

# Photon Energy (TP 7,28 zł)

## Spadek cen na rynku rumuńskim na skutek niekorzystnych zmian prawnych

### Wpływ na rynek: NEGATYWNY

Zgodnie z polityką informacyjną Photon podał wielkość produkcji i osiągnięte przychody w segmencie własnych elektrowni PV (Investment) w październiku 2024 r.

### Kolejne niekorzystne zmiany prawne

W ostatnim czasie pojawiły się dwie negatywne informacje dotyczące zmian prawnych, których celem jest ograniczenie wsparcia dla źródeł OZE. W ub. tygodniu Photon informował o planach zmniejszenia dotacji do produkcji energii z OZE w Czechach (skutkujące spadkiem uzyskiwanych na tym rynku cen), a w piątkowym raporcie miesięcznym zobaczyliśmy już efekty podobnego typu zmian w Rumunii. Szerzej o planowanych zmianach na rynku czeskim (zmiany nie weszły jeszcze w życie) pisaliśmy w naszym raporcie z dn. 8.11.2024 r. ([https://noblesecurities.pl/files/rekomendacje\\_analizy/Photon\\_NobleSec\\_20241108.pdf](https://noblesecurities.pl/files/rekomendacje_analizy/Photon_NobleSec_20241108.pdf)).

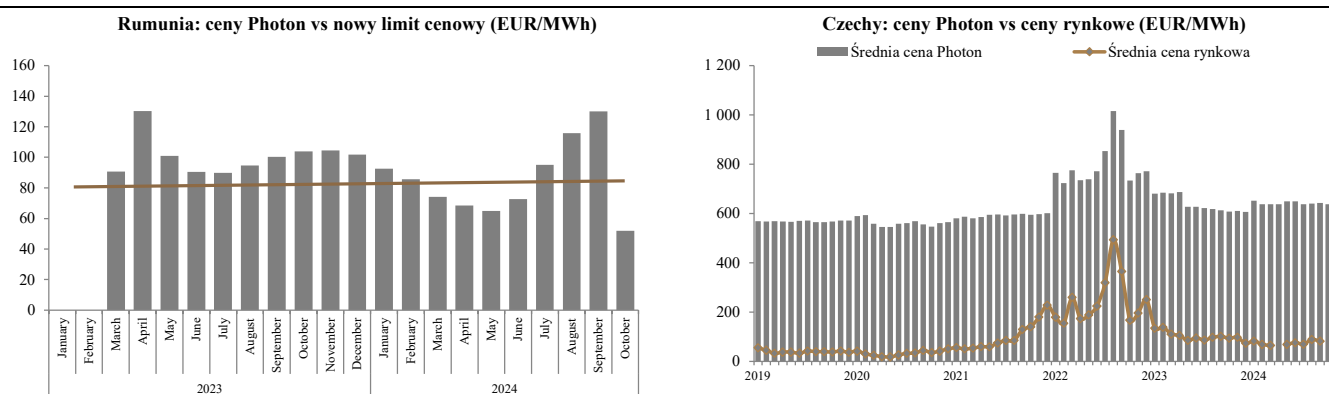
Z kolei na rynku rumuńskim nowe przepisy zaczęły obowiązywać od 1.10.2024 (zarząd nie raportował o nich wcześniej). Generalnie skróceniu uległ okres, w którym nowopowstałe instalacje mogą korzystać z preferencyjnych warunków rozliczenia sprzedaży energii. W dużym skrócie: dotychczas nowe instalacje przez okres maksymalnie 2 lat rozliczały wprowadzoną do sieci energię po średnich cenach rynkowych wyliczonych z ostatnich 90 dni. Nowe przepisy skróciły ten czas do 6 miesięcy (dla instalacji <1 MW) i 12 miesięcy (dla instalacji 1-20MW); dla pozostałych warunki się nie zmieniły. Obecnie wszystkie instalacje Photonu mają moc <20 MW, a więc poniższe zmiany bezpośrednio ich dotyczą. W efekcie:

1. Wyprodukowana energia elektryczna sprzedawana jest po cenach bieżących (wg godzinowych cen z Rynku Dnia Następnego),
2. Dopuszczalne są ceny ujemne,
3. Nałożono limit cenowy w wysokości max 400 LEI/MWh (ok. 80 EUR/MWh),
4. Energia wyprodukowana i wprowadzona do sieci w weekendy nie podlega wycenie (tzn. sprzedawana jest po 0).

W przypadku ceny maksymalnej dla rynku rumuńskiego – dotyczy ona cen dla poszczególnych okresów czasowych (godzin), a nie dla średniej całodniowej. Tak więc przy coraz częstszym występowaniu cen ujemnych (szczególnie w okresach nadprodukcji, tj. w godzinach okołopołudniowych kiedy najwyższą produkcję notują instalacje PV) i limicie cenowym, średnia cena uzyskiwana przez Photon będzie odbiegać istotnie w dół od średnich miesięcznych dla rynku RdN w Rumunii.

