

## Photon Energy (wycena 5,36 zł)

### Wyniki 4Q24: pozytywne sygnały w kluczowym aspekcie płynności

Spadek zysków przy wyższych przychodach w 4Q24 to skutek wzrostu kosztów oraz kilku zdarzeń jednorazowych, o których spółka wcześniej komunikowała. Zwracamy uwagę na wysoki CF operacyjny oraz dalsze ograniczanie wydatków inwestycyjnych, co łącznie wspiera bilans firmy, pozwala utrzymać trend spadkowy zadłużenia i w konsekwencji obniżyć koszty jego obsługi.

- Przychody wzrosły do 25 mln EUR (+124% r/r), powyżej naszych szacunków (19 mln EUR). W całym 2024 r. przychody wyniosły 89 mln EUR (nasze szacunki 83 mln EUR), blisko prognozy zarządu (90 mln EUR).
- Strata EBITDA to głównie efekt zdarzeń jednorazowych, z którym największym był ujemny wynik (-1,55 mln EUR) na sprzedaży aktywów australijskich. Wyniki Grupy wciąż opierają się tylko na dwóch biznesach: Investment oraz New Energy.
- Lepszy wynik z własnej produkcji dzięki niższym kosztom (przy niższym wolumenie i zbliżonych średnich cenach). W całym 2024 r. przychody wzrosły o ok. 15%, a EBITDA (zewnętrzna) była wyższa aż o 10 mln EUR (+130% r/r).
- CF operacyjny dodatni, wyższy niż przed rokiem (zarówno w Q4 jak i w całym 2024 r.)
- Spadek CAPEX-u do 0,7 mln EUR (vs 8,8 mln EUR w 4Q23), a w całym roku do 8 mln EUR (vs 23 mln EUR) wynikający z wyhamowania tempa rozwoju w segmencie Investment.
- Nieco lepsza sytuacja bilansowa, spadek zadłużenia (DN=158 mln EUR, -4 mln EUR kw/kw). Spadek EBITDA (efekt one-offów) chwilowo pogorszył wskaźnik DN/EBITDA (do 18x vs 14x na koniec 3Q24); w całym roku zauważalna poprawa wskaźnika.
- Niska rentowność na poziomie operacyjnym i stałe wysokie koszty obsługi zadłużenia nie pozwalają osiągać pozytywnego wyniku netto. Wciąż nie widać przełomu (wyjścia na dodatni EBIT) w pozostałych biznesach (obsługa inwestycji i sprzedaż komponentów dla branży OZE).

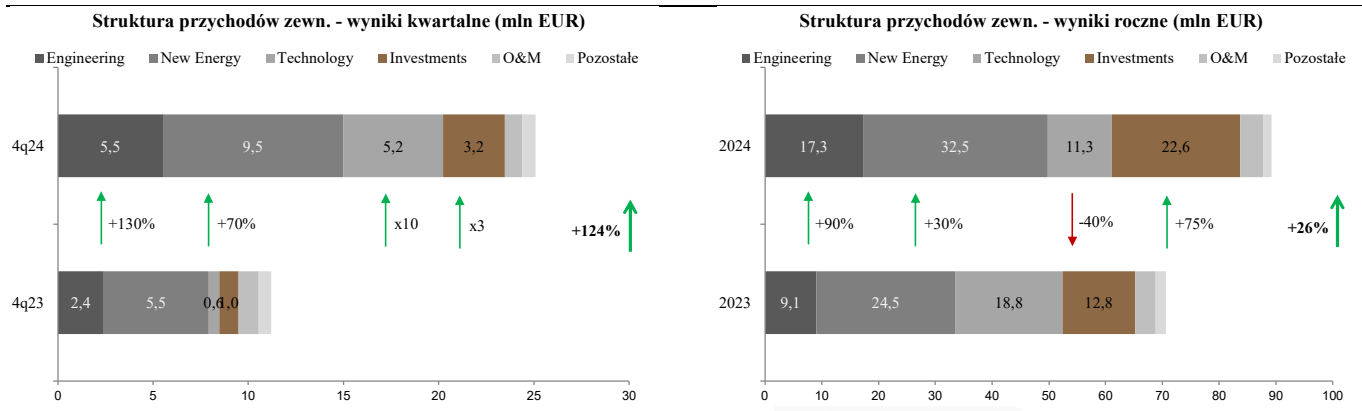
Wybrane dane finansowe (mln EUR)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	r/r	2023	2024	r/r	% progn. NS
<b>Przychody</b>	<b>11,2</b>	<b>17,4</b>	<b>23,9</b>	<b>22,9</b>	<b>25,1</b>	<b>124%</b>	<b>70,6</b>	<b>89,2</b>	<b>26%</b>	<b>108%</b>
- z wyprodukowanej energii elektrycznej	2,7	3,7	8,7	8,9	3,4	23%	21,4	24,7	15%	99%
- z innych działalności	8,5	13,6	15,3	13,9	21,7	157%	49,2	64,5	31%	111%
<b>EBIT</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>63%</b>	<b>-5,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-40%</b>	<b>nd</b>
rentowność	-24%	-8%	9%	2%	-17%		-7%	-4%		
<b>EBITDA</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>5,3</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-161%</b>	<b>3,7</b>	<b>8,7</b>	<b>135%</b>	<b>79%</b>
- z wyprodukowanej energii elektrycznej	-0,7	2,0	6,7	7,3	2,7		8,2	18,7		
- z innych działalności	2,5	-1,3	-1,4	-3,5	-3,8		-4,5	-10,0		
Saldo działalności finansowej	-2,7	-0,9	-4,9	-2,8	-2,6		-11,1	-11,2		
<b>Zysk netto</b>	<b>-6,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>6%</b>	<b>-15,7</b>	<b>-13,5</b>	<b>-14%</b>	<b>52%</b>
rentowność	-55%	-7%	-11%	-13%	-26%		-22%	-15%		
<b>Dług netto</b>	<b>166,2</b>	<b>165,4</b>	<b>168,5</b>	<b>162,0</b>	<b>157,7</b>	<b>-5%</b>	<b>166,2</b>	<b>138,3</b>	<b>-17%</b>	<b>117%</b>
Oper. CF	5,7	4,7	1,9	6,9	6,4	14%	7,2	19,9	176%	68%
CAPEX	6,8	1,9	2,5	2,9	0,7	-90%	23,3	2,0	-92%	368%
P/E	-	-	-	-	-					
<b>EV/EBITDA</b>	<b>34,1</b>	<b>31,8</b>	<b>23,1</b>	<b>18,9</b>	<b>24,8</b>					
<b>DN/EBITDA</b>	<b>25,1</b>	<b>23,4</b>	<b>17,1</b>	<b>13,8</b>	<b>18,1</b>					

