

## PHOTON ENERGY – brak przełomu

Podtrzymujemy naszą ocenę, iż pogorszenie koniunktury na rynku OZE ma negatywny wpływ na bieżące wyniki oraz perspektywy rozwoju Photona. Pewne nadzieje budzi wzrost cen rynkowych energii od maja br. Utrzymanie tego trendu w kolejnych okresach dałoby podstawy do podniesienia prognoz w segmencie Investment oraz wzmogło oczekiwania na poprawę koniunktury w całej branży OZE. Czekając na potwierdzenie trwałości nowego trendu nie zmieniamy jeszcze prognoz finansowych względem raportu z 31 maja br., a korekta wyceny jest wynikiem zmiany parametrów modelu. Nową cenę docelową wyznaczyliśmy na poziomie 7,28 zł (1,69 EUR) vs 6,82 zł poprzednio, co daje 3-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, co pozwoliło podnieść średnie uzyskiwane ceny dla całego portfela własnych instalacji PV. Szczególnie widoczne jest to na rynku węgierskim, gdzie nowe ceny są ok. 2-krotnie wyższe od bieżących cen rynkowych. Zwracamy uwagę na trwające odbicie cen bieżących energii na większości rynków, na których operuje Photon.

### 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 na obu tych rynkach wynosi prawie 500 MWp (z czego ok. 20MWp jest już w procesie sprzedaży – PL, a ok. 11 MWp w budowie - RO). W naszym modelu konserwatywnie założyliśmy brak realizacji dla wszystkich projektów w Polsce 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

Nie widzimy jeszcze przełomu na rynku nowych projektów PV, co mogłoby zmienić nasze konserwatywne podejście do wyników, jak i perspektywy rozwoju dla segmentów EPC oraz sprzedaży komponentów fotowoltaicznych. Prognozy oraz wyceny segmentu Engineering oraz Technology pozostają niezmiennione.

### 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 8,27 zł oraz porównawczą na 5,13 zł. Obu metodom przypisaliśmy jednakowe wagi. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 7,28 zł (1,69 EUR), co daje 3-proc. potencjał spadku kursu akcji.

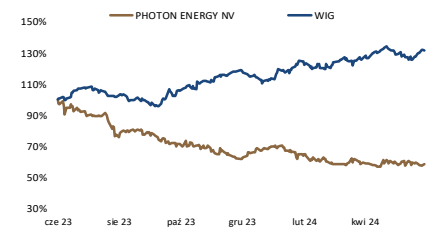
mln EUR	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	36	95	71	97	95	125
EBITDA	10	26	5	19	20	32
EBIT	-1	17	-5	9	11	23
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	-6	6	-16	-2	0	10
EPS (EUR)	-0,11	0,11	-0,26	-0,04	0,00	0,17
P/E (x)	-16,2	16,5	-6,8	-46,9	-803,7	10,5
EV/EBITDA (x)	19,5	8,9	49,4	14,5	14,3	8,6

Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 28.06.2024 o godz. 11:45. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 28.06.2024 o godz. 12:00.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

Cena bieżąca	7,48 zł
Cena docelowa (9M)	7,28 zł
Potencjał wzrostu	-3%
Kapitalizacja	458 mln zł
Free float	29%
Śr. wolumen 6M	12 437



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	35,51%
Solar Power to the People	32,75%
Tomala Investments ASI	3,74%
Akcje własne	2,40%
Pozostali	25,56%

Źródło: Photon Energy

**Michał Sztabler**

**Analityk 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
OSTATNIE WYDARZENIA.....	8
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG).....	8
AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH .....	<b>Błąd! Nie zdefiniowano zakładki.</b>
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE.....	9

## 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 wyznaczyliśmy na 7,28 zł (1,69 EUR) vs 6,82 zł (1,59 EUR) poprzednio, co daje 3% potencjał spadku kursu akcji.**

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 4,31 zł.

Ponieważ nie zmienialiśmy prognoz finansowych, wycena sum of the parts pozostała na bardzo zbliżonym poziomie (wpływ zmiany parametrów modelu DCF nie był znaczący). Podwyższenie ceny docelowej jest skutkiem przede wszystkim aktualizacji wyceny porównawczej (zaktualizowaliśmy mnożniki oraz zmodyfikowaliśmy grupę porównawczą – usunęliśmy dwa podmioty, które naszym zdaniem w mniejszym stopniu oddają specyfikę działalności Photonu). Dodatkową zmienną jest kurs EUR/PLN.

