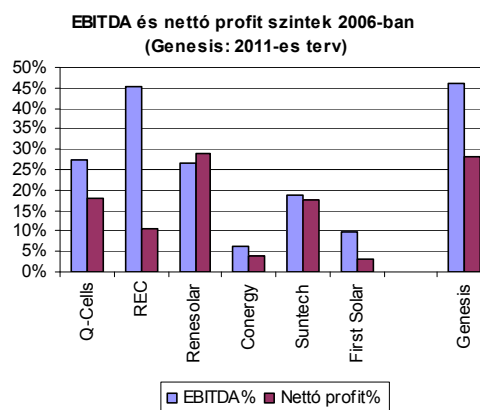
- Amennyiben a piaci szereplők várakozásaival ellentétben nem csökkennek kellő mértékben az előállítási költségek, illetve nem növekszik fokozatosan a napelemek hatékonysága, úgy – változatlan hagyományos energiaárak esetén – a napenergia nem lesz támogatások nélkül is versenyképes alternatíva, s ez negatívan hatna a piaci keresletre.

Finanszírozás, támogatások

A Genesis tervei mind a magyar, mind a spanyolországi üzemek létesítésénél jelentős állami támogatásokkal számolnak. A spanyol állam a cég várakozásai szerint 30-35 millió eurós mértékben fog támogatást nyújtani. Magyar részről egyedi kormánydöntésen alapuló fejlesztési támogatást igényelnek. Bár a napenergia szektor felé irányuló állami támogatások általában stratégiai fókuszot kaptak és komoly mértékben növekedtek, a kérelmek pozitív elbírálásáig nyilvánvaló bizonytalanságot jelent, hogy a tervezett támogatásokból ténylegesen mennyi realizálódik. Ebben a tekintetben bizakodásra adhat okot, hogy a Társaság a közelmúltban jelentette be az Andalúziai Kormány pozitív döntését közel 15 millió eurós, vissza nem térítendő támogatás megítéléséről, valamint, hogy a magyar jogszabályok (1996. évi LXXXI. Törvény a társasági adóról és az osztalékadóról; 206/2006 Kormányrendelet a fejlesztési adókedvezményről) fejlesztési adókedvezmény igénybevételére is lehetőséget adnak. Ennek feltételeinek a Genesis meg kíván felelni és a feltételek teljesítése esetén jogosulttá válik az adókedvezményre.

Pénzügyi előrejelzések

A Genesis terveiben szereplő EBITDA- és nettó profit szintek ugyan beleesnek a nemzetközi összehasonlító adatok (az elmúlt 2 év során a szektortársak közül tőzsdéi bevezetést végrehajtó nemzetközi vállalatok 2006. évi számai) által meghatározott sávba, azonban inkább annak felső szélénél megfelelő szintet jelentenek mindkét mutatószám esetében. Jelen pillanatban még kérdéses, hogy ezek az előrejelzések – tekintettel az új technológia által jelentett versenyelőnyökre, illetve a piaci viszonyok jövőbeni alakulására – reálisak-e, vagy esetleg túlzottan optimisták.



További kockázatokat hordoz magában a forint jövőbeni árfolyammozgása, mivel a magyarországi üzem árbevételei szinte teljes egészében euróban keletkeznek, míg a költségek jelentős része forintban merül fel. Így tehát az előrejelzésekben szereplő árfolyamhoz képest egy jelentősebb forinterősödés az euróval szemben negatív hatással lenne az eredményességre.

4 Árazás

A Genesis részvényei jelenleg hagyományos árazási módszerekkel nem értékelhetők, s a Társaság a peer group-al nem hasonlítható közvetlenül össze, tekintve, hogy:

- a Genesis egyelőre még a tervezett üzemek felépítéséhez sem kezdett hozzá, s a szükséges tőke sem áll még rendelkezésre;

- a peer group-ban szereplő társaságok mindegyike már nyereséges működést produkál, a Genesishez hasonló életpályán mozgó vállalat nem azonosítható a szektor nyilvánosan működő cégei között.

Az alábbiakban a Genesis árazását mutatjuk be a magyarországi projektre vonatkozó pénzügyi előrejelzések alapján diszkontált cash-flow (DCF) és két mutatószám alapú értékeléssel, felhívjuk azonban a figyelmet arra, hogy ezen árakat a piac a fent részletezett kockázati tényezők, valamint a nyitott kérdések folytán véleményünk szerint egyelőre nem, illetve csak diszkontálva árazza majd be.

