

## PHOTON ENERGY – wyzwania w cenie

Spadek kursu Photonu w 2024 r. wyczerpał naszym zdaniem potencjał spadkowy. W 2025 r. liczymy na wzrost wyników, bazując na wyższych oczekiwanych cenach sprzedawanej energii oraz stopniowej poprawie rentowności w segmentach powiązanych z koniunkturą na rynku OZE. Wyhamowanie nowych inwestycji i wyższe wyniki obecnego portfela mają wzmocnić bilans firmy. Spółka powinna się skupić na maksymalizacji wpływów gotówkowych i udowodnić, że płynna realizacja zobowiązań finansowych pozostaje niezagrażona. Cenę docelową wyznaczyliśmy na poziomie 5,36 zł (1,28 EUR), co daje 22-proc. potencjał wzrostu kursu.

### Wzrost średniej ceny sprzedawanej energii

Od 2Q24 widoczny jest trend wzrostowy cen energii na rynkach spotowych. Dołek cenowy został wyznaczony na poziomie ok. 60 EUR/MWh, a obecnie na kluczowych rynkach wynoszą 130-140 EUR/MWh. Średnia cena uzyskiwana przez Photon w 2025 r. będzie dodatkowo wspierana przez zmianę modelu wynagradzania na rynku czeskim.

### Poprawa wyników w pozostałych segmentach

Oczekujemy poprawy wyników generowanych w obszarach biznesowych powiązanych mocno z realizacją nowych projektów na rynku OZE, co wiąże się bezpośrednio z odbudową popytu inwestycyjnego (jako efekt obniżenia kosztów finansowania zewnętrznego i stabilizacji cen energii na wyższych poziomach). Konieczna może być również optymalizacja kosztów funkcjonowania tych segmentów, szczególnie w sytuacji zmniejszenia popytu ze strony inwestycji własnych.

### Ryzyka systemowe i tendencja do ograniczania wsparcia OZE

Naszym zdaniem okres politycznego wspierania źródeł odnawialnych się kończy i będzie rosło społeczne przyzwolenie dla dalszego ograniczania mechanizmów pomocy dla tego typu inwestycji. Próby zmian legislacyjnych odnoszące się do praw nabytych (skutkujące pogorszeniem rentowności już działających projektów Photonu) mogą się powtarzać, co naszym zdaniem jest dużym ryzykiem dla przyszłych wyników spółki.

### Wyzwania płynnościowe

Dużym wyzwaniem jest jednorazowa spłata obligacji (76,5 mln EUR), których termin wykupu przypada na listopad 2027 r. Nie widzimy możliwości sfinansowania takiej transakcji w wyznaczonym terminie z bieżących przepływów Photonu (zamiar rolowania jest scenariuszem bazowym dla Zarządu). Obecnie obligacje te są wyceniane bardzo nisko (ok. 50% kwoty nominalu), co wynika z bieżącej sytuacji finansowej spółki i może oznaczać problemy przy rolowaniu tych papierów.

Wartość akcji Photon Energy oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą sum of the parts na 4,62 zł oraz porównawczą na 5,27 zł. Obu metodom przypisaliśmy jednakowe wagi. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 5,36 zł (1,28 EUR), co daje ponad 22-proc. potencjał wzrostu kursu akcji.

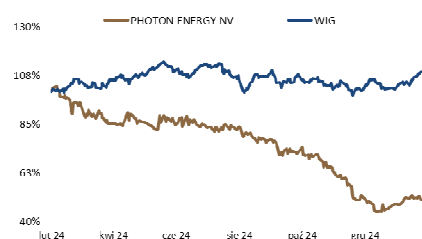
mln EUR	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	95	71	83	81	111	122
EBITDA	26	4	11	17	24	28
EBIT	17	-5	0	6	10	14
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	6	-16	-10	-3	1	5
EPS (EUR)	0,11	-0,26	-0,17	-0,05	0,01	0,08
P/E (x)	9,9	-4,1	-6,2	-19,9	70,4	13,6
EV/EBITDA (x)	7,3	56,8	19,5	14,4	10,0	8,1

Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 03.02.2025 o godz. 12:35. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 03.02.2025 o godz. 12:40.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

Cena bieżąca	5,36 zł
Cena docelowa (9M)	4,40 zł
Potencjał wzrostu	22%
Kapitalizacja	269 mln zł
Free float	29%
Śr. wolumen 6M	11 272



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	32,16%
Tomala Investments ASI	3,74%
Akcje własne	2,18%
Pozostali	26,40%

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
PERSPEKTYWY .....	7
Wzrosty cen spot na kluczowych rynkach.....	7
Zmiana modelu cenowego na rynku czeskim.....	7
Wzrosty w segmencie New Energy.....	8
Zapowiadana poprawa wyników w innych segmentach.....	8
Obniżenie kosztów odsetkowych .....	9
Pogarszające się perspektyw dla PV w Europie.....	9
Negatywne zmiany regulacyjne.....	9
Rosnący koszt profilu .....	11
Spadek przyłączonych nowych mocy własnych to niższy przyrost wolumenu produkcji Photonu.....	11
Niewykonanie planów produkcyjnych .....	12
Koszty finansowe dławiące rozwój .....	13
Wykup obligacji w listopadzie 2027 r. (76,5 mln EUR).....	14
Oparcie wyników Grupy praktycznie na jednym biznesie .....	14
KOREKTA PROGNOZ ZARZĄDU NA 2024 .....	15
OSTATNIE WYDARZENIA.....	16
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG).....	17
AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH .....	18
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE.....	19

## WYCENA

Wartość jednej akcji Photon Energy wyliczyliśmy jako średnią z wyceny sum cząstkowych (sum of the parts) oraz wyceny porównawczej, z wagą 50% każda. **Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 5,36 zł (1,28 EUR) vs 7,28 zł (1,69 EUR) poprzednio, co daje 22-proc. potencjał wzrostu kursu akcji.**

Obniżenie wyceny w porównaniu do raportu z czerwca'24 wynika z:

- niższych prognoz dla segmentu New Energy (nieco słabszy rynek) oraz Investment (niższa produkcja instalacji rumuńskich z uwagi na opóźnienia w oddawaniu nowych mocy, oraz australijskich po sprzedaży 2 dużych projektów),
- niższej dochodowości segmentów Engineering i Technology,
- gorszych parametrów modeli DCF,
- wzmocnienia kursu EUR/PLN.

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 2024 r. (szacunki NS). Dodatkowo uwzględniliśmy wartość projektów PV będących na wczesnych etapach przygotowania (przyjeliśmy 40 mln EUR łącznie, ok. 0,67 EUR/akcję) oraz przygotowanych do sprzedaży (projekty australijskie, na sprzedaż których Photon ma już podpisane umowy – łącznie 17,3 mln EUR, 0,29 EUR/akcję).

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 2025-27 nadając im równe wagi.

Obu powyższym metodom przypisaliśmy jednakowe wagi. Do przeliczeń wzięliśmy kurs EUR/PLN na poziomie 4,21 zł (poprzednio 4,31 zł).

