

PHOTON ENERGY – gorsze perspektywy

Pogorszenie koniunktury na rynku (spadek cen energii elektrycznej, wzrost kosztów i wydłużenie terminów realizacji inwestycji) wpłynęły negatywnie na bieżące wyniki oraz perspektywy rozwoju Photona. Uważamy, że w obecnych warunkach część projektów nie zostanie zrealizowana, a ich ewentualne sprzedaż będzie trudniejsza. Obniżyliśmy prognozy oraz wycenę akcji Photon Energy, przyjmując bardziej konserwatywną ścieżkę rozwoju firmy. Cenę docelową wyznaczyliśmy na poziomie 6,82 zł (1,59 EUR), co daje 11-proc. potencjał spadku kursu.

Powrót do systemu wsparcia (CZ, HU) odpowiedzią na niskie ceny rynkowe

Pozytywnie oceniamy powrót do systemu wsparcia w Czechach i na Węgrzech (dla już funkcjonujących instalacji o łącznej mocy ok. 50 MW), co pozwoli podnieść uzyskiwane ceny ze sprzedaży energii elektrycznej (na rynku węgierskim x2). Niestety dla nowo realizowanych projektów (HU, RO, AU) spółka planuje zastosowanie sprzedaży w modelu rynkowym lub PPA, co w obecnych warunkach oznacza niską stopę zwrotu.

Sprzedaż projektów PV na etapie przygotowania zamiast ich realizacji

Spółka zmieniła swoje podejście do niektórych projektów planowanych do realizacji w Polsce oraz Rumunii. Obecny bank ziemi pod projekty PV w PL wynosi ok. 290 MWp a w RO >220 MWp, jednak problemy z przyłączeniem do sieci skutecznie ograniczają możliwości inwestycyjne na tych rynkach. Ponadto w obecnych warunkach rynkowych inwestycje te charakteryzują się niską stopą zwrotu. W naszym modelu konserwatywnie założyliśmy brak realizacji dla wszystkich projektów w Polsce (w tym roku dojdzie do sprzedaży co najmniej jednego projektu o mocy ok. 20 MW) oraz większości projektów na Węgrzech. Do wyceny przyjęliśmy szacowaną ich wartość bieżącą (ok. 50 mln EUR), a ewentualna sprzedaż wybranych projektów poprawiłaby sytuację bilansową (spółka pozyska środki na budowę następnych instalacji PV).

Gorsza koniunktura na rynku PV, słabsze wyniki w Engineering i Technology

Pogorszenie koniunktury na rynku OZE (niskie ceny energii, rosnące koszty bilansowania, wzrost kosztów realizacji inwestycji) skutkowało zmniejszeniem ilości realizowanych projektów. W konsekwencji pogorszyły się bieżące wyniki, jak i perspektywy dla segmentu EPC oraz segmentu sprzedaży komponentów fotowoltaicznych w Photonie. Obniżyliśmy prognozy oraz wyceny segmentu Engineering oraz Technology.

Ryzyka dla prognoz i wyceny

Główne ryzyka związane są ze specyfiką prowadzenia biznesu w branży PV, a więc wysokie nakłady inwestycyjne i trudności z planowaniem wolumenu produkcji. Do tego doszły ryzyka systemowe wynikające z barier technicznych (sieci przesyłowe) i wprowadzanych obciążeń administracyjnych (limity produkcyjne, podatki).

Wartość akcji Photon Energy oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą sum of the parts na 8,30 zł oraz porównawczą na 4,26 zł. Obu metodom przypisaliliśmy jednakowe wagi. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 6,82 zł (1,59 EUR), co daje ponad 11% potencjał spadku kursu akcji.

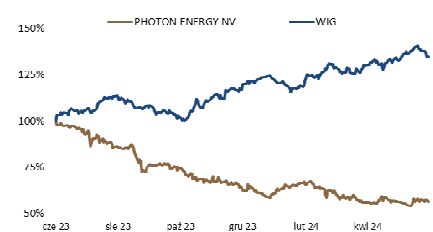
mln EUR	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	36	95	71	97	95	125
EBITDA	10	26	5	19	20	32
EBIT	-1	17	-5	9	11	23
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	-6	6	-16	-2	0	10
EPS (EUR)	-0,11	0,11	-0,26	-0,04	0,00	0,17
P/E (x)	-16,8	17,1	-7,0	-48,6	-832,8	10,8
EV/EBITDA (x)	19,9	9,1	50,2	14,8	14,5	8,7

Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 31.05.2024 o godz. 15:35. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 31.05.2024 o godz. 15:50.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLERSKI

Cena bieżąca	7,70 zł
Cena docelowa (9M)	6,82 zł
Potencjał wzrostu	-11%
Kapitalizacja	472 mln zł
Free float	29%
Śr. wolumen 6M	13 103



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Photon Energy NV jest globalnym dostawcą technologii i produktów w obszarze energii słonecznej. Działa w 11 krajach na dwóch kontynentach.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Solar Future	35,55%
Solar Power to the People	32,75%
Tomala Investments ASI	3,74%
Akcje własne	2,40%
Pozostali	25,56%

Źródło: Photon Energy

Michał Sztabler

Analitik Akcji

michal.sztabler@noblesecurities.pl
+48 22 244 13 03

SPIS TREŚCI:

WYCENA.....	3
Wycena metodą sum of the parts.....	4
Wycena metodą porównawczą.....	5
SZANSE I ZAGROŻENIA.....	6
KOMENTARZ DO WYNIKÓW 1Q2024.....	8
OSTATNIE WYDARZENIA.....	11
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG).....	12
AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH.....	13
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE.....	14

WYCENA

Wartość jednej akcji Photon Energy wyliczyliśmy jako średnią z wyceny sum częściowych (sum of the parts) oraz wyceny porównawczej, z wagą 50% każda. **Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczaliśmy na 6,82 zł (1,59 EUR) vs 13,94 zł (3,03 EUR) poprzednio, co daje ponad 11% potencjał spadku kursu akcji.**