Podsumowanie wyceny	waga (x)	wycena 1 akcji (EUR)	wycena 1 akcji (PLN)	poprzednio (PLN)	zmiana
Sum of the parts	50%	1,92	8,27	8,30	0%
Wycena porównawcza	50%	1,16	5,13	4,26	20%
Średnia ważona metod		1,54	6,70	6,28	7%
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>1,69</b>	<b>7,28</b>	<b>6,82</b>	<b>7%</b>
Cena aktualna			7,48		
Potencjał			-3%		

Źródło: Noble Securities

## Wycena metodą sum of the parts

Wycena SOTP	wycena (EUR)		wycena (PLN)			
	total (mln)	na 1 akcję	total (mln)	na 1 akcję	poprzednio	zmiana
Engineering	40	0,69	170	2,99	2,98	0%
New Energy (Lerta)	121	1,92	521	8,27	8,26	0%
Technology	11	0,19	47	0,83	0,82	1%
Investment	111	1,88	481	8,12	8,11	0%
O&M	4	0,07	19	0,30	0,30	-1%
Other+eliminacje	-77	-1,29	-334	-5,56	-5,53	1%
Aktywa PV do zbycia (PL, HU)	53	0,89	230	3,84	3,81	nd
Cash netto (31.12.2023)	-146	-2,44	-631	-10,52	-10,45	1%
<b>RAZEM</b>	<b>117</b>	<b>1,92</b>	<b>504</b>	<b>8,27</b>	<b>8,30</b>	<b>0%</b>

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
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>
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%
<b>WACC</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>
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
<b>RAZEM</b>	<b>487,6</b>		<b>71,4</b>

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	20 167	20,2	20,3	15,0	13,3	12,8	12,3
Neoen	24 879	69,5	47,2	38,3	16,2	12,4	10,5
Encavis	11 753	30,3	26,1	25,9	14,5	12,2	10,4
Solaria Energia	6 228	15,3	13,8	11,8	12,4	10,5	8,5
Scatec Solar	5 249	22,5	17,6	15,1	9,4	8,8	8,2
Grenergy	4 359	18,3	9,6	10,3	13,8	7,9	6,4
Renova	2 311	8,4	15,4	18,9	19,1	12,3	11,0
Audax Renovables	3 599	16,1	13,1	12,0	9,5	8,3	8,0
Polenergia	4 942	11,1	18,6	30,2	7,2	8,4	8,1
<b>Mediana</b>		<b>18,3</b>	<b>17,6</b>	<b>15,1</b>	<b>13,3</b>	<b>10,5</b>	<b>8,5</b>
Implikowana wartość 1 akcji Photon Energy					5,9	2,3	7,2
waga					33%	33%	33%
Średnia ważona wartość 1 akcji Photon Energy				<b>5,13</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 27.06.2024 r. godz. 13:49

## 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 trwałe (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.



## OSTATNIE WYDARZENIA

### 14.06.2024 Raport miesięczny za maj'2024

W maju łączna produkcja energii elektrycznej w ramach własnego portfela wzrosła do 19 GWh w porównaniu do 13,9 GWh rok wcześniej (+40% r/r). Wzrost produkcji został osiągnięty przede wszystkim dzięki dodanym nowym mocom w Rumunii (+35 MWp), gdyż pomimo dobrych warunków meteo wskaźniki efektywności poprawiły się nieznacznie. Spółka zwraca uwagę na problemy 2 instalacji na Węgrzech (awarie), które w ogóle nie generowały energii w maju oraz 2 w Rumunii, których generacja była niższa od oczekiwanej. Wzrost zainstalowanej mocy i w konsekwencji wolumenu produkcji (+37% r/r) wspierał przychody Photonu. Z drugiej strony spadek średniej ceny wciąż się utrzymuje (-10% r/r). Łącznie oba te czynniki doprowadziły do wzrostu przychodów o prawie 30% r/r (z 2,4 do 3 mln EUR).

### 14.06.2024 Rezygnacja kadry zarządzającej spółki zależnej Lerta

Dwóch członków zarządu i założycieli polskiej spółki zależnej Lerta, przejętej przez Photon pod koniec 2022 r., zrezygnowało ze swoich stanowisk. Ich obowiązki tymczasowo przejmie Georg Hotar, CEO Photon Energy Group.