Podsumowanie wyceny	waga (x)	wycena 1 akcji (EUR)	wycena 1 akcji (PLN)	poprzednio (PLN)	zmiana
Sum of the parts	50%	1,10	4,62	8,27	-44%
Wycena porównawcza	50%	1,25	5,27	5,13	3%
Średnia ważona metod		1,18	4,94	6,70	-26%
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>1,28</b>	<b>5,36</b>	<b>7,28</b>	<b>-26%</b>
Cena aktualna			4,40		
Potencjał			22%		

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	12	0,19	50	0,81	2,99	-73%
New Energy (Lerta)	52	0,85	220	3,59	8,27	-57%
Technology	9	0,15	39	0,64	0,83	-23%
Investment	148	2,41	621	10,14	8,12	25%
O&M	4	0,07	18	0,29	0,30	-1%
Other+eliminacje	-54	-0,89	-229	-3,74	-5,56	-33%
Aktywa PV do zbycia	57	0,95	241	4,01	3,84	5%
Cash netto (31.12.2024P)	-159	-2,65	-668	-11,13	-10,52	6%
<b>RAZEM</b>	<b>69</b>	<b>1,10</b>	<b>292</b>	<b>4,62</b>	<b>8,27</b>	<b>-44%</b>

Źródło: Noble Securities

## Założenia do modelu:

Parametry modeli DCF	Engineering	New Energy	Technology	Investment	O&M	Other+eliminacje
Końcowy rok projekcji	2034	2034	2034	2050	2034	2034
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>
Efektywna stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Koszt długu	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Koszt długu po tarczy	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Dług netto/EV	40%	40%	40%	70%	40%	40%
<b>WACC</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,3%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,3%</b>
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Źródło: Noble Securities

**Wycena metodą porównawczą**

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Neoen	24 879	47,2	38,3	28,2	12,4	10,5	19,3
Clearway Energy	20 167	20,3	15,0	14,8	12,8	12,3	13,2
Encavis	11 753	26,1	25,9	22,6	12,2	10,4	15,6
Polenergia	4 942	7,6	5,2	4,6	5,5	4,7	5,5
Scatec Solar	5 249	17,6	15,1	nd	8,8	8,2	8,4
Grenergy	4 359	9,6	10,3	9,4	7,9	6,4	16,4
Solaria Energia	6 228	13,8	11,8	13,3	10,5	8,5	10,3
Audax Renovables	3 599	13,1	12,0	12,6	8,3	8,0	8,3
Renova	2 311	15,4	18,9	18,9	12,3	11,0	13,9
<b>Mediana</b>		<b>15,4</b>	<b>15,0</b>	<b>14,0</b>	<b>10,5</b>	<b>8,5</b>	<b>13,2</b>
Implikowana wartość 1 akcji Photon Energy					-0,2	1,9	14,1
waga					33%	33%	33%
Średnia ważona wartość 1 akcji Photon Energy				<b>5,27</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 31.01.2025 r. godz. 9:47

## SZANSE I ZAGROŻENIA

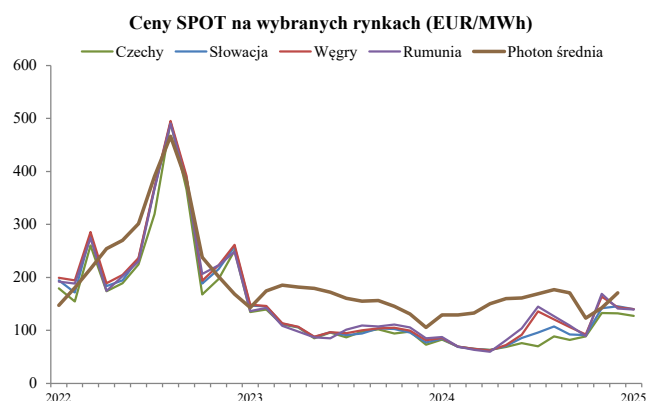
- + Wzrosty cen spot na głównych rynkach.
- + Zmiana modelu cenowego na rynku czeskim.
- + Oczekiwana poprawa w innych segmentach, szczególnie w Engineering oraz Technology.
- + Obniżenie kosztów odsetkowych.
  
- Pogarszające się perspektywy dla PV w Europie.
- Negatywne zmiany regulacyjne.
- Rosnący koszt profilu.
- Spadek przyłączonych nowych mocy własnych, to niższy przyrost wolumenu produkcji Photonu.
- Problemy z realizacją planów produkcyjnych.
- Koszty finansowe dławiące rozwój.
- Ryzyko niezebrania wystarczających środków finansowych na wykup obligacji w listopadzie 2027 r.
- Brak istotnego wsparcia dla wyników Grupy ze strony pozostałych obszarów biznesowych

## PERSPEKTYWY

### Wzrosty cen spot na kluczowych rynkach

Od kwietnia/maja 2024 r. widoczny jest trend wzrostowy cen energii na rynkach spotowych (rynek dnia następnego, RDN). Dołek cenowy został wyznaczony na poziomie ok. 60 EUR/MWh, tymczasem na kluczowych dla Photonu rynkach (Czechy, Słowacja, Węgry, Rumunia) ceny wzrosły w grudniu 2024 r. do ok. 130-140 EUR/MWh (i utrzymują się na zbliżonym poziomie także w styczniu br.). Ceny są bardzo zbliżone, różnice między ww. rynkami zazwyczaj nie są większe niż 10%. Jednocześnie z uwagi na wykorzystywane mechanizmy wsparcia (szczególnie na rynkach czeskim i słowackim) średnie ceny uzyskiwane przez Photon są w zdecydowanej większości okresów wyższe od rynkowych.

### Trend wzrostowy na cenach spot



Źródło: OTE, OKTE, HUPX, OPCOM, Photon Energy, Noble Securities

Przypominamy, że począwszy od 2025 r. ok. 60% instalacji własnych Photonu sprzedaje wyprodukowaną energię za pośrednictwem giełdy po cenach spot. Dotyczy to przede wszystkim Rumunii (52 MWp, 100% mocy na tym rynku; z pewnymi ograniczeniami administracyjnymi, o których piszemy w dalszej części raportu) oraz Węgier (12 MWp, 23% mocy na tym rynku); od tego roku również w Czechach przychody powiązane są z cenami rynkowymi (w formule SPOT + green bonus). Wolumen energii sprzedawany w modelu rynkowym jeszcze wzrośnie, kiedy oddane zostaną 3 projekty węgierskie będące obecnie w fazie budowy (łącznie 5 MWp).

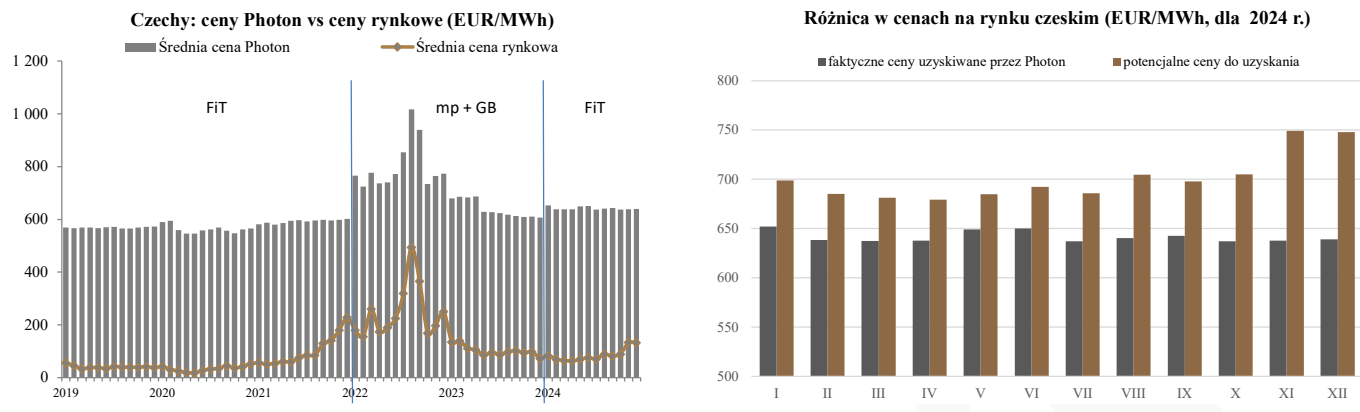
W naszych prognozach na 2025 r. i lata kolejne przyjęliśmy ceny spotowe na kluczowych rynkach na poziomie średniej z 2024 r., a więc znacznie niżej, niż kształtowały się w ostatnich miesiącach. Na tej podstawie prognozowaliśmy też ceny uzyskiwane przez Photon (dla instalacji sprzedających energię w modelu rynkowym lub powiązanych z cenami rynkowymi – np. Czechy). Gdyby do modelu wstawić średnie ceny RDN dla poszczególnych rynków uzyskane w 4Q24, to wówczas przychody Photonu (i de facto również zyski, gdyż struktura kosztów w segmencie Investment jest bardzo sztywna) wzrosłyby o 2 mln EUR w 2025 r. i 1 mln EUR w 2026 r. vs nasze bieżące prognozy.