Obniżenie wyceny wynika z:

- niższych prognoz dla segmentu Engineering oraz Technology - słabsze perspektywy rozwoju rynku OZE = niższe dochody z realizacji projektów dla klientów zewnętrznych,
- niższej dochodowości spółki Lerta (segment New Energy) - gorsze parametry dla Rynku Mocy w Polsce, uwzględniające wyniki ostatnich aukcji,
- bardziej konserwatywnych założeń dotyczących rozwoju obszaru własnych farm PV (segment Investment) - niższe uzyskiwane ceny energii, opóźnienia w uruchamianiu nowych instalacji, niskie stopy zwrotu z projektów skutkujące zawieszeniem / wycofaniem się z realizacji (sprzedażą do podmiotu zewnętrznego) projektów w Polsce i części projektów na Węgrzech (nasze założenia na bazie wypowiedzi przedstawicieli zarządu spółki).

Analiza sum of the parts (SOTP) zakłada osobną wycenę poszczególnych składników majątku lub biznesu. W przypadku Photonu wyceniliśmy każdy segment operacyjny stosując metodę DCF (parametry modelu podaliśmy w dalszej części raportu). Tak otrzymaną wycenę działalności spółki skorygowaliśmy o wartość skonsolidowanego długu netto na koniec 2023 r. Dodatkowo oszacowaliśmy wartość projektów PV, które z uwagi na niską naszym zdaniem opłacalność ich realizacji w obecnych warunkach rynkowych mogą zostać sprzedane na etapie RtB (ready to built, czyli przygotowany do budowy); takie podejście przyjęliśmy do wszystkich polskich oraz części węgierskich projektów.

Metoda porównawcza bazuje głównie na wskaźnikach dla spółek zagranicznych, gdyż na GPW nie ma zbyt dużej reprezentacji podmiotów o profilu zbliżonym do Photonu (zdecydowaliśmy się dołączyć do grupy porównawczej jedynie Polenergię). Zastosowaliśmy tylko wskaźniki EV/EBITDA na lata 2024-26 nadając im równe wagi.

Obu powyższym metodom przypisaliśmy jednakowe wagi. Do przeliczeń wzięliśmy kurs EUR/PLN na poziomie 4,28 zł.

Podsumowanie wyceny	waga (x)	wycena 1 akcji (EUR)	wycena 1 akcji (PLN)	poprzednio (PLN)	zmiana
Sum of the parts	50%	1,94	8,30	13,48	-38%
Wycena porównawcza	50%	1,10	4,26	11,92	-64%
Średnia ważona metod		1,52	6,28	12,70	-51%
Cena docelowa (9M)		1,59	6,82	13,94	-51%
Cena aktualna			7,70		
Potencjał					-11%

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą sum of the parts

Wycena SOTP	wycena (EUR)		wycena (PLN)		poprzednio	zmiana
	total (mln)	na 1 akcję	total (mln)	na 1 akcję		
Engineering	40	0,70	170	2,98	3,21	-7%
New Energy (Lerta)	121	1,93	520	8,26	12,10	-32%
Technology	11	0,19	47	0,82	3,58	-77%
Investment	112	1,89	480	8,11	14,04	-42%
O&M	4	0,07	19	0,30	0,12	147%
Other+eliminacje	-77	-1,29	-332	-5,53	-9,94	-44%
Aktywa PV do zbycia (PL, HU)	53	0,89	229	3,81	0,00	nd
Cash netto (31.12.2023)	-146	-2,44	-627	-10,45	-9,64	8%
RAZEM	118	1,94	506	8,30	13,47	-38%

Źródło: Noble Securities

Założenia do modelu:

Parametry modeli DCF	Engineering	New Energy	Technology	Investment	O&M	Other+eliminacje
Końcowy rok projekcji	2033	2033	2033	2050	2033	2033
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału własnego	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Efektywna stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Koszt długu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Koszt długu po tarczy	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Dług netto/EV	40%	40%	40%	70%	40%	40%
WACC	9,4%	9,4%	9,4%	7,8%	9,4%	9,4%
Wzrost FCFE po okresie prognozy	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Źródło: Noble Securities

Wycena projektów PV będących na wczesnych etapu przygotowania:

Wartość aktywów PV w fazie przygotowania	wielkość	cena	wycena
	(MW)	(EUR/MW)	(mln EUR)
Czechy (CZ)	0	0	0
Słowacja (SK)	0	0	0
Węgry (HU)	27,7	150 000	4,2
Australia (AU)	9,8	200 000	2,0
Rumunia (RO)	160,4	100 000	16,0
Polska (PL) 20,4 MW	20,4	170 000	3,5
Polska (PL)	269,3	170 000	45,8
RAZEM	487,6		71,4

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą porównawczą

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Clearway Energy	21 108	22,3	22,7	16,7	13,6	13,1	12,5
Neoen	24 636	72,1	48,7	39,8	16,1	12,4	10,5
Encavis	11 791	35,9	31,9	24,4	14,9	13,2	11,6
Solaria Energia	6 233	15,7	13,7	12,8	12,7	10,4	8,4
Scatec Solar	5 076	21,5	16,4	13,8	9,3	8,6	8,0
Grenergy	3 919	15,9	8,8	9,3	12,6	7,5	5,8
Renova	2 348	8,5	15,6	19,1	19,2	12,4	11,1
Audax Renovables	3 616	17,4	14,3	13,0	10,1	8,9	8,5
Soltec	894	5,7	6,3	5,3	5,4	5,0	4,5
7C Solarparken	1 082	23,4	23,4	22,6	7,4	7,2	7,0
Polenergia	5 344	15,4	21,0	24,8	8,2	9,3	9,1
Mediana		17,4	16,4	16,7	12,6	9,3	8,5
Implikowana wartość 1 akcji Photon Energy					5,0	0,7	7,1
waga					33%	33%	33%
Średnia ważona wartość 1 akcji Photon Energy				4,26			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 31.05.2024 r. godz. 9:46