Powyższe zmiany miały już istotny negatywny wpływ na generowane przychody Photonu na rynku rumuńskim (spadek średniej uzyskanej ceny z ok. 130 EUR/MWh we wrześniu do ok. 52 EUR/MWh w październiku br., podczas gdy na RdN ceny spadły z ok. 110 do 90 EUR/MWh) i istnieje ryzyko, że również wpłyną negatywnie na przyszłe przychody generowane na rynku czeskim (obecnie Photon uzyskuje tam najwyższe ceny, ok. 640 EUR/MWh).

### Ceny na rynku rumuńskim i czeskim



Źródło: Photon Energy, Opcom (Rumunia), OTE (Czechy), Noble Securities

### Uruchomienie nowej instalacji jeszcze bez wpływu na wolumeny

W październiku portfel własnych elektrowni Photonu powiększył się o 3,2 MWp (Sarulesti, Rumunia) i liczy obecnie 144,2 MWp. Instalacja ta nie była jeszcze uwzględniona w raporcie za październik.

### Wolumen produkcji

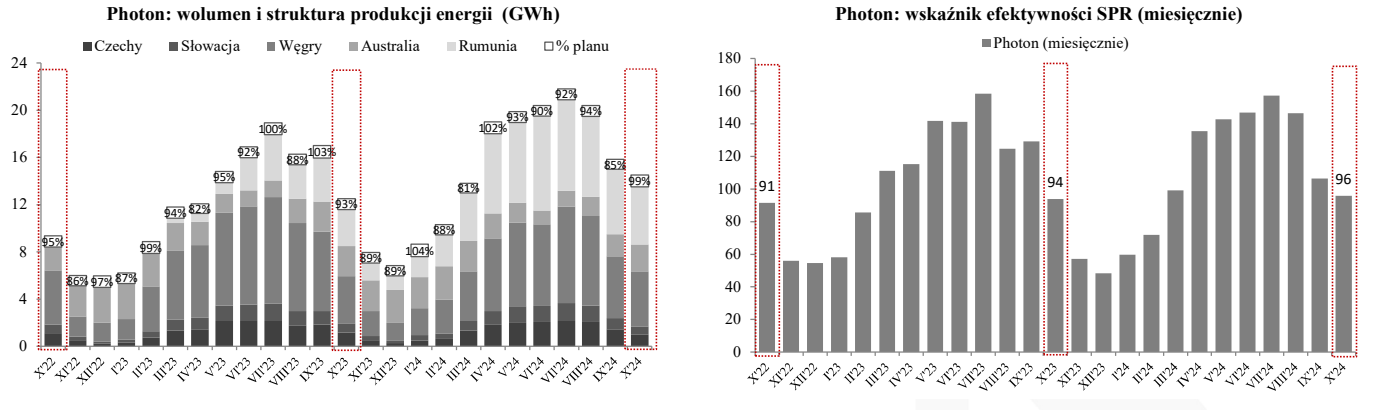
Październikowa produkcja energii elektrycznej w ramach własnego portfela wzrosła do 13,5 GWh w porównaniu do 11,6 GWh rok wcześniej (+16% r/r). Najwyższą dynamikę zanotował portfel instalacji w Rumunii (+58% r/r, ale to wynikało w dużej części ze

## KOMENTARZ ANALITYCZNY

zwiększenia mocy dostępnych na tym rynku), lepiej było też na Węgrzech (+16%). Niższe wolumeny uzyskano na rynku słowackim (-3%), czeskim (-17%) i australijskim (-11%).

Wg naszych szacunków uzyski jednostkowe portfela (wskaźnik SPR), które pokazują efektywność produkcji technologii PV, wyniosły w październiku średnio 96 kWh/kWp (vs 94 rok wcześniej). Wskaźnik SPR liczony dla ostatnich 12 miesięcy łącznie wzrósł do 1268 kWh/kWp (vs 1265 w 2023 r. i 1261 zakładanych przez nas w modelu na ten rok).