### Zmiana modelu cenowego na rynku czeskim

Photon zapowiedział powrót do mechanizmu wsparcia za pomocą tzw. green bonus od 2025 r. Model ten był już wcześniej wykorzystywany przez Photon (do roku 2023) i polegał on na otrzymaniu dodatkowego dochodu powyżej cen rynkowych energii (instrument podobny do polskiego zielonego certyfikatu, tylko ze stałą wartością liczoną na każdą sprzedaną MWh). Wg informacji ze spółki, ustalona na 2025 r. wartość green bonus dla instalacji oddanych do użytkowania w 2010 r. (dotyczy wszystkich czeskich

elektrowni Photonu) wynosi 15,4 tys. CZK, tj. ok. 615 EUR/MWh. Przy obecnych cenach energii na rynku spot w Czechach (ok. 130 EUR/MWh), przychód jednostkowy z każdej sprzedanej MWh wyniósłby prawie 750 EUR (vs stały dochód ok. 640 EUR/MWh uzyskany przez czeskie instalacje Photonu w 2024 r.).

### Powrót do formuły „cena spot + green bonus” bardziej korzystny przy obecnej sytuacji rynkowej

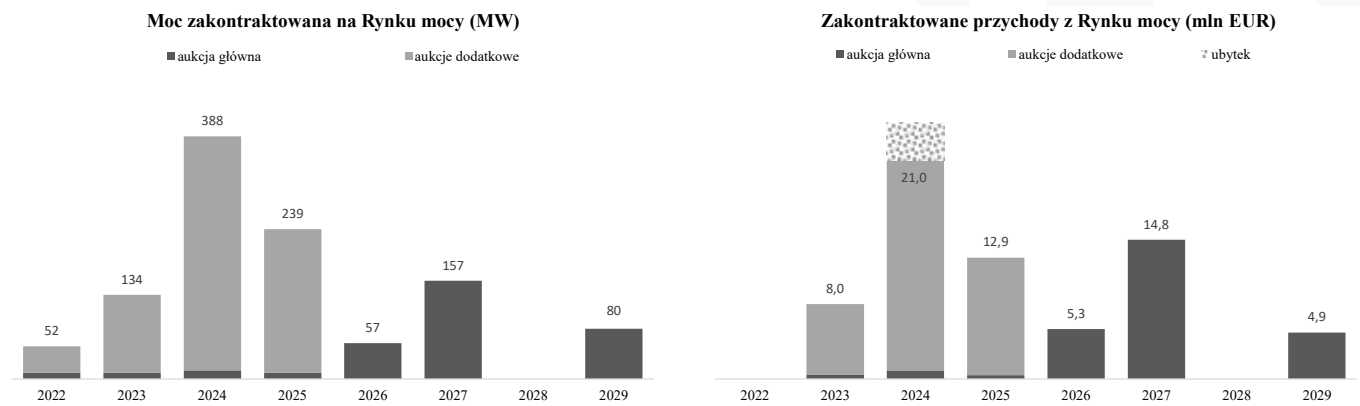


Źródło: OTE, Photon Energy, Noble Securities

### Wzrosty w segmencie New Energy

Wartość już podpisanych kontraktów oraz plany rozwoju na polskim Rynku mocy wskazują na prawdopodobny wzrost przychodów we segmencie New Energy począwszy od roku 2026.

### Przychody zakontraktowane w aukcjach głównych (PL) znacząco wyższe niż w poprzednich latach



Źródło: PSE, Photon Energy, Noble Securities

### Zapowiadana poprawa wyników w innych segmentach

Oczekujemy poprawy wyników generowanych w obszarach biznesowych powiązanych mocno z realizacją nowych projektów na rynku OZE (segmenty Engineering i Technology), co wiąże się bezpośrednio z odbudową popytu inwestycyjnego (jako efekt obniżenia kosztów finansowania zewnętrznego i stabilizacji cen energii na wyższych poziomach). Konieczna może być również optymalizacja kosztów funkcjonowania tych segmentów, szczególnie w sytuacji zmniejszenia popytu ze strony inwestycji własnych (co wg nas jest niezbędne, aby poprawić płynność Grupy w krótkim terminie).



## Obniżenie kosztów odsetkowych

Spadek rynkowych stóp procentowych. Średnie ważone oprocentowanie długu (kredyty i obligacje) wynosi obecnie 6,5%, co implikuje ok. 11 mln EUR kosztów finansowych rocznie. Ok. 50% kwoty zadłużenia brutto wynika z wyemitowanych obligacji (green bonds 2021/27), których oprocentowanie jest stałe i wynosi 6,5%. Pozostała część długu oparta jest o oprocentowanie zmienne. Spadek rynkowych stóp proc. średnio o 1pp pozwala obniżyć koszty odsetkowe o ok. 1 mln EUR rocznie, czyli nie jest to game changer.

## Pogarszające się perspektywy dla PV w Europie

Kraje UE w celu stymulowania rozwoju źródeł odnawialnych wdrożyły mechanizmy wsparcia inwestycji w OZE. Skutkiem tego był duży przyrost mocy niesterowalnych (uzależnionych od pogody) i pogorszenie stabilności systemów energetycznych. W Polsce moc instalacji PV na koniec 2024 r. osiągnęła poziom prognozowany na 2040 r. (wg dokumentu „Polityka Energetyczna Polski do 2040 r.” z listopada 2018 r.), co miało swoje odzwierciedlenie w niedostatecznym rozwoju infrastruktury przesyłowej. Jednocześnie koszty wspierania rozwoju OZE obciążały lokalne gospodarki zmniejszając ich konkurencyjność. Dostrzegając te ryzyka, instytucje odpowiedzialne za kształtowanie polityki energetycznej oraz za bezpieczeństwo energetyczne poszczególnych krajów członkowskich zaczęły ingerować w rynek OZE modyfikując (ograniczając) systemy wsparcia, redukując tymczasowo generację źródeł odnawialnych lub wynagrodzenie za wyprodukowaną przez nie energię czy narzucając dodatkowe zobowiązania (np. wymóg budowy magazynu energii). Z drugiej strony sam rynek zaczął weryfikować warunki finansowe pracy poszczególnych rodzajów OZE, np. poprzez ceny ujemne w okresie wysokiej nadpodaży energii.

Naszym zdaniem okres politycznego wsparcia dla źródeł odnawialnych się kończy i będzie rosło społeczne przyzwolenie dla dalszego ograniczania („urealnienia”) mechanizmów pomocy dla tego typu inwestycji. Z kolei rosnąca nadprodukcja energii w wybranych porach dnia/roku skutkować będzie zmniejszeniem wolumenu produkcji (poprzez ograniczenia administracyjne bądź rynkowe) oraz zwiększeniem tzw. kosztu profilu (tj. różnicy między średnimi cenami energii na rynku a cenami uzyskiwanymi przez różne rodzaje generacji), obniżając stopy zwrotu z inwestycji w OZE. Wydaje się, że segmentem OZE najbardziej narażonym na te działania jest fotowoltaika.

## Negatywne zmiany regulacyjne

Pod koniec 2024 r. Photon komunikował o zmianach, które już zaszły, lub mogą się wkrótce pojawić, w systemach wsparcia na poszczególnych rynkach (o przyczynach tych zmian pisaliśmy we wcześniejszych rozdziałach niniejszego raportu).

Na **rynku rumuńskim** nowe przepisy zaczęły obowiązywać od 1.10.2024. 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:

- Wyprodukowana energia elektryczna sprzedawana jest po cenach bieżących (wg godzinowych cen z Rynku Dnia Następnego),
- Dopuszczalne są ceny ujemne,

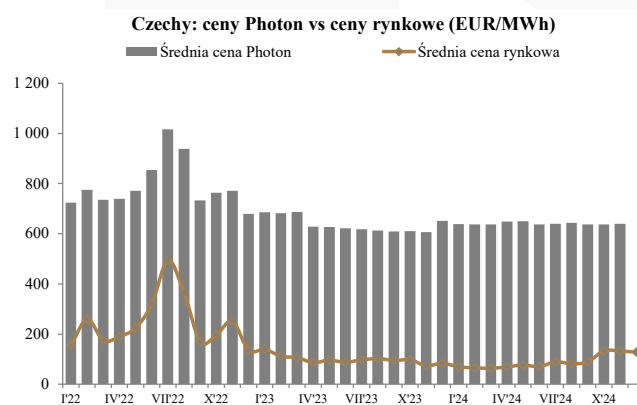
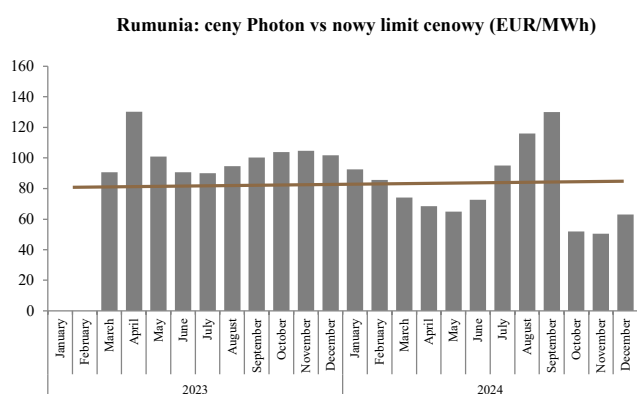
- Nałożono limit cenowy w wysokości max 400 LEI/MWh (ok. 80 EUR/MWh),
- Energia wyprodukowana i wprowadzona do sieci w weekendy nie podlega wynagrodzeniu (tzn. sprzedawana jest po 0).