SZANSE I ZAGROŻENIA

- + Photon operuje na rynku OZE, w jego najbardziej dynamicznie rosnącym segmencie fotowoltaiki (PV).
- + Spółka korzysta z rozwoju rynku oferując pełen zakres usług w ramach łańcucha wartości: przygotowanie i prowadzenia inwestycji (tzw. EPC), sprzedaż technologii PV, usługi utrzymania ruchu elektrowni PV (O&M) oraz pośrednictwo przy sprzedaży energii. Jednocześnie posiada własny portfel instalacji PV.
- + Istotną przewagą spółki w porównaniu do innych notowanych na GPW przedstawicieli branży jest duże zróżnicowanie sprzedaży pod względem geograficznym, pozwalające stabilizować przychody oraz balansować zmiany regulacyjne na poszczególnych rynkach.
- + Photon kierowany jest przez zarząd posiadający wieloletnie doświadczenie na rynku PV. Osoby z kierownictwa firmy są zaangażowane kapitałowo w spółkę.
- Ryzyko regulacyjne wynikające z wpływu lokalnych systemów wsparcia OZE oraz realizowanej polityki energetycznej na wynik firm z sektora. Częsta zmiana zasad przyznawanej pomocy publicznej może mieć bezpośredni wpływ na wyniki Grupy (poprzez własny portfel elektrowni PV) lub pośrednio wpływać na popyt na produkty i usługi spółki (takie jak sprzedaż technologii, usługi EPC czy O&M).
- Ryzyko związane z warunkami meteorologicznymi, które determinują wielkość produkcji, a nie są w pełni przewidywalne. Gorsze warunki pogodowe wpływają negatywnie na poziom realizowanych przychodów, co przy wysokiej dźwigni operacyjnej (dominujący udział kosztów stałych w segmencie generacji energii elektrycznej z własnych elektrowni PV) istotnie obniża wielkość osiąganego zysku. Ryzyko to jest charakterystyczne dla niestabilnych źródeł OZE, choć wieloletnie doświadczenie spółki na rynku pozwala nim skutecznie zarządzać.
- Ryzyko związane z warunkami panującymi na rynku energii: spadek bieżących cen rynkowych przy krótkoterminowej nadpodaży energii w sytuacji korzystnych warunków pogodowych (wyższy wolumen, ale sprzedawany po niższych cenach) i wzrost cen wynikający z krótkoterminowego niedoboru energii przy niekorzystnych warunkach meteo (bilansowanie pozycji elektrowni PV poprzez zakup brakujących wolumenów po znacznie wyższych cenach na rynku). Ryzyko to naszym zdaniem będzie rosło wraz ze wzrostem udziału nieregulowanych źródeł wytwórczych o zbliżonej charakterystyce (np. PV).
- Ryzyko związane z projektami w przygotowaniu, których rozwijanie jest zawsze oparte na kalkulacji ekonomicznej, uwzględniającej określone założenia (np. wysokość taryf gwarantowanych, okres wsparcia dla inwestycji, cena elektryczności lub cena tak zwanych zielonych certyfikatów). Jeśli powyższe założenia okażą się być nieprawidłowe lub jeśli poszczególne czynniki rozwiną się odmiennie niż to planowano, miałyby to istotny wpływ na rentowność projektu fotowoltaicznego. W skrajnym przypadku spółka może podjąć decyzję o wycofaniu się z realizacji danego projektu, ujmując poniesione dotychczas wydatki w koszty w formie odpisu. Ryzyko to oceniamy jako umiarkowane, możliwe do zarządzenia przez spółkę z uwagi na kompetencje pracowników, choć w bardzo zmiennym otoczeniu regulacyjnym coraz trudniejsze do zarządzania.
- Ryzyko związane z zmianami stóp procentowych: przy wysokim zadłużeniu finansującym aktywa trwale (co wynika ze specyfiki firm operujących na rynku OZE i posiadających własny portfel elektrowni) wzrost kosztów finansowania może wpływać negatywnie na bieżące wyniki finansowe oraz ograniczyć potencjał rozwoju (nowe inwestycje). W przypadku dużego udziału długu rosnące rynkowe stopy procentowe mogą powodować spadek wartości posiadanych (ew. będących w fazie budowy) projektów fotowoltaicznych, gdyż istnieje ryzyko, że wyprzedaż aktywów nie będzie

- możliwa po zamierzonej cenie, znacząco pogarszając płynność finansową Grupy. Zgodnie z konserwatywną polityką hedgingową znaczna część ryzyka związanego ze stopami procentowymi jest zabezpieczona za pomocą kontraktów IRS, dlatego też Photon jest tylko częściowo narażony na wzrost kosztów finansowania.
- Ryzyko związane z wahaniami kursów walut i wynikające z prowadzenia działalności na wielu rynkach. Photon ocenia ryzyko walutowe jako umiarkowane, aczkolwiek wraz z ekspansją biznesu Grupy na nowe rynki, w szczególności rynki rozwijające się, ryzyko związane z wymianą obcej waluty może znacząco wzrosnąć.