### 21.06.2024 Sprzedaż 15.000 akcji przez Solar Future Cooperatief (kontrolowany przez M. Gartner)

Jeden z głównych akcjonariuszy Photonu, spółka Solar Future Cooperatief kontrolowana przez p. Michaela Gartnera, sprzedała 15 tys. akcji po 1,75 EUR/akcję. W wyniku transakcji udział tego akcjonariusza w kapitale spadł o 0,03 pp (do 35,51%). Powodem sprzedaży była konieczność sfinansowania transferu pakietu akcji między bankami depozytariuszami.

## ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD 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”.



## WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat (mln EUR)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>36</b>	<b>95</b>	<b>71</b>	<b>97</b>	<b>95</b>	<b>125</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1</b>	<b>17</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>23</b>
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
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>-6</b>	<b>6</b>	<b>-16</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>10</b>
Amortyzacja	11	9	11	9	9	9
<b>EBITDA</b>	<b>10</b>	<b>26</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>32</b>

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

Skonsolidowany bilans (mln EUR)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa</b>	<b>197</b>	<b>254</b>	<b>277</b>	<b>300</b>	<b>309</b>	<b>330</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>142</b>	<b>189</b>	<b>225</b>	<b>233</b>	<b>243</b>	<b>244</b>
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
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>86</b>
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
<b>Pasywa</b>	<b>197</b>	<b>254</b>	<b>277</b>	<b>300</b>	<b>309</b>	<b>330</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>52</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>75</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>111</b>	<b>150</b>	<b>178</b>	<b>151</b>	<b>139</b>	<b>50</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	100	138	165	137	125	37
Inne	11	12	14	14	14	14
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>84</b>	<b>105</b>	<b>205</b>
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
<b>CF operacyjny</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>11</b>
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
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-14</b>	<b>-33</b>	<b>-27</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-11</b>
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
<b>CF finansowy</b>	<b>31</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>4</b>
<b>CF</b>	<b>23</b>	<b>-21</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>
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
<b>Przychody</b>	<b>36</b>	<b>94</b>	<b>74</b>	<b>97</b>	<b>95</b>	<b>125</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>32</b>
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, wedłu 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).

**Metoda sum częściowych (ang. sum of the parts)** – opiera się na osobnej wycenie poszczególnych segmentów ocenianego podmiotu i ich późniejszym zsumowaniu; wadą tej metody jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY 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](http://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](http://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](http://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 28.06.2024 o godz. 11:45. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 28.06.2024 o godz. 12:00.

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)
XTB	Trzymaj	69,5	68,1	71,90	-3%	18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,6	65,0	69,00	10%	12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	17,9	16,0	16,64	8%	11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,1	17,2	17,32	33%	10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,8	7,7	7,48	-9%	31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,8	320,0	315,50	19%	23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,6	573,0	632,00	51%	22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,5	54,5	50,00	51%	21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,0	34,0	38,40	-9%	16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,9	21,4	21,33	3%	14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,0	28,5			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,0	9,5	9,70	24%	09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,8	15,0	18,10	-13%	06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,0	16,2	17,22	10%	29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,5	3,5	3,46	29%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,5	7,2	8,46	36%	11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0	79,20	66%	11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,7	33,7	30,30	-25%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,7	25,1	26,50	54%	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	401,60	11%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	12,88	22%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	138,50	39%	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	15,68	63%	05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	3,96	-22%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0	17140,00	12%	16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,2	23,8	21,60	17%	12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	70,00	56%	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	23,15	37%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7			05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2			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			29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0			23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0			23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3			22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	16,9	14,9			21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	13,80	70%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	21,70	35%	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			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	24,05	41%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	550,00	29%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0			02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	7,00	46%	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			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

(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](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 39  
Modelowe portfele, strategia i banki

**Krzysztof Radojewski**  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 35  
Biotechnologia

**Michał Sztabler**  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 36  
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dądej**  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 602 445 334  
Handel detaliczny, przemysł

**Krzysztof Ojczyk, MPW**  
[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 12 422 31 00  
Analiza techniczna

**Mateusz Chrzanowski**  
[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 785 904 686  
Przemysł, automotive, gaming, XTB

**Dariusz Nawrot**  
[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 783 931 515  
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Jacek Borawski**  
[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)  
Analiza techniczna

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

**Jacek Paszkowski, CFA**  
[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 02  
mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**  
[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 04