Powyższe zmiany miały już istotny negatywny wpływ na generowane przychody Photonu na rynku rumuńskim (spadek średniej uzyskanej ceny w 4Q24 do ok. 55 EUR/MWh, podczas gdy na RDN ceny kształtowały się średnio na poziomie 133 EUR/MWh). Zarząd spółki wskazuje, że choć nie ma już powrotu do wcześniej obowiązującego mechanizmu rozliczeń, to po uzyskaniu licencji na sprzedaż energii przestanie obowiązywać warunek 3. i 4. (tj. sprzedaż w weekendy będzie mogła być dochodowa i nie będzie *capu* cenowego). Niestety spółka nie potrafi określić, kiedy uzyska odpowiednie dokumenty dla wszystkich elektrowni operujących w Rumunii. Przyjeliśmy, że zostanie to zrealizowane do końca 2025r., choć zapewne część z nich (ok. 23 MWp, tj. nieco ponad 50% portfela rumuńskiego - takie są deklaracje spółki) powinno już pozyskać licencje do końca 1Q25. Do końca roku licencje pozyskały 4 instalacje (łącznie 11,7 MWp).

Ryzyko wprowadzenia niekorzystnych zmian w systemie wsparcia OZE pojawiło się również w **Czechach**, gdzie Photon uzyskuje bardzo wysokie ceny ze sprzedaży wyprodukowanej energii (w ub.r. ok. 640 zł/MWh, od 2025 r. po zmianie modelu wynagradzania nawet ponad 700 EUR/MWh). Ostatecznie modyfikacja mechanizmów wsparcia nie była tak drastyczna, jak wcześniej zapowiadano (wg zarządu bez istotnego wpływu na wyniki spółki), niemniej nie można wykluczyć, że w przyszłości pojawią się kolejne tego typu próby..

Naszym zdaniem okres politycznego wspierania źródeł odnawialnych się kończy i będzie rosło społeczne przyzwolenie dla dalszego ograniczania („urealnienia”) mechanizmów pomocy dla tego typu inwestycji. Z kolei rosnąca nadprodukcja energii w wybranych porach dnia/roku skutkować będzie zmniejszeniem wolumenu produkcji (poprzez ograniczenia administracyjne bądź rynkowe) oraz zwiększeniem tzw. kosztu profilu (tj. różnicy między średnimi cenami energii na rynku a cenami uzyskiwanymi przez różne rodzaje generacji), obniżając stopy zwrotu z inwestycji w OZE. Wydaje się, że segmentem OZE najbardziej narażonym na te działania jest fotowoltaika.

## Ceny na rynku rumuńskim i czeskim



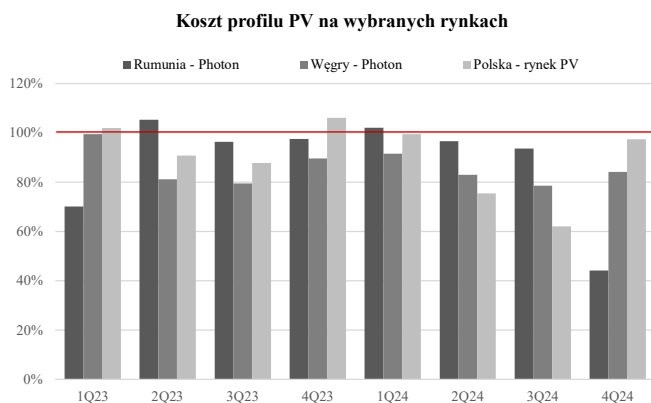
Źródło: OTE, OPCOM, Photon Energy, Noble Securities

Kolejnym rynkiem z niekorzystnymi dla Photonu zmianami przepisów jest Polska. W tym przypadku zmiany dotyczą Rynku mocy (a więc segmentu New Energy). Zarząd szacuje spadek tegorocznych dochodów z tego tytułu na ok. 4 mln EUR (21 mln vs 25 mln EUR).

## Rosnący koszt profilu

Wspomniany wcześniej koszt profilu (tj. różnicy między średnimi cenami energii na rynku a cenami uzyskiwanymi przez różne rodzaje generacji) w coraz większym stopniu wpływa na wartość generowanych wyników przez instalacje Photonu. Widoczny jest on w krajach, w których Photon sprzedaje energię w modelu rynkowym (tzw. marchant model), bazując na krótkoterminowych cenach giełdowych: w Rumunii oraz na Węgrzech. W Rumunii ujemne odchylenie od średnich cen rynkowych jest jeszcze wyższe z uwagi na wprowadzone w IV kwartale ub.r. ograniczenia (np. brak wynagrodzenia za wolumen energii sprzedany w weekendy oraz limit cenowy ok. 80 EUR/MWh).

## Koszt profilu na wybranych rynkach



Źródło: HUPX, OPCOM, Photon Energy, Noble Securities

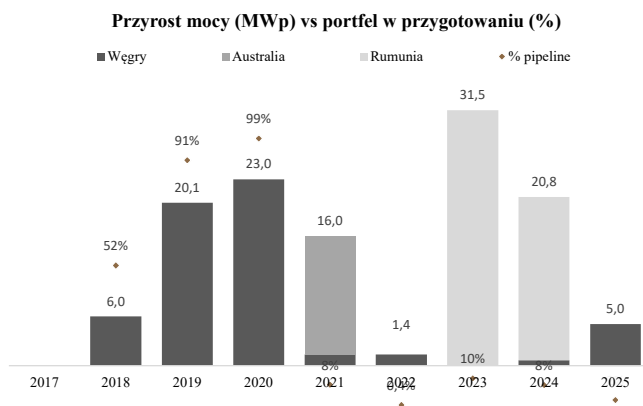
## Spadek przyłączonych nowych mocy własnych to niższy przyrost wolumenu produkcji Photonu

W ostatnich latach widzimy spadek wielkości dodawanych nowych mocy w ramach własnego portfela elektrowni PV (segment Investments). Zmiana ta wynika naszym zdaniem z:

- słabszych perspektyw odnośnie rynku PV,
- mniejszych możliwości finansowych Photonu (wysokie zadłużenie, wysokie wskaźniki DN/EBITDA ograniczające możliwość pozyskania dodatkowego kredytu na sfinansowanie inwestycji),
- trudności technicznych z podłączeniem już wybudowanych instalacji.

Dlatego też mimo rosnącej bazy projektów w przygotowaniu (tzw. pipeline), łączna moc własnego portfela instalacji PV nie przyrasta tak dynamicznie. Roczny przyrost nowych mocy to maksymalnie 10% portfela w przygotowaniu. I to przy założeniu, że wielkość przyłączonych mocy odniesiemy tylko do pipeline'u z rynków, w których Photon realizuje inwestycje na własny portfel (praktycznie w ostatnich latach tylko Węgry i Rumunia). Baza potencjalnych projektów do realizacji na rynkach australijskim, polskim czy ostatnio południowoafrykańskim (RPA) to projekty przygotowywane do sprzedaży na rzecz podmiotów zewnętrznych.