KOMENTARZ DO WYNIKÓW 1Q2024

Wybrane dane finansowe (mln EUR)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	r/r	2023	2024P	r/r	% progn. NS
Przychody	19,3	21,0	19,2	14,9	17,4	-10%	70,6	96,6	37%	18%
- z wyprodukowanej energii elektrycznej	4,2	7,2	7,3	2,7	3,7	-10%	21,4	24,6	15%	15%
- z innych działalności	15,1	13,8	11,9	12,2	13,6	-10%	49,2	72,0	46%	19%
EBIT	-1,6	0,1	-1,0	-4,1	-1,4	-9%	-5,2	9,1	-275%	-16%
rentowność	-8%	0%	-5%	-27%	-8%		-7%	9%		
EBITDA	0,3	2,5	1,9	0,4	0,8	137%	5,1	18,5	263%	4%
rentowność	2%	12%	10%	2%	5%		7%	19%		
amortyzacja	2,0	2,4	3,0	3,6	2,1	8%	11,0	9,4	-15%	22%
Saldo działalności finansowej	-2,6	-2,9	-2,9	0,0	-0,9		-11,1	-12,1		
Zysk netto	-4,1	-3,3	-2,1	-4,8	-1,3	-69%	-15,7	-2,3	-86%	57%
rentowność	-21%	-16%	-11%	-32%	-7%		-22%	-2%		
Dług netto	138,1	153,5	164,7	166,2	165,4	20%	166,2	163,5	-2%	101%
Oper. CF	-2,4	-6,9	5,5	9,0	4,7	nd	7,2	2,1	-70%	222%
CAPEX	2,7	5,2	8,6	6,4	1,9	-28%	23,3	18,7	-20%	10%
P/E	430,4	-	-	-	-					
EV/EBITDA	11,1	15,7	46,1	54,1	49,5					
DN/EBITDA	6,2	9,2	27,6	32,5	29,7					

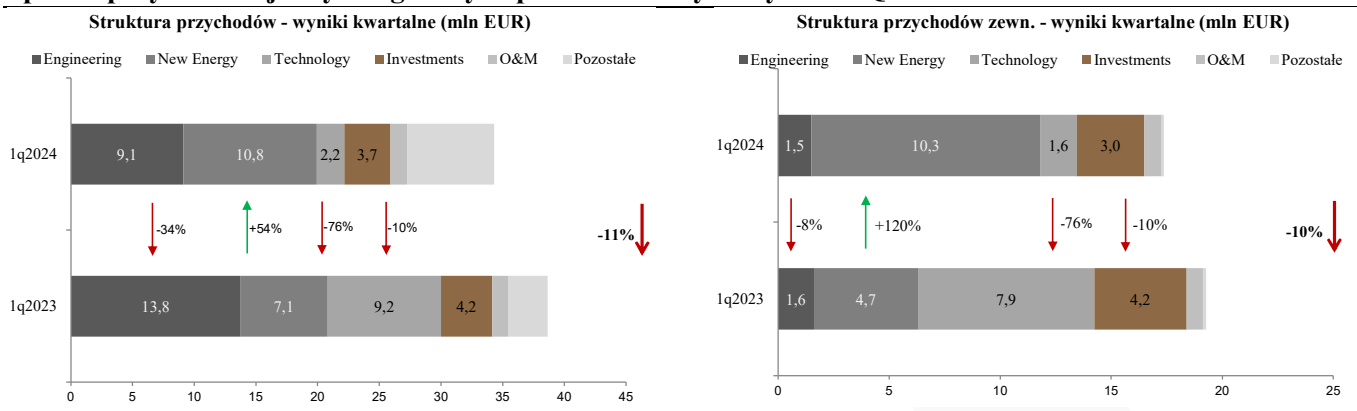
Źródło: Photon, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowane przychody w Q1/2024 spadły o 10% r/r (-2 mln EUR), a największe spadki dotyczyły obszaru Technology oraz Investment:

- W obszarze EPC (tj. realizacji inwestycji OZE, segment Engineering) pierwsze miesiące br. były słabsze niż przed rokiem. Niższa była przede wszystkim sprzedaż na rzecz podmiotów z grupy (-4,5 mln EUR r/r), a sprzedaż zewnętrzna pozostaje na niskim poziomie (< 1,5 mln EUR). Opóźnienia w realizacji kolejnych projektów wewnątrzgrupowych nie dają nadziei na rychłe odwrócenie tendencji.
- W segmencie Technology, który odpowiada za sprzedaż technologii dla branży OZE (m.in. magazyny, panele, inwertery) spadek przychodów był kontynuowany (-7 mln EUR r/r). Spółka zwraca uwagę na gwałtowne pogorszenie popytu na komponenty OZE (widoczne od połowy 2023 r.), co skutkowało zmniejszeniem zamówień (w Q1 wolumeny niższe r/r o 70% w podstawowych grupach produktowych) jak i silną presją na ceny.
- Główny obszar działalności, tj. produkcja energii elektrycznej z własnych źródeł (Investment) zanotował spadek przychodów do 3,75 mln EUR (vs 4,15 mln EUR w 1Q2023), przy czym większość sprzedaży była tym razem kierowana na zewnątrz. Największe spadki zanotowano na Węgrzech (-55%, głównie efekt niższych cen) oraz w Australii (-10%, podobnie kwestia spadku cen rynkowych); duże wzrosty były na rynku słowackim (+40%, wyższe wolumeny). Na rynku czeskim udało się ograniczyć negatywny wpływ cen dzięki przejściu z modelu rynkowego na model FiT (system stałych cen). Na podobny ruch zdecydowano się w odniesieniu do rynku węgierskiego, ale jego pozytywny wpływ widoczny będzie dopiero od 2Q2024.
- Nowy segment biznesowy budowany na bazie przejętej pod koniec 2022 r. spółki Lerta (New Energy) zanotował wzrost przychodów (+3 mln EUR r/r, z czego na zewnątrz +5 mln EUR r/r), głównie dzięki wyższym przychodom z polskiego rynku mocy (+5 mln EUR r/r). Handel energią tym razem przyniósł niższe przychody niż przed rokiem (2,6 mln vs 4 mln EUR) pomimo wyższych wolumenów (efekt niższych cen rynkowych).
- Pozostałe obszary odpowiadały za łącznie ok. 8 mln EUR przychodów (<1 mln EUR sprzedaży zewnętrznej). Pomimo dużego przyrostu kontraktów utrzymaniowych (segment O&M), obszar ten wciąż realizuje niewielką sprzedaż pozostając deficytowy. Zarząd zapowiada wzrost przychodów w

niedługim czasie, gdyż większość nowych kontraktów pozyskana była w II półroczu 2023 i stopniowo wchodzi one do realizacji.