### Wolumen i efektywność generacji własnej



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

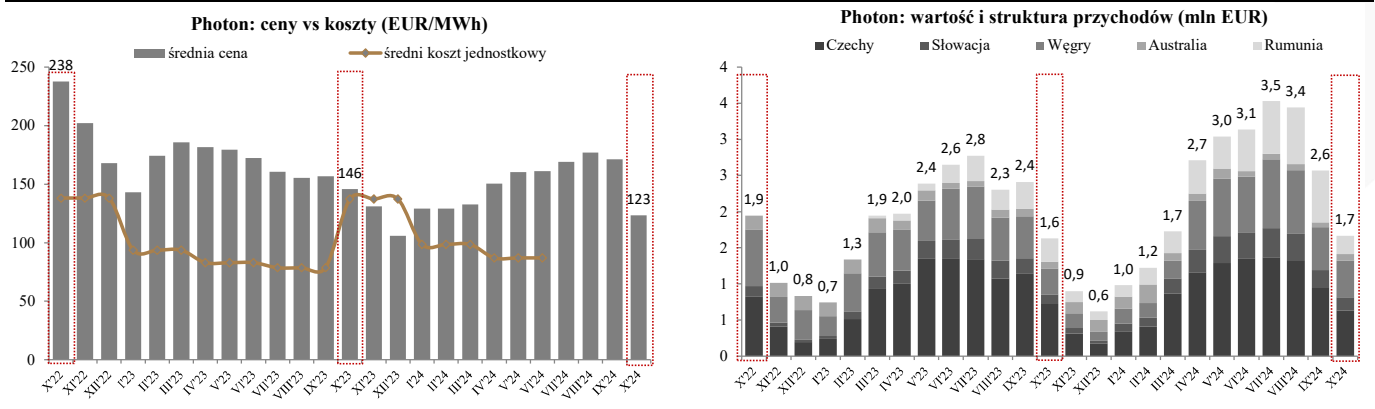
### Ceny

W bieżącym roku Photon ograniczył udział sprzedaży energii pochodzącej z własnych instalacji w modelu rynkowym z 87% do 50% posiadanych aktywów wytwórczych. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zarząd podjął decyzję o powrocie do systemu wsparcia Feed-in Tariffs (FiT) w Czechach (od 1.01.2024 r.) oraz na Węgrzech (od 1.04.2024 r.). Niestety pozytywny trend cenowy, który wynikał z powyższych decyzji oraz wzrostów cen na większości rynków został odwrócony z uwagi na opisaną wcześniej decyzje administracyjne na rynku rumuńskim. W październiku średnia cena uzyskana przez instalacje Photonu gwałtownie spadła do 123 EUR/MWh (-28% m/m)

Tradycyjnie najwyższe średnie ceny osiągnęły czeskie elektrownie (637 EUR/MWh, pojawiło się jednak ryzyko dla utrzymania tego poziomu w przyszłości). Najniższe ceny osiągnięto w Australii (średnio 39 EUR za MWh, Photon sprzedaje tam energię w modelu rynkowym). Sytuacja wyraźnie pogorszyła się na rynku rumuńskim (olbrzymi spadek do 52 ze 130 EUR/MWh przed miesiącem). Elektrownie słowackie sprzedają energię po stałej cenie (system wsparcia) wynoszącej ok. 265 EUR/MWh, a na Węgrzech ceny lekko spadły (109 vs 114 MWh we wrześniu).

Pomimo negatywnych zmian średnie ceny wciąż pozwalają z zapasem pokrywać koszty jednostkowe w segmencie Investment, co oznacza dodatnią marżę na produkcji energii z własnych elektrowni PV.

### Ceny, koszty jednostkowe i generowane przychody



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

### Przychody

Choć tym razem wolumeny były wyższe (+16% r/r), to jednak spadek średniej ceny (-15% r/r) nie pozwolił na analogiczną poprawę przychodów. W październiku wartość sprzedanej energii z własnych źródeł wzrosła zaledwie o 2% r/r (z 1,63 do 1,67 mln EUR).

Tradycyjnie miesiące jesienno-zimowe to okres spadku wolumenu produkcji z instalacji Photonu, dlatego w kolejnych miesiącach należy oczekiwać niższych wolumenów (spadek efektywności częściowo zrekomensowany wzrostem mocy).

## KOMENTARZ ANALITYCZNY

---

Obecnie nie jest już tak pewne przekroczenie naszych całorocznych prognoz z segmentu Investment (25 mln EUR), głównie z uwagi na niekorzystne zmiany na rynku rumuńskim. Gdyby przyjąć tylko powtórzenie wartości sprzedaży w okresie listopad-grudzień z ub.r. (łącznie ok. 1,5 mln EUR), to cały rok Photon zamknąłby przychodami na poziomie ok. 25 mln EUR (vs 21,7 mln EUR w 2023 r.).

Ostatni raport wydany w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego w dniu 28.06.2024 r. z ceną docelową 7,28 zł. Cena w dniu wydania 7,48 zł.