## Spadający trend przyrostu mocy własnych elektrowni

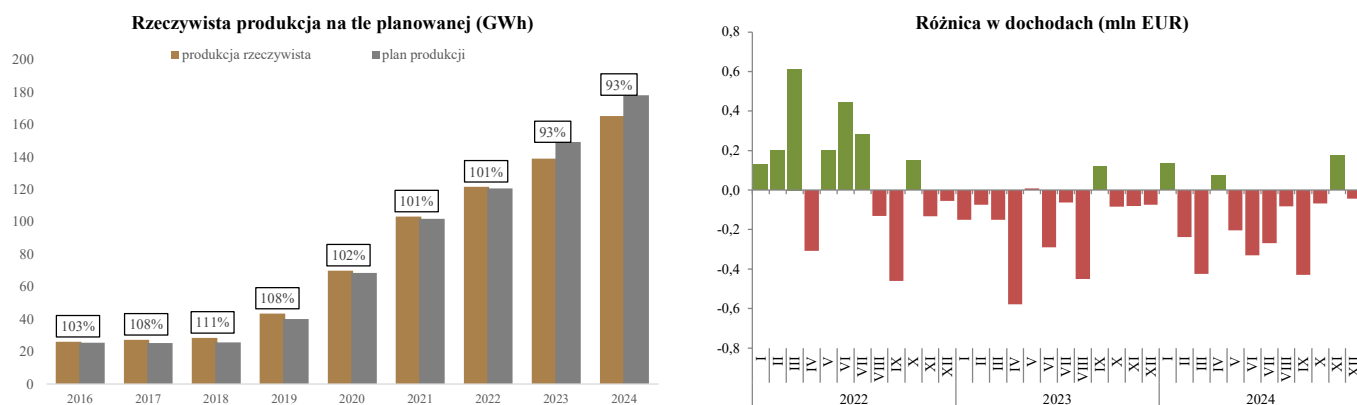


Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Niski wskaźnik efektywności pipeline’u (liczony jako łączny przyrost mocy w danym roku w odniesieniu do portfela w przygotowaniu dla rynków HU+RO) i brak sygnałów ustąpienia czynników, które w ostatnich latach doprowadziły do obniżenia skali inwestycji Photonu (wymienionych powyżej) skłoniły nas do rewizji założeń dotyczących tempa zwiększania własnego portfela pracujących instalacji PV. Wcześniej przyjmowaliśmy terminy realizacji inwestycji 2-5 lat, w zależności od ich zaawansowania, nadając dodatkowo różny stopień prawdopodobieństwa zrealizowania podanej mocy. I tak, dla projektów będących na wstępnym etapie przygotowania (tzw. Feasibility) przyjmowaliśmy 4-5 lat i prawdopodobieństwo 60%, dla bardziej zaawansowanych (tzw. Early development) 3 lata i 75%, dla bliskich realizacji (tzw. Advanced development) odpowiednio 2 lata i 90%, a projekty na etapie RtB (tzw. Ready to built) czy będące już w budowie (tzw. Under construction) były traktowane jako pewne (100% planowanej mocy), z harmonogramem realizacji podanym przez spółkę. Obecnie zakładamy tylko realizację projektów będących w najbardziej zaawansowanej fazie (czyli RtB oraz w budowie), gdyż napięty bilans i pogarszające się perspektywy nie skłaniają do dużej aktywności inwestycyjnej. Konserwatywnie podeszliśmy też do wyceny pozostałych projektów (będących na mniej zaawansowanym etapie, w sumie prawie 1 GWp mocy), które nie mają naszym zdaniem (i w obecnym realiach rynkowych) dużego znaczenia. Ich wartość sprowadziliśmy tylko do wyceny projektów objętych aktywnymi umowami sprzedaży (projekty w Australii), bazując na danych bilansowych z końca 3Q24 – łącznie 17,3 mln EUR. Oznacza to istotne obniżenie wyceny Photonu, gdyż we wcześniejszych naszych raportach, uznając za prawdopodobną realizację ww. projektów na własny portfel lub sprzedaż do inwestora zewnętrznego szacowaliśmy ich wartość na ok. 53 mln EUR (0,9 EUR/akcję lub 3,8 zł/akcję).

## Niewykonanie planów produkcyjnych

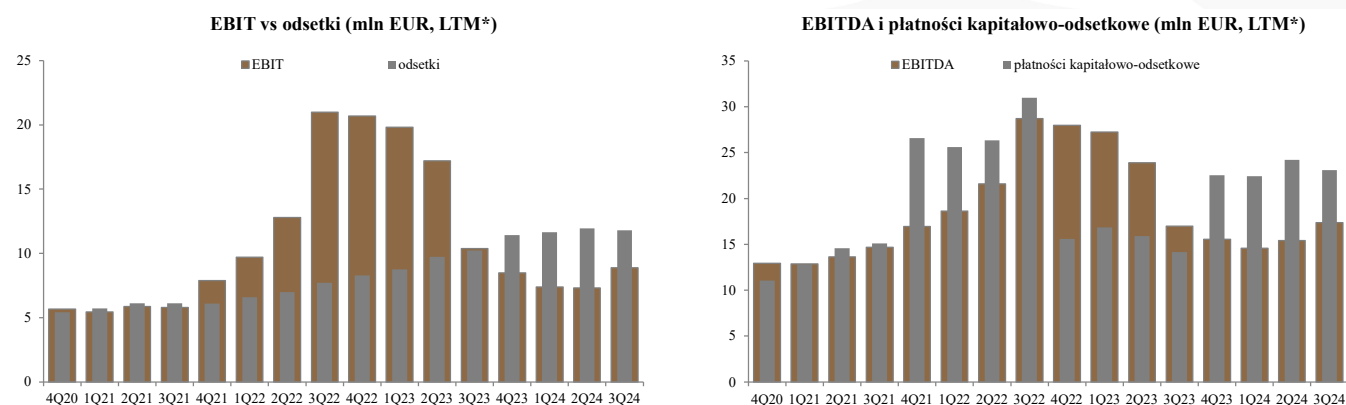
Od dwóch lat Photon ma wyraźne problemy z osiągnięciem zakładanych wolumenów produkcji. Odchylenia nie są jeszcze znaczące (średnio w miesiącu 5-10%), ale oznacza to ubytek w dochodach liczony już w mln EUR. Tylko w 2024 r. niezrealizowany zysk (przy stałych kosztach segmentu Investment przychód krańcowy odpowiada zyskom) wyniósł ok. 1,7 mln EUR.

**Niższa produkcja to niższe zyski w segmencie Investment**

Źródło: Photon Energy, Noble Securities

**Koszty finansowe dławiące rozwój**

Zyski operacyjne (zdecydowaliśmy się pokazać tylko wyniki segmentu Investment, który naszym zdaniem jest fundamentem generowanych przepływów jak i odpowiada za większość zadłużenia odsetkowego) nie są wystarczające do sfinansowania płatności odsetkowych. Podobnie EBITDA (w uproszczeniu wielkość generowanej gotówki) nie pozwala spłacić zobowiązań finansowych (liczonych jako spłata kapitału wraz z odsetkami). Jeszcze we wcześniejszej fazie rozwoju (tj. do roku 2021) EBITDA była powiązana z płatnościami, a EBIT wystarczał na spłatę odsetek. Sytuacja chwilowo poprawiła się w okresie kryzysu energetycznego i wysokich cen prądu (Photon osiągał wówczas spore nadwyżki finansowe), ale następujący potem spadek cen energii w powiązaniu ze wzrostem kosztów kredytu skutkowało powstaniem dużej luki płynnościowej (tj. różnicy między dochodami operacyjnymi = wpływami, a kosztami = płatnościami). Po 3Q24 luka ta wynosiła ok. 6 mln EUR (liczona w ujęciu rocznym), z tendencją spadkową.