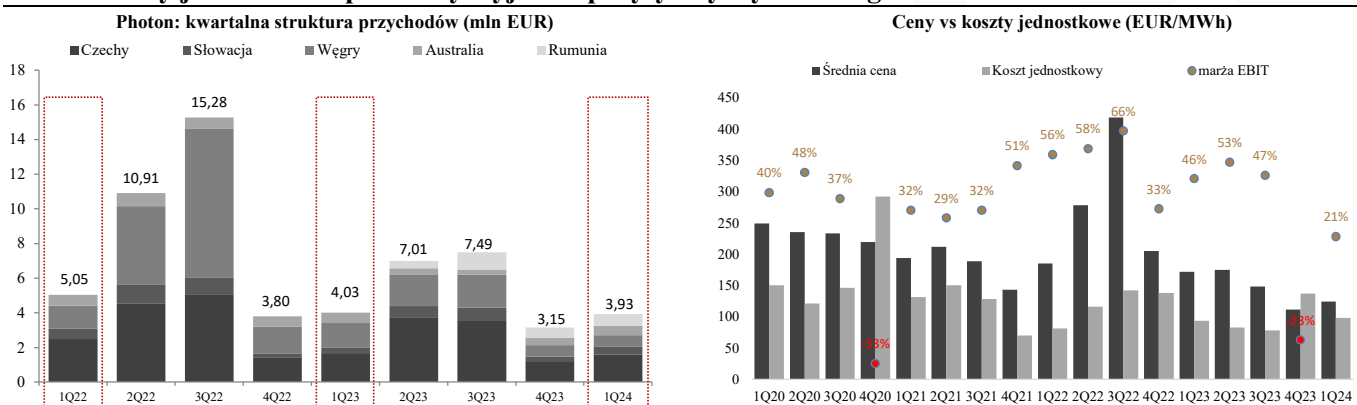
Spadek przychodów jednym z głównych powodów słabych wyników Q1



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

W segmencie Investment Photon zanotował w Q1 dodatnią rentowność operacyjną. Przyczynił się do tego spadek kosztów przy lekkiej poprawie średniej ceny. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszej poprawy rentowności, gdyż oprócz sezonowo wyższej produkcji farm PV, Photon realizować będzie wyższe ceny na rynku węgierskim (taryfy FiT są obecnie 2x wyższe niż uzyskiwane ceny rynkowe).

Niższe koszty jednostkowe pozwoliły wyjść na pozytywny wynik w segmencie Investment



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Spadek sprzedaży w większości segmentów wpłynął negatywnie na zyskowność Grupy. Na poziomie EBITDA Photon zanotował w 1Q2024 r. zaledwie 0,8 mln EUR zysku, a wynik operacyjny był ujemny (-1,4 mln EUR).

Wyższe koszty odsetkowe zostały częściowo skompensowane zyskami na walutowych transakcjach zabezpieczających (saldo na działalności finansowej -1 mln EUR).

Niska rentowność na poziomie operacyjnym i stałe wysokie koszty obsługi zadłużenia nie pozwalają osiągać pozytywnego wyniku netto. Wg naszych zrewidowanych prognoz spółce nie uda się osiągnąć zysku w 2024 r., choć wysokość straty będzie zdecydowanie niższa niż przed rokiem.

Pozytywny wpływ na całkowite dochody miały zyski niegotówkowe, głównie przeszacowanie wartości nowo oddanych farm PV w Rumunii.

CAPEX w I kwartale wyniósł ok. 2 mln EUR, poniżej wartości z ub.r. Jego poziom wynikał z realizacji projektów w Rumunii.

W I kwartale udało się ustabilizować sytuację bilansową Grupy. Nieznacznie (-1 mln zł) spadło zadłużenie. Wskaźnik DN/EBITDA pozostaje bardzo wysoki (~30x). W obecnym trudnym otoczeniu rynkowym (niskie ceny energii, wydłużony proces inwestycyjny, wzrost kosztów realizacji projektów, wyższe koszty finansowania) spodziewamy się wyhamowania procesu inwestycyjnego w obszarze własnych farm PV. Zarząd na spotkaniach coraz częściej wspomina o projektach przygotowywanych do sprzedaży (głównie Polska i Rumunia).

Zarząd podał cele finansowe na rok 2024: 90-100 mln EUR przychodów i 16-18 mln EUR EBITDA. Naszym zdaniem wielkości te są realne do zrealizowania, choć wyraźnie pokazują, że dojście do poziomu wyników z roku 2022 (EBITDA 25 mln EUR) będzie długim i żmudnym procesem.

OSTATNIE WYDARZENIA

01.02.2024 Powołanie p. Davida Forth na stanowisko dyrektora finansowanego (CFO)

David Forth przejmie to stanowisko od Georga Hotara, dyrektora generalnego Grupy Group, który w maju 2023 r. objął obowiązki tymczasowego dyrektora finansowego.

14.02.2024 Raport miesięczny za styczeń'2024

W styczniu łączna produkcja energii elektrycznej w ramach własnego portfela wyniosła 7,6 GWh w porównaniu do 5,4 GWh rok wcześniej (+42% r/r). Wzrost produkcji został osiągnięty przede wszystkim dzięki dodanym nowym mocom w Rumunii (+35 MWp), a także lepszej średniej wydajności jednostkowej portfela. Wzrost zainstalowanej mocy i w konsekwencji wolumenu produkcji przyczynił się do zwiększenia przychodów Photonu z własnego portfela PV (1 mln EUR vs 0,7 mln EUR przed rokiem i 0,6 mln EUR miesiąc wcześniej). Efekt wysokiej bazy wynikający z bardzo korzystnych warunków cenowych w 2022 r. powoli zanika, a spadek cen r/r kompensowany jest wyższym wolumenem produkcji.