Mutatószámok

A mutatószám alapú összehasonlítást két módszerrel, P/E, illetve EV/EBITDA alapon végeztük el, s mindkét esetben a szektorátlagokat 2 évre előretekintő, azaz 2009-es EPS és EBITDA várakozások (Reuters elemzői konszenzusa) alapján számoltuk. Tekintve, hogy a Genesis érdemi eredményt csak 2011-ben tud majd felmutatni, ezen mutatószámok segítségével a két év múlva, azaz 2009 közepén várható Genesis árfolyamot határoztuk meg mind a két esetben.

Mindkét módszer esetén az alábbiakat feltételeztük:

- az EBITDA és nettó eredmény tekintetében teljesülnek a cég előrejelzései;
- a tőkeemelés során 3.2 m új részvény bocsát ki a társaság, mely kb. 35 millió euró friss tőkét jelent;
- a forint árfolyama nem változik jelentős mértékben a cég által előre jelzethez képest.

Az összehasonlításokban szereplő társaságok az alábbiak:

Európai cégek: REC, Q-Cells, Solarworld, Ersol, Renesolar, Solon, Sunways, Solar Fabrik, Centrotech, Conergy.

Nem európai vállalatok: Solar Energy, Applied Materials, Evergreen Solar, Sunpower, Suntech Power, Ebergreen Energy, First Solar, Carmanah, Toluyama, E-Ton Solar, Motech.

Genesis 2009-es fair árfolyamának meghatározása (Ft/részvény)

Kiindulási pontok:

EBITDA 2011 (m EUR)	81,7
Nettó hitel 2009 (m EUR)	40,0
Részvénytársaság (m db)	10,0

	EV/EBITDA (2009, x)	fair árfolyam 2009-ben (Ft)
EU-n kívüli szektor medián	11,2	21 886
Világ szektor medián	10,7	20 864
EU szektor medián	10,0	19 434
	9,0	17 391
	8,0	15 347
	7,0	13 304
	6,0	11 260
	5,0	9 217
	4,0	7 173

Genesis 2009-es fair árfolyamának meghatározása (Ft/részvény)

Kiindulási pontok:

Nettó profit 2011 (m EUR)	49,4
Részvénytársaság (m db)	10,0

	P/E (2009, x)	fair árfolyam 2009-ben (Ft)
EU-n kívüli szektor medián	16,3	20 152
Világ szektor medián	13,7	16 938
EU szektor medián	11,2	13 847
	10,5	12 981
	10,0	12 363
	9,5	11 745
	9,0	11 127
	8,5	10 509
	8,0	9 891
	7,0	8 654

DCF

A diszkontált cash-flow alapú értékelés alapjául a Társaság menedzsmentjének a magyarországi üzemre vonatkozó pénzügyi előrejelzései szolgálnak, amelyek fő sarokszámait 2008-2012 között az alábbi táblázat foglalja össze:

m EUR	2008	2009	2010	2011	2012
Termelés (MWp)	-	10,5	70,8	78,4	80,0
Árbevétel	-	23,7	159,6	176,7	176,4
EBITDA	-1,4	1,3	16,7	81,7	80,8
Adózás előtti eredmény	-1,1	-16,2	45,1	61,8	61,8
Szabad Cash Flow	-31,0	-68,0	64,0	68,0	62,0

A diszkontráta meghatározásánál a projektre tervezett finanszírozási struktúrát – 29% saját tőke, 38% hitel, 33% állami támogatás – vettük figyelembe. A tervezett nagyarányú állami támogatás miatt a diszkontráta (WACC) értéke rendkívül alacsony, 7% alatti. Ugyanakkor fennáll a kockázata, hogy az állami támogatás mértéke a terveknel kisebb lesz, ami a diszkontráta növekedéséhez és az érték csökkenéséhez vezetne.

A fenti feltételezések mellett a diszkontált cash flow módszer által meghatározott jelenlegi részvényárfolyam 8.750 Ft körül alakul, ami összhangban van a mutatószámok alapján meghatározható, 2009. évre vonatkozó részvényár-becslésekkel.

Következtetés

Amint azt feljebb már jeleztük, a fenti módszerek által meghatározott eredményeket a nagyfokú bizonytalanságok és kockázatok miatt jelenleg még csak egy igen jelentős, legalább 60%-os, diszkonttal javasoljuk figyelembe venni, amelynek alkalmazása révén a részvényár maximumaként 3.500 Ft adódik. Ugyanakkor, tekintettel az elhatározott zártkörű tőkeemelés – a főtulajdonos jegyzési garanciája miatt – gyakorlatilag biztosra vehető sikerére, illetve arra, hogy a tőkeemelés 2.800 Ft-os részvényárfolyamon fog megtörténni, a reális árfolyamsáv alsó értékét 2.800 Ft-ban határoztuk meg.