**Obsługa zobowiązań finansowych dużym obciążeniem dla Photonu**

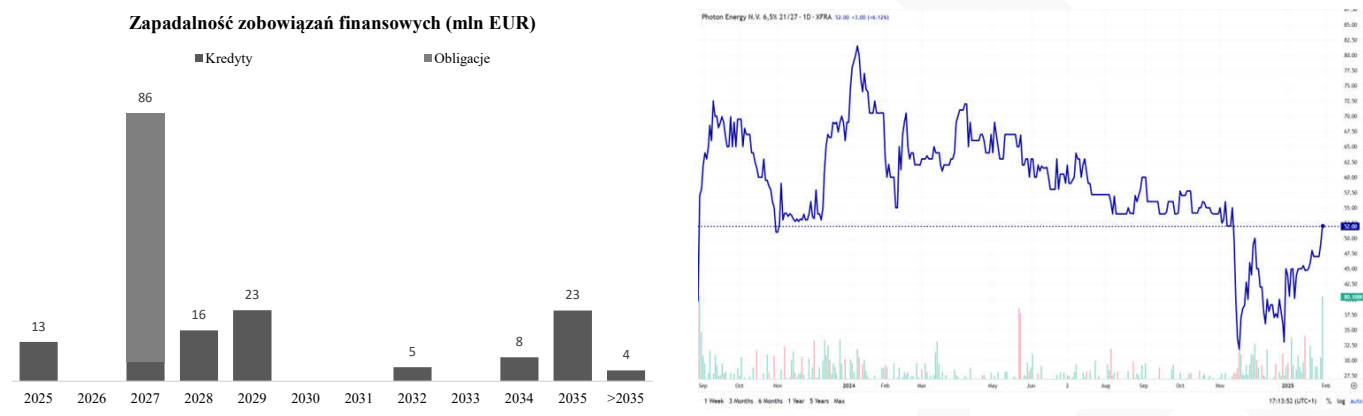
\* Płatności odsetkowe Photonu nie są skorelowane z sezonowością biznesu fotowoltaicznego, dlatego zestawiliśmy dane liczone dla okresu rocznego

Źródło: HUPX, OPCOM, Photon Energy, Noble Securities

## Wykup obligacji w listopadzie 2027 r. (76,5 mln EUR)

Zadłużenie kredytowe Photonu nie generowało dotychczas istotnych napięć płynnościowych z uwagi na płatności rozłożone na długi okres. Zdecydowanie większym wyzwaniem jest naszym zdaniem jednorazowa spłata obligacji (76,5 mln EUR, ok. 50% łącznego zadłużenia odsetkowego), których termin wykupu przypada na listopad 2027 r. Nie widzimy możliwości sfinansowania takiej transakcji w wyznaczonym terminie z bieżących przepływów Photonu. Obecnie obligacje te są wyceniane bardzo nisko (ok. 50% kwoty nominalu), co wynika z bieżącej sytuacji finansowej spółki (wskaźnik zadłużenia, tzw. adjusted equity ratio, jest bardzo blisko granicy określonej w kowenantach, tj. 25%) i może oznaczać problemy przy rolowaniu tych papierów.

### Płatności z tytułu zobowiązań

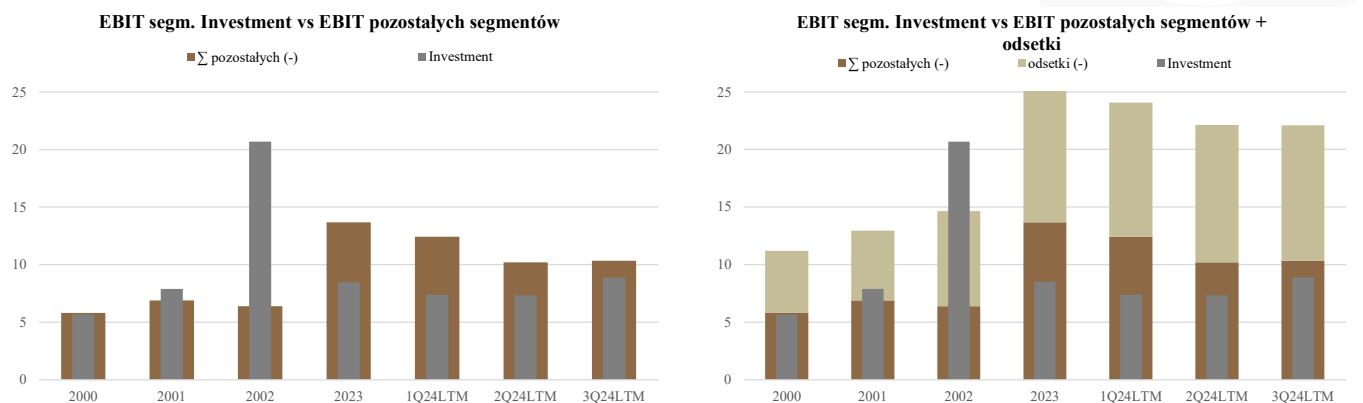


Źródło: Börse Frankfurt, Photon Energy, Noble Securities

## Oparcie wyników Grupy praktycznie na jednym biznesie

Wyniki Grupy Kapitałowej Photon opierają się przede wszystkim na zyskach generowanych przez własne elektrownie (segment Investment). Suma zysków osiągniętych przez pozostałe działy (skorygowana o wyłączenia konsolidacyjne) jest ujemna, a wysokość generowanych strat dodatkowo wzrosła od 2023 r., kiedy w obszarze inwestycji PV doszło do spowolnienia (mniejszy popyt na usługi realizacji inwestycji - EPC, jak i mniejsze zapotrzebowanie i w konsekwencji spadek cen komponentów). Skutkiem tego jest ujemny wynik operacyjny Grupy w latach 2023-24, dodatkowo jeszcze obciążony wyższymi kosztami finansowymi.

### Brak istotnego wsparcia dla wyników Grupy ze strony pozostałych obszarów biznesowych

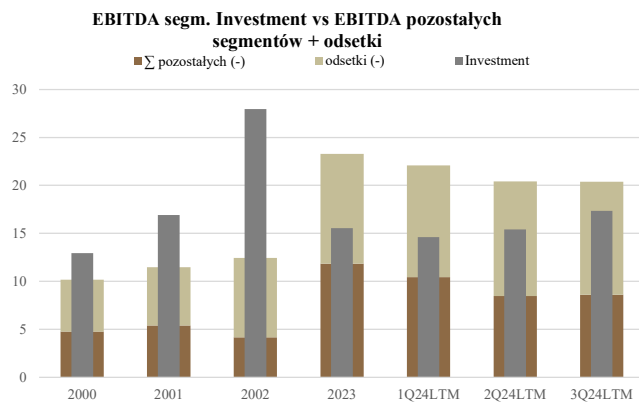


Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Aby powrócić do pozytywnych wyników całej grupy konieczne jest zmniejszenie strat generowanych przez pozostałe segmenty lub/i ograniczenie kosztów odsetkowych. Cel ten wydaje się być na razie zbyt odległy i nie widzimy szans na wygenerowanie skonsolidowanego zysku netto przed 2026 r.

W krótszym horyzoncie czasowym (tj. w perspektywie roku 2025) Photon powinien dążyć do zrównoważenia głównych strumieni gotówkowych (tj. EBITDA Investment =  $\Sigma$  EBITDA pozostałych segmentów + odsetki), co wydaje nam się kluczowe dla przywrócenia stabilności finansowej.

### Niezbędne zrównoważenia głównych strumieni gotówkowych



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

### KOREKTA PROGNOZ ZARZĄDU NA 2024

Zgodnie z prognozami Zarządu opublikowanymi w maju 2024 r. przychody miały mieścić się w przedziale 90–100 mln EUR. Tymczasem po 3 kwartałach przychody wyniosły 64 mln EUR (71,3% dolnego progu prognozowanego). Ze względu na zmiany regulacyjne wprowadzone w Polsce i Rumunii, a także opóźnienia w uruchamianiu nowych instalacji w Rumunii, oczekiwania dotyczące przychodów zostaną spełnione, ale w dolnym przedziale prognoz wyniosą około 90 mln EUR.