19.02.2024 Raport kwartalny 4Q2023

Spadek wyników w IV kwartale był m.in. skutkiem wysokiej bazy roku ubiegłego (wysokie ceny energii elektrycznej, duży popyt na przydomowe instalacje PV). Pogorszenie koniunktury w branży odbiło się zarówno na rezultatach segmentu wytwarzania energii elektrycznej z własnych źródeł (Investment), jak i innych obszarach działalności powiązanych z rynkiem OZE. Wyniki z głównego biznesu (wytwarzanie energii z własnych źródeł) były tylko nieco niższe od naszych prognoz, natomiast dużo słabiej prezentują się pozostałe segmenty (szczególnie zawiódł segment New Energy).

14.03.2024 Raport miesięczny za luty'2024

W lutym łączna produkcja energii elektrycznej w ramach własnego portfela wyniosła 9,5 GWh w porównaniu do 7,9 GWh rok wcześniej (+20% r/r). Wzrost produkcji został osiągnięty przede wszystkim dzięki dodanym nowym mocom w Rumunii (+39 MWp), gdyż słabe warunki meteo uniemożliwiły poprawę wskaźników efektywności. Wzrost zainstalowanej mocy i w konsekwencji wolumenu produkcji wspierał przychody Photonu. Z drugiej strony spadek średniej ceny był bardzo duży (-25% r/r). Łącznie oba te czynniki doprowadziły do spadku przychodów o prawie 10% r/r (z 1,3 do 1,2 mln EUR).

19.03.2024 Przejście na model FiT na Węgrzech (dotyczy ok. 35 MWp)

Photon poinformował, iż od 1.04.2024 część instalacji PV działających na Węgrzech (łącznie ok. 35 MWp) z powrotem przejdzie na system stałych cen (Feed-In-Tariff, FiT). Nowe taryfy wyniosą ok. 120 EUR/MWh w porównaniu do ok. 60 EUR uzyskiwanych obecnie na rynku.

20.03.2024 zakontraktowanie 316 MW na Rynku Mocy w Polsce

Spółka zależna Lerta zakontraktowała w aukcji dodatkowej Rynku Mocy na 2025 r. łącznie 315 MW redukcji mocy (DSR) i 1,088 MW generacji odnawialnej. Przy wcześniej zakontraktowanej mocy 10 MW, łączne zobowiązanie mocowe na 2025 r. wynoszą 316,088 MW i zapewniają 56,1 mln zł (13 mln EUR) przychodów Rynku Mocy za rok 2025.

15.04.2024 Raport miesięczny za marzec'2024

W marcu łączna produkcja energii elektrycznej w ramach własnego portfela wzrosła do 13 GWh w porównaniu do 10,85 GWh rok wcześniej (+20% r/r). Wzrost produkcji został osiągnięty przede wszystkim dzięki dodanym nowym mocom w Rumunii (+39 MWp), gdyż słabe warunki meteo (pochmurne dni i piasek z Sahary) oraz tymczasowe wyłączenie wybranych elektrowni na Węgrzech w celu optymalizacji wyniku w związku ze zmieniającą się sytuacją rynkową uniemożliwiły poprawę wskaźników efektywności. Wzrost zainstalowanej mocy i w konsekwencji wolumenu produkcji wspierał przychody Photonu. Z drugiej strony spadek średniej ceny był bardzo duży (-30% r/r). Łącznie oba te czynniki doprowadziły do spadku przychodów o ponad 10% r/r (z 1,9 do 1,7 mln EUR).

30.04.2024 Raport roczny za 2023 r.

W całym 2023 r. Photon zrealizował ok. 90% prognozowanych przez nas przychodów, jednak zarówno EBITDA, jak i zysk netto były istotnie niższe od naszych założeń. Nie udało się także wykonać planu Zarządu na 2023 r. Oprócz wyraźnego pogorszenia otoczenia (niższe ceny energii, słabsze wolumeny generacji, spadek popytu na komponenty OZE), Photon nie domknął kilku planowanych transakcji sprzedaży projektów OZE (dezinwestycje), co nie pozwoliło wykazać zysku na tych transakcjach.

02.05.2024 Zmiany w Zarządzie

Michael Gartner, jeden z założycieli Photonu i członek Zarządu złożył rezygnację i przejdzie do Rady Nadzorczej. W jego miejsce do Zarządu dołączył David Forth, od lutego br. pełniący obowiązki dyrektora finansowego Photonu (CFO).

13.05.2024 Pozyskanie 15 mln EUR kredytu z EBOR

Photon Energy zawarł umowę zabezpieczonego kredytu w wysokości do 15 mln EUR z EBOR. Dzięki temu Photon sfinansuje budowę 6 elektrowni fotowoltaicznych o łącznej mocy 29 MWp w Rumunii. Pozyskane środki wesprą również Grupę w ekspansji na rynku DSR i rynku mocy.

16.05.2024 Raport miesięczny za kwiecień'2024

Photon Energy zawarł umowę zabezpieczonego kredytu w wysokości do 15 mln EUR z EBOR. Dzięki temu Photon sfinansuje budowę 6 elektrowni fotowoltaicznych o łącznej mocy 29 MWp w Rumunii. Pozyskane środki wesprą również Grupę w ekspansji na rynku DSR i rynku mocy.

17.05.2024 Raport kwartalny 4Q2023

Skonsolidowane przychody spadły do 17,4 mln EUR (-10% r/r) w związku z dalszym spadkiem cen energii i spadkiem działalności w zakresie handlu komponentami fotowoltaicznymi. EBITDA na poziomie 0,783 mln EUR (x2 r/r), w związku z poprawą rentowności kontraktów na rynku mocy. Strata netto w wysokości -1,3 mln EUR (vs -4,2 mln EUR przed rokiem).

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁĄD KORPORACYJNY (ESG)

Photon otrzymał ocenę „bardzo dobrą” w zakresie zrównoważonego rozwoju za swoje praktyki ESG i model biznesowy od Imug rating, niezależnej instytucji oceniającej politykę i działania spółki w obszarze zrównoważonego rozwoju. Dwa lata po wstępnej ocenie przeprowadzonej w maju 2021 r. spółka Imug odnowiła ocenę „bardzo dobrze”.

AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln EUR	2021	2022	2023	2024P nowa	2024P stara	zmiana	2025P nowa	2025P stara	zmiana	2026P nowa
Przychody	36	94	74	97	112	-14%	95	128	-26%	125
Engineering	10	15	30	25	10	145%	27	20	36%	24
New Energy (Lerta)	0	0	30	46	43	7%	36	50	-28%	61
Technology	9	65	24	17	35	-52%	19	46	-59%	17
Investment	21	35	21	25	28	-12%	28	31	-9%	30
O&M	4	5	6	7	10	-29%	8	11	-26%	9
Other+eliminacje	-8	-26	-37	-22	-13	73%	-23	-31	-25%	-17
EBITDA	12	24	5	19	30	-38%	20	29	-33%	32
Engineering	-3	2	4	4	2	84%	4	4	2%	4
New Energy (Lerta)	0	0	-1	9	9	2%	6	10	-39%	11
Technology	1	7	1	-1	2	nd	0	3	nd	1
Investment	17	28	16	19	22	-14%	22	24	-10%	22
O&M	0	0	0	0	0	nd	1	0	nd	1
Other+eliminacje	-5	-13	-14	-12	-5		-13	-12		-7
Zysk netto	-6	6	-16	-2	9	nd	0	9	nd	10
CAPEX	9	28	23	19	2	833%	20	18	10%	11
Dług netto	88	126	146	163	141	16%	173	143	21%	172
P/E	nd	17,4	nd	nd	12,2		nd	12,2		10,8
EV/EBITDA	17,2	9,8	50,2	14,8	8,4		14,5	8,7		8,7

Źródło: Photon Energy, P - prognozy Noble Securities

Wpływ na zmianę prognoz miały:

- Opóźnienia w uruchamianiu nowych elektrowni PV (głównie z uwagi na niskie tempo przyłączania do lokalnych sieci elektroenergetycznych),
- Wyższy koszt pozyskania kapitału na realizację inwestycji,
- Wychodzenie z projektów we wczesnej fazie (PL, RO): „lepszy wróbel w garści niż gołąb na dachu”.
- Niskie ceny rynkowe energii, rosnąca konkurencja niestabilnych źródeł (przy dobrych warunkach atmosferycznych gwałtowny wzrost podaży skutkujący równie gwałtownym spadkiem cen na rynku), coraz wyższe koszty bilansowania: dobre warunki meteo = nadpodaż energii = niskie ceny sprzedaży energii na rynek; słabsze warunki meteo = spadek generacji OZE = gwałtowny wzrost cen odkupu energii z rynku,
- Gorsze warunki meteo na początku br. – wolumeny niższe od planowanych,
- Niższy od zakładanego przyrost kontraktów na rynki mocy (PL) w spółce Larta (segment New Energy) – rezygnacja z udziału w aukcji głównej w grudniu’23,
- Brak przełomu (nieosiągnięcie break even point) w segmencie O&M pomimo znaczącego przyrostu ilości obsługiwanych instalacji (głównie PL); spółka tłumaczy to wysoką konkurencją w tym sektorze (PL) i inwestowaniem w rynek (PL)
- + Zmiana modelu rozliczeń (CZ, HU) z modelu cen rynkowych na system wsparcia „Feed-In Tariffs” – wzrost cen sprzedaży energii (w HU: x2 obecne ceny rynkowe).

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat (mln EUR)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	36	95	71	97	95	125
EBIT	-1	17	-5	9	11	23
Koszty i przychody finansowe netto	-5	-8	-11	-12	-11	-10
Zysk przed opodatkowaniem	-6	9	-16	-3	0	14
Podatek dochodowy	1	2	-1	-1	0	3
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	-6	6	-16	-2	0	10
Zysk netto powtarzalny	-6	6	-16	-2	0	10
Amortyzacja	11	9	11	9	9	9
EBITDA	10	26	5	19	20	32

Źródło: Photon Energy (2021-2023), Noble Securities (2024-2026)

Skonsolidowany bilans (mln EUR)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa	197	254	277	300	309	330
Aktywa trwałe	142	189	225	233	243	244
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	130	156	186	194	204	205
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	15	15	15	15	15
Inne aktywa trwałe	12	17	24	24	24	24
Aktywa obrotowe	54	65	52	67	65	86
Zapasy	2	20	14	19	19	25
Należności	10	19	21	29	28	37
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	41	24	16	18	17	23
Inne aktywa obrotowe	1	1	2	1	1	1
Pasywa	197	254	277	300	309	330
Kapitał własny	52	71	70	65	65	75
Zobowiązania długookresowe	111	150	178	151	139	50
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	100	138	165	137	125	37
Inne	11	12	14	14	14	14
Zobowiązania krótkookresowe	34	34	30	84	105	205
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	29	12	14	61	82	175
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2	12	9	10	10	13
Inne	3	10	6	13	13	17

Źródło: Photon Energy (2021-2023), Noble Securities (2024-2026)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych (mln EUR)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zysk brutto	-6	9	-16	-3	0	14
Amortyzacja	11	9	11	9	9	9
Zmiana kapitału obrotowego	8	11	2	5	0	8
Podatek dochodowy zapłacony	-2	-2	-5	1	0	-3
CF operacyjny	6	3	7	2	9	11
CAPEX	-9	-28	-23	-19	-20	-11
Inwestycje kapitałowe	0	-6	-3	0	0	0
Inne	-5	3	0	0	0	0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0	-3	0	3	0	0
CF inwestycyjny	-14	-33	-27	-16	-20	-11
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	30	20	30	19	9	4
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	31	9	14	19	9	4
CF	23	-21	-5	5	-1	4
Stan środków pieniężnych na początek okresu	10	33	11	6	11	10
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	33	11	6	11	10	14

Źródło: Photon Energy (2021-2023), Noble Securities (2024-2026)