**Michał Sztabler**  
**Analitik akcji**  
**[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)**  
**+48 22 213 22 36**



# KOMENTARZ ANALITYCZNY

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)	Sporządził (3)
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00	484,00	12%	06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	60,00	37%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	6,61	-7%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40	30,65	19%	14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00	59,00	117%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10	26,80	63%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	330,00	74%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	271,00	130%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Apator	Akumuluj	21,40	18,30	18,60	15%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00	393,20	-33%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62	8,67	-7%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47	3,17	36%	09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20	18,70	33%	30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,00	587,00			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22 500,00	14 820,00	14200,00	58%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	20,80	75%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	482,50	71%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00	26,65	49%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50	24,00	-4%	09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40	7,52	60%	28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48	5,22	39%	28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40	8,60	49%	27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00	9,60	105%	25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	23,70	22,60	22,45	6%	24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,50	68,10	69,04	1%	18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,60	65,00	55,10	37%	12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	17,90	16,00			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,10	17,20	21,95	5%	10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,82	7,70	5,22	31%	31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,80	320,00	278,00	35%	23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,60	573,00			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,50	54,50	48,60	55%	21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,00	34,00			16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,90	21,42	16,56	32%	14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,00	28,50			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,00	9,50			09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,78	14,95	14,30	10%	06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,00	16,20	11,50	65%	29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,46	3,50	3,17	41%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,50	7,20			11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,10	75,00			11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,70	33,70	22,12	3%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	nd	40,70	25,10			05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,50	38,00			19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,10	412,00			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,70	15,01			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,80	106,20	158,50	22%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,50	30,40			05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,50	14,90			05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,08	3,63	3,47	-11%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19 282,00	16 000,00			16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,20	23,80			12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,30	23,10			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,20	80,70			12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,30	23,70			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	31,80	31,20			07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,36	11,70			05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,70	19,20			04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,10	14,20			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,61	33,76			30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,10	86,80			29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,30	290,00			23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,70	35,00			23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,60	60,30			22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	16,90	14,90			21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,50	17,90			20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,30	22,40			17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,00	19,84			15.11.2023	9M	Dariusz Dadej

(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 - Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji;

# KOMENTARZ ANALITYCZNY

## OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

**BV** – wartość księgowa  
**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  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**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

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### **PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

**Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.**

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocen, 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.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

### **SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

**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 MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

**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 Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek 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 zamknięte 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 Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego 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 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 Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu 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..

## KOMENTARZ ANALITYCZNY

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 Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu 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 Raport został przygotowany 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 Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany 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 Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

Raport został przygotowany 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. Raport 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.

### Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- 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 z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

### Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/2522-photon-energy-n-v>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony 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 Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

### UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 18.11.2024, godz. 9.20. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 18.11.2024, godz. 9.30.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Photon Energy			
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd
Data wydania	11.09.2023	31.05.2024	28.06.2024
Kurs z dnia rekomendacji	11,84	7,70	7,48
Cena docelowa	13,94	6,82	7,28
WIG w dniu rekomendacji	66 466	86 203	88 614

# KOMENTARZ ANALITYCZNY

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)	Sporządził (3)
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00	484,00	12%	06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	60,00	37%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	6,61	-7%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40	30,65	19%	14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00	59,00	117%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10	26,80	63%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	330,00	74%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	271,00	130%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Aparator	Akumuluj	21,40	18,30	18,60	15%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00	393,20	-33%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62	8,67	-7%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47	3,17	36%	09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20	18,70	33%	30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,00	587,00			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22 500,00	14 820,00	14200,00	58%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	20,80	75%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	482,50	71%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00	26,65	49%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50	24,00	-4%	09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40	7,52	60%	28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48	5,22	39%	28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40	8,60	49%	27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00	9,60	105%	25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	23,70	22,60	22,45	6%	24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,50	68,10	69,04	1%	18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,60	65,00	55,10	37%	12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	17,90	16,00			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,10	17,20	21,95	5%	10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,82	7,70	5,22	31%	31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,80	320,00	278,00	35%	23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,60	573,00			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,50	54,50	48,60	55%	21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,00	34,00			16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,90	21,42	16,56	32%	14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,00	28,50			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,00	9,50			09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,78	14,95	14,30	10%	06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,00	16,20	11,50	65%	29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,46	3,50	3,17	41%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,50	7,20			11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,10	75,00			11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,70	33,70	22,12	3%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,70	25,10			05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,50	38,00			19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,10	412,00			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,70	15,01			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,80	106,20	158,50	22%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,50	30,40			05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,50	14,90			05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,08	3,63	3,47	-11%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19 282,00	16 000,00			16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,20	23,80			12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,30	23,10			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,20	80,70			12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,30	23,70			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	31,80	31,20			07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,36	11,70			05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,70	19,20			04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,10	14,20			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,61	33,76			30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,10	86,80			29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,30	290,00			23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,70	35,00			23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,60	60,30			22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	16,90	14,90			21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,50	17,90			20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,30	22,40			17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,00	19,84			15.11.2023	9M	Dariusz Dadej

(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 - Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji;

## KOMENTARZ ANALITYCZNY

---

### 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

Przemysł, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**

[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

**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

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Jacek Borawski**

[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)

Analiza techniczna