W pierwszych dziewięciu miesiącach 2024 r. raportowana skonsolidowana EBITDA wyniosła ok. 10 mln EUR, co stanowi 61% dolnego przedziału prognozy (16-18 mln EUR). Zarząd spodziewa się, że EBITDA będzie niższa niż prognozowano w maju. Przede wszystkim przychody wytwarzania energii (segment Investment) oraz z rynku mocy w Polsce (segment New Energy) będą niższe niż wcześniej oczekiwano, a ponieważ są to segmenty Grupy o najwyższej marży, więc spadek przychodów znacząco wpływa na EBITDA. Ponadto spodziewano się wyższych przychodów i EBITDA w drugiej połowie roku z nowych kontraktów EPC (segment Engineering), a nie zostanie to osiągnięte przed końcem roku. Wyzwaniem pozostaje trwała poprawa wyników na sprzedaży komponentów (segment Technology), gdzie ceny wciąż są pod presją i obniżają ogólną rentowność Grupy. Łączny efekt wszystkich tych zmian skutkuje poprawioną prognozą EBITDA na poziomie około 10 mln EUR.

Nasze prognozy całoroczne są niższe na poziomie skonsolidowanych przychodów, ale nieco wyższe na poziomie zysku EBITDA (dużym błędem obarczone są prognozy dotyczące wewnętrznych rozliczeń między poszczególnymi segmentami).

## OSTATNIE WYDARZENIA

### 16.07.2024 Raport miesięczny za czerwiec'2024

Wzrost zainstalowanej mocy i w konsekwencji wolumenu produkcji (+22% r/r) wspierał przychody Photonu. Z drugiej strony spadek średniej ceny wciąż się utrzymuje (-7% r/r). Łącznie oba te czynniki doprowadziły do wzrostu przychodów o prawie 20% r/r (z 2,65 do 3,14 mln EUR).

### 31.07.2024 Transakcje podmiotów powiązanych

Solar Power to the People Cooperatief (podmiot kontrolowany przez głównego akcjonariusza Georga Hotara) sprzedał 363 tys. akcji po cenie 41,13 CZK (6,85 PLN) jako wkład kapitałowy do spółki AtomTrace a.s., również powiązanej z p. Hotarem.

### 14.08.2024 Raport miesięczny za lipiec'2024

Wzrost zainstalowanej mocy i w konsekwencji wolumenu produkcji (+16% r/r), jak i wzrost średniej ceny (+5% r/r) wspierały przychody Photonu. Łącznie wszystkie te czynniki doprowadziły do wzrostu przychodów o ponad 27% r/r (z 2,8 do 3,5 mln EUR).

### 19.08.2024 Raport półroczny 1H2024

Wzrost wyników w II kwartale był m.in. skutkiem niskiej bazy roku ubiegłego jak i poprawy w kluczowym obszarze działalności (produkcja energii elektrycznej z własnych źródeł – segment Investment). Pogorszenie koniunktury w branży odbiło się na obszarach działalności powiązanych z rynkiem OZE: Engineering (realizacja inwestycji na rynku OZE) oraz Technology (sprzedaż komponentów). Dużo lepsze rezultaty osiągnął segment Pozostałe, co zapewne wynika ze specyfiki księgowania niektórych kosztów w ramach Grupy.

### 13.09.2024 Uruchomienie nowej instalacji PV w Rumunii

Portfel własnych elektrowni powiększył się o nową instalację PV w Rumunii (Faget 3, 7,5 MWp).

### 13.09.2024 Raport miesięczny za sierpień'2024

Choć tym razem wolumeny były niższe (-6% r/r), to jednak wzrost średniej ceny (+15% r/r) wspierał przychody Photonu. We wrześniu wartość sprzedanej energii z własnych źródeł wzrosła do o 7% r/r (z 2,41 do 2,57 mln EUR).

### 02.10.2024 Sprzedaż 2 projektów w Australii

Umowa sprzedaży 2 działających instalacji PV w Australii (łącznie 14,5 MWp) oraz będącego w fazie przygotowania projektu hybrydowej instalacji magazynowej o mocy 8,2 MWp i pojemności 10,9 MWh.

### 15.10.2024 Raport miesięczny za wrzesień'2024

We wrześniu wolumeny były niższe (-6% r/r), to jednak wzrost średniej ceny (+15% r/r) wspierał przychody Photonu. Wartość sprzedanej energii z własnych źródeł wzrosła do o 7% r/r (z 2,41 do 2,57 mln EUR).

### 07.11.2024 Spór z rządem czeskim dot. zmiany mechanizmu wsparcia OZE

Photon poinformował o wszczęciu sporu z rządem czeskim w sprawie proponowanych zmian legislacyjnych dot. wsparcia OZE w tym kraju, które istotnie negatywnie wpłynęłyby na wyniki osiągnięte przez czeskie projekty PV należące do Photonu i miały bezpośredni wpływ na wyniki całej Grupy.

### 15.11.2024 Raport miesięczny za październik'2024

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

### 18.11.2024 Raport kwartalny 3Q2024

Wzrost wyników na poziomie operacyjnym w III kwartale był przez nas spodziewany, choć liczyliśmy na dużo większą poprawę. Wciąż słabo jest w segmencie Technology (sprzedaż komponentów),



pogorszyło się w segmentach New Energy (Lerta) oraz Engineering (realizacja kontraktów EPC). Wyniki poprawiają się tylko w Investment (generacja własna) oraz O&M (obsługa farm PV). Wciąż wysokie zadłużenie i w konsekwencji wysokie koszty finansowe obniżają końcowy wynik.

#### **18.11.2024 Korekta prognoz na 2024 r.**

Spółka skorygowała prognozę EBITDA na 2024 r. do 10 mln EUR (wcześniej szacowała 16-18 mln EUR) przy utrzymaniu prognozy przychodów w dolnym przedziale widełek 90-100 mln EUR.

#### **13.12.2024 Niska szkodliwość zmian prawnych w Czechach**

Ostatecznie planowane zmiany systemu wsparcia OZE w Republice Czeskiej okazały się znacznie mniej szkodliwe, niż wcześniej zapowiadano. Photon nie widzi istotnych ryzyk dla przyszłych wyników spółki ze strony proponowanych zmian legislacyjnych na tym rynku.

#### **13.12.2024 Raport miesięczny za listopad'2024**

Choć w listopadzie wolumeny były niższe (-9% r/r), to jednak wzrost średniej ceny (+9% r/r) nie pozwolił na spadek poziomu przychodów. Wartość sprzedanej energii z własnych źródeł była zbliżona r/r (ok. 0,9 mln EUR).

#### **14.01.2025 Raport miesięczny za grudzień'2024**

Grudniowe wolumeny były wyraźnie niższe (-40% r/r), to jednak wzrost średniej ceny (+60% r/r) pozwolił utrzymać ubiegłoroczny poziom przychodów. W grudniu wartość sprzedanej energii z własnych źródeł spadła zaledwie o 3% r/r (z uwagi na sezonowo najniższą sprzedaż w grudniu, zmiana w ujęciu wartościowym była pomijalna).

## **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	2024P	zmiana	2025P	2025P	zmiana	2026P	2026P	zmiana
				nowa	stara		nowa	stara		nowa	stara	
<b>Przychody</b>	<b>36</b>	<b>94</b>	<b>71</b>	<b>83</b>	<b>97</b>	<b>-14%</b>	<b>81</b>	<b>95</b>	<b>-14%</b>	<b>111</b>	<b>125</b>	<b>-12%</b>
Engineering	10	15	27	20	25	-20%	33	27	22%	15	24	-39%
New Energy (Lerta)	0	0	30	36	46	-21%	28	36	-21%	51	61	-18%
Technology	9	65	24	10	17	-44%	21	19	13%	10	17	-39%
Investment	21	35	21	25	25	0%	25	28	-11%	31	30	6%
O&M	4	5	6	8	7	6%	8	8	1%	10	9	8%
<b>EBITDA</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>-38%</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>-13%</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>-26%</b>
Engineering	-3	2	2	0	4	-100%	1	4	-63%	2	4	-59%
New Energy (Lerta)	0	0	-1	4	9	-56%	4	6	-33%	6	11	-49%
Technology	1	7	1	-1	-1	12%	1	0	nd	1	1	-49%
Investment	17	28	16	18	19	-5%	18	22	-15%	23	22	4%
O&M	0	0	0	0	0	nd	1	1	1%	1	1	8%
Other+eliminacje	-5	-13	-13	-10	-12	-23%	-9	-13	-32%	-8	-7	
<b>Zysk netto</b>	<b>-6</b>	<b>6</b>	<b>-16</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>359%</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>nd</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>-91%</b>
CAPEX	9	28	23	11	19	-40%	31	20	59%	1	11	-90%
<b>Dług netto</b>	<b>88</b>	<b>126</b>	<b>146</b>	<b>159</b>	<b>163</b>	<b>-3%</b>	<b>181</b>	<b>173</b>	<b>5%</b>	<b>174</b>	<b>172</b>	<b>1%</b>
P/E	nd	10,2	nd	nd	nd		nd	nd		70,4	26,5	
EV/EBITDA	13,2	7,9	56,8	19,5	12,3		14,4	12,1		10,0	13,7	

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),
- Zmiany przepisów w Rumunii skutkujące niższymi dochodami,
- Obniżenie nowo przyłączanej mocy w ramach własnego portfela w latach kolejnych (mniejsza ilość realizowanych projektów EPC),
- Gorsze warunki meteo – wolumeny niższe od planowanych,
- + Wyższe prognozowane ceny sprzedaży energii elektrycznej,
- + Zmiana modelu wsparcia w Czechach z modelu FiT na model „cena spot + green bonus”.

## WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat (mln EUR)	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>95</b>	<b>71</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>111</b>	<b>122</b>
<b>EBIT</b>	<b>17</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>14</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-8	-11	-12	-10	-9	-8
Zysk przed opodatkowaniem	9	-16	-12	-4	1	6
Podatek dochodowy	2	-1	-1	-1	0	2
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	6	-16	-10	-3	1	5
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>6</b>	<b>-16</b>	<b>-10</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>5</b>
Amortyzacja	9	11	11	11	14	13
<b>EBITDA</b>	<b>26</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>28</b>

Źródło: Photon Energy (2022-2023), Noble Securities (2024-2027)

Skonsolidowany bilans (mln EUR)	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa</b>	<b>254</b>	<b>277</b>	<b>281</b>	<b>299</b>	<b>306</b>	<b>301</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>189</b>	<b>225</b>	<b>224</b>	<b>243</b>	<b>230</b>	<b>217</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	156	186	184	204	191	178
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	15	15	15	15	15	15
Inne aktywa trwałe	17	24	24	24	24	24
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>65</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>76</b>	<b>84</b>
Zapasy	20	14	17	16	22	24
Należności	19	21	25	24	33	36
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	24	16	15	15	20	22
Inne aktywa obrotowe	1	2	1	1	1	1
<b>Pasywa</b>	<b>254</b>	<b>277</b>	<b>281</b>	<b>299</b>	<b>306</b>	<b>301</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>57</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>59</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>150</b>	<b>178</b>	<b>151</b>	<b>139</b>	<b>50</b>	<b>40</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	138	165	137	125	37	26
Inne	12	14	14	14	14	14
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>74</b>	<b>107</b>	<b>201</b>	<b>202</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	12	14	54	88	175	173
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	12	9	8	8	11	12
Inne	10	6	11	11	15	17

Źródło: Photon Energy (2022-2023), Noble Securities (2024-2027)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych (mln EUR)	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Zysk brutto	9	-16	-12	-4	1	6
Amortyzacja	9	11	11	11	14	13
Zmiana kapitału obrotowego	11	2	1	0	8	3
Podatek dochodowy zapłacony	-2	-5	1	1	0	-2
<b>CF operacyjny</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>15</b>
CAPEX	-28	-23	-11	-31	-1	-1
Inwestycje kapitałowe	-6	-3	0	0	0	0
Inne	3	0	0	0	0	0
Inwestycje w instrumenty dłużne	-3	0	3	0	0	0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-33</b>	<b>-27</b>	<b>-8</b>	<b>-31</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	20	30	12	22	-1	-13
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0
<b>CF finansowy</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>-1</b>	<b>-13</b>
<b>CF</b>	<b>-21</b>	<b>-5</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>1</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	33	11	6	9	8	12
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	11	6	9	8	12	14

Źródło: Photon Energy (2022-2023), Noble Securities (2024-2027)

Wybrane wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
marża EBITDA	27,3%	5,2%	13,8%	20,9%	21,5%	22,8%
marża EBIT	17,9%	-7,4%	0,0%	7,0%	9,2%	11,9%
marża netto	6,6%	-22,2%	-12,5%	-4,0%	0,8%	3,9%
Dług netto (mln EUR)	126	146	159	181	174	160
Dług netto/EBITDA (x)	4,8	39,5	13,9	10,6	7,3	5,8
Liczba akcji (mln szt.)	60	61	61	61	61	61
Dywidenda na akcję (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/BV (x)	3,7	3,9	4,7	5,0	4,9	4,5

Źródło: Photon Energy (2022-2023), Noble Securities (2024-2027)

Roczne stopy wzrostu	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	162%	-26%	17%	-2%	36%	10%
EBITDA	160%	-86%	209%	49%	40%	17%
EBIT	-2486%	-131%	-100%	-46575%	78%	43%
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	-199%	-349%	-34%	-69%	-128%	418%
Zysk netto powtarzalny	-199%	-349%	-34%	-69%	-128%	418%

Źródło: Photon Energy (2022-2023), Noble Securities (2024-2027)

Wyniki wg segmentów (mln EUR)	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>94</b>	<b>71</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>111</b>	<b>122</b>
Engineering	15	27	20	33	15	15
New Energy (Lerta)	0	30	36	28	51	60
Technology	65	24	10	21	10	12
Investment	35	21	25	25	31	31
O&M	5	6	8	8	10	10
Other+eliminacje	-26	-37	-14	-35	-6	-7
<b>EBITDA</b>	<b>24</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>28</b>
Engineering	2	2	0	1	2	2
New Energy (Lerta)	0	-1	4	4	6	10
Technology	7	1	-1	1	1	1
Investment	28	16	18	18	23	23
O&M	0	0	0	1	1	1
Other+eliminacje	-13	-13	-10	-9	-8	-8

Źródło: Photon Energy (2022-2023), Noble Securities (2024-2027)

Wybrane wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+ (EUR)	0,11	-0,26	-0,17	-0,05	0,01	0,08
Revenue (mln EUR)	95	71	83	81	111	122
EBIT (mln EUR)	17	-5	0	6	10	14
EBITDA (mln EUR)	26	4	11	17	24	28
Net Income Adj+ (mln EUR)	6	-16	-10	-3	1	5
Net debt (mln EUR)	126	146	159	181	174	160
BPS (EUR)	1,18	1,14	0,93	0,88	0,89	0,97
DPS (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Return on Equity (ROE)	11%	16%	13%	14%	13%	12%
Return on Assets (ROA)	10%	15%	12%	13%	12%	11%
Depreciation (mln EUR)						
Amortization (mln EUR)	9	11	11	11	14	13
Free Cash Flow (mln EUR)	-21	-5	3	-1	5	1
CAPEX (mln EUR)	28	23	11	31	1	1

Źródło: Photon Energy (2022-2023), Noble Securities (2024-2027)

**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](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 03.02.2025 o godz. 12:35. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 03.02.2025 o godz. 15:40.

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)
Answear.com	Trzymaj	26,80	28,15	27,90	-4%	13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98	8,80	33%	20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	186,80	30%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10	22,35	7%	16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00	486,00	13%	12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40	15,95	4%	12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	206,20	8%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	23,30	-4%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	5,98	-11%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70	74,28	19%	29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	7,25	71%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	10,64	65%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	47,30	49%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	3,99	-1%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	358,00	10%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	16,75	23%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90	37,65	-4%	15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00	186,80	126%	14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60	31,00	140%	14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	65,40	26%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	6,28	-2%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00	52,00	146%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10	27,60	58%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	304,00	89%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	186,80	233%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	9,10	90%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	21,40	18,30	18,28	17%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00	464,70	-43%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62	8,65	-6%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47	3,70	17%	09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20	21,20	17%	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	16290,00	38%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	17,56	107%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	567,00	46%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00	24,85	60%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50	28,40	-19%	09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40			28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48	4,40	65%	28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40			27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	23,70	22,60			24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,50	68,10			18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,60	65,00			12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	17,90	16,00			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,10	17,20			10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,82	7,70			31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,80	320,00			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			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			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			06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,00	16,20			29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,46	3,50			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			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			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			01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19 282,00	16 000,00			16.02.2024	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;



## 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

**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