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
marża EBITDA	27,4%	27,3%	7,2%	19,2%	20,6%	25,9%
marża EBIT	-2,0%	17,9%	-7,4%	9,4%	11,3%	18,6%
marża netto	-17,6%	6,6%	-22,2%	-2,3%	-0,1%	8,1%
Dług netto (mln EUR)	88	126	146	163	173	172
Dług netto/EBITDA (x)	8,8	4,8	28,6	8,8	8,8	5,3
Liczba akcji (mln szt.)	60	60	61	61	61	61
Dywidenda na akcję (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/BV (x)	8,9	6,5	6,8	7,2	7,2	6,3

Źródło: Photon Energy (2021-2023), Noble Securities (2024-2026)

Roczne stopy wzrostu	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	29%	162%	-26%	37%	-2%	32%
EBITDA	22%	160%	-80%	263%	6%	65%
EBIT	401%	nd	nd	nd	18%	116%
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	-26%	nd	nd	-86%	-94%	nd
Zysk netto powtarzalny	-26%	nd	nd	-86%	-94%	nd

Źródło: Photon Energy (2021-2023), Noble Securities (2024-2026)

Wyniki wg segmentów (mln EUR)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	36	94	74	97	95	125
Engineering	10	15	30	25	27	24
New Energy (Lerta)	0	0	30	46	36	61
Technology	9	65	24	17	19	17
Investment	21	35	21	25	28	30
O&M	4	5	6	7	8	9
Other+eliminacje	-8	-26	-37	-22	-23	-17
EBITDA	12	24	5	19	20	32
Engineering	-3	2	4	4	4	4
New Energy (Lerta)	0	0	-1	9	6	11
Technology	1	7	1	-1	0	1
Investment	17	28	16	19	22	22
O&M	0	0	0	0	1	1
Other+eliminacje	-5	-13	-14	-12	-13	-7

Źródło: Photon Energy (2021-2023), Noble Securities (2024-2026)

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+ (EUR)	0,11	-0,26	-0,04	0,00	0,17	0,00
Revenue (mln EUR)	36	95	71	97	95	125
EBIT (mln EUR)	-1	17	-5	9	11	23
EBITDA (mln EUR)	10	26	5	19	20	32
Net Income Adj+ (mln EUR)	-6	6	-16	-2	0	10
Net debt (mln EUR)	88	126	146	163	173	172
BPS (EUR)	0,86	1,18	1,14	1,06	1,06	1,23
DPS (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Return on Equity (ROE)	10%	11%	16%	13%	14%	13%
Return on Assets (ROA)	9%	10%	15%	12%	13%	12%
Depreciation (mln EUR)						
Amortization (mln EUR)	11	9	11	9	9	9
Free Cash Flow (mln EUR)	23	-21	-5	5	-1	4
CAPEX (mln EUR)	9	28	23	19	20	11

Źródło: Photon Energy (2021-2023), Noble Securities (2024-2026)

OBIĄŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

BV – wartość księgową
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
EPS Adj+ – zysk netto znormalizowany przypadający na 1 akcję
BPS – wartość księgową przypadająca na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
Gross Margin % – procentowa marża zysku brutto na sprzedaży
Net income Adj+ – zysk netto znormalizowany
Net debt – zadłużenie finansowe pomniejszone o środki pieniężne
Depreciation – odpisy na aktywa trwałe
Amortization – amortyzacja aktywów trwałych
Capex – wydatki inwestycyjne
Free Cash Flow – przepływy operacyjne pomniejszone o wydatki inwestycyjne
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LCOE – jednostkowy koszt wytwarzania energii elektrycznej (ang. Levelized Cost of Electricity)
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych. Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +15% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI

Metoda DCF (ang. discounted cash flow) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

NS nie był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Emitentem dotyczących świadczenia usług maklerskich.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiąganych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Rekomendacji, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Rekomendację, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.

Rekomendacja została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Rekomendacja stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi.

Rekomendacja

- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacji może być upubliczniony na stronie internetowej NS www.noblesecurities.pl,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Rekomendację: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji 31.05.2024 o godz. 15:35. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 31.05.2024 o godz. 15:50.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NS jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporzędził (3)
MO-BRUK	Akumuluj	375,8	320,0	318,50	18%	23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,6	573,0	626,00	52%	22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	35,0	34,0	32,40	8%	16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,9	21,4	24,55	-11%	14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,0	28,5			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,0	9,5	10,10	19%	09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,8	15,0	17,30	-9%	06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,0	16,2	17,32	10%	29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,5	3,5	3,51	27%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,5	7,2	7,50	53%	11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0	74,80	75%	11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,7	33,7	30,96	-27%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,7	25,1	26,70	52%	05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,5	38,0			19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,1	412,0	400,30	11%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	13,33	18%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	139,75	38%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,5	30,4			05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,5	14,9	15,54	64%	05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	3,84	-20%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0	17120,00	13%	16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,2	23,8	23,00	10%	12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	73,00	50%	12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	31,8	31,2	24,25	31%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7			05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2	17,22	32%	04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8			30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8	74,80	83%	29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0	318,50	23%	23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0	74,10	-9%	23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3	67,10	8%	22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	16,9	14,9	15,40	10%	21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	15,18	55%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	23,20	26%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8			15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0	54,70	42%	10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Zakończona	40,6	47,7			06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0			20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8	24,00	41%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	570,00	24%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0			02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	7,95	29%	19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8			19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Unibep	nd	12,5	10,4			15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8	7,64	82%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3			07.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Mabion	nd	22,9	18,0			07.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0			30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6			31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0			18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0			17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	Kupuj	4,2	2,8			07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3			04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answear.com	Kupuj	48,0	34,5			04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	19,2	16,2			27.06.2023	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji; Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji;

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądej
dariusz.dadej@noblesecurities.pl
tel.: +48 602 445 334
Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW
krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl
tel.: +48 12 422 31 00
Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 904 686
Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel. +48 783 931 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawski
jacek.borawski@noblesecurities.pl
Analiza techniczna