Źródło: Photon, P - prognozy Noble Securities

### Komentarz do wyników

1. **Skonsolidowane przychody w 4Q24 wzrosły o 124% r/r (+14 mln EUR)**, a największe wzrosty dotyczyły obszaru Engineering, Technology oraz Investment:
  - a) Choć w obszarze EPC (tj. realizacji inwestycji OZE, segment Engineering) przychody Photonu wzrosły do 10,5 mln EUR to jednak z uwagi na wysoki udział sprzedaży wewnętrznej EBITDA segmentu pozostaje ujemna.
  - b) W segmencie Technology, który odpowiada za sprzedaż technologii (m.in. magazyny, panele, inwertery) dla branży OZE, spółka zanotowała gwałtowny wzrost przychodów, co tłumaczone jest aktywnością nowego zespołu sprzedażowego. Niestety rentowność pozostaje ujemna, głównie na skutek wyprzedaży „starych” zapasów. Pozytywnie oceniamy powrót do zysków na poziomie brutto na sprzedaży (po 4 kwartałach generowania strat), ale okupiono to wyższymi kosztami pracowniczymi (zakładamy, że jest to przejściowe i wynika z przeprowadzonej restrukturyzacji).
  - c) Główny obszar działalności, tj. produkcja energii elektrycznej z własnych źródeł (Investment) zanotował wzrost sprzedaży do 3,4 mln EUR (vs 2,7 mln EUR w 4Q23), z czego większość była tym razem kierowana do odbiorców zewnętrznych (przychody zewnętrzne wzrosły x3 do ok. 3,2 mln EUR).
  - d) Nowy obszar biznesowy budowany na bazie przejętej pod koniec 2022 r. spółki Lerta (segment New Energy) zdołał wybić się z negatywnego trendu, zanotować wzrost przychodów do ponad 10 mln EUR (+40% r/r), z czego 9,5 mln zł do klientów zewnętrznych (+70% r/r) oraz wygenerować przyzwoity wynik EBITDA (ponad 1 mln EUR).
  - e) Pozostałe obszary odpowiadały za łącznie ok. 1,6 mln EUR sprzedaży zewnętrznej. Zwracamy przy tym uwagę na wyraźny wzrost przychodów z usług utrzymaniowych (O&M), co wynika ze rosnącej bazy klientów.

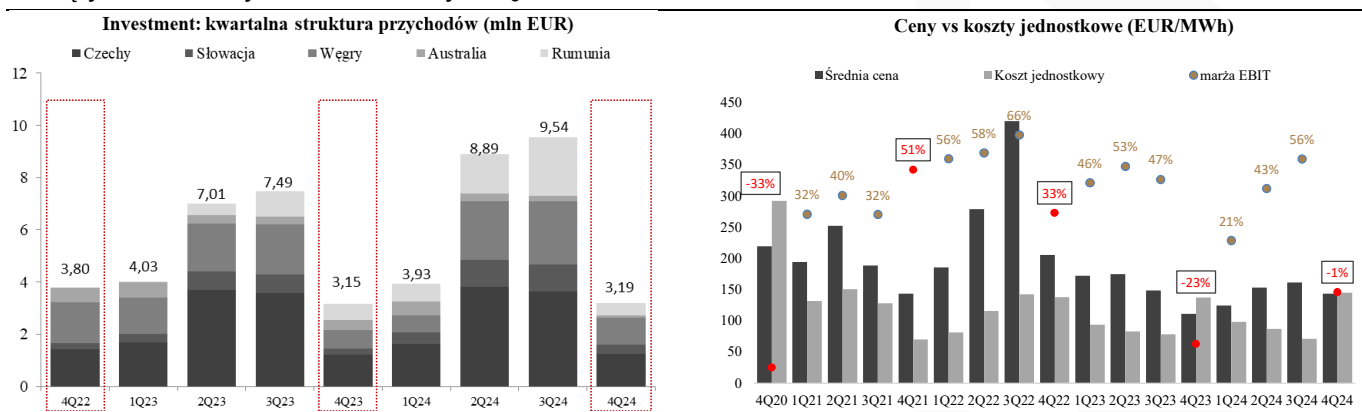
**Wzrost przychodów zewnętrznych we wszystkich głównych obszarach biznesowych**



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

2. Segment Investment jest tradycyjnie słaby w IV kwartale i często notuje stratę operacyjną. **Tym razem strata była symboliczna (35 tys. EUR), a na poziomie EBITDA Photon wykazał wzrost rentowności.** Lepszy wynik z własnej produkcji został osiągnięty niższym kosztem (przy niższym wolumenie i zbliżonych średnich cenach).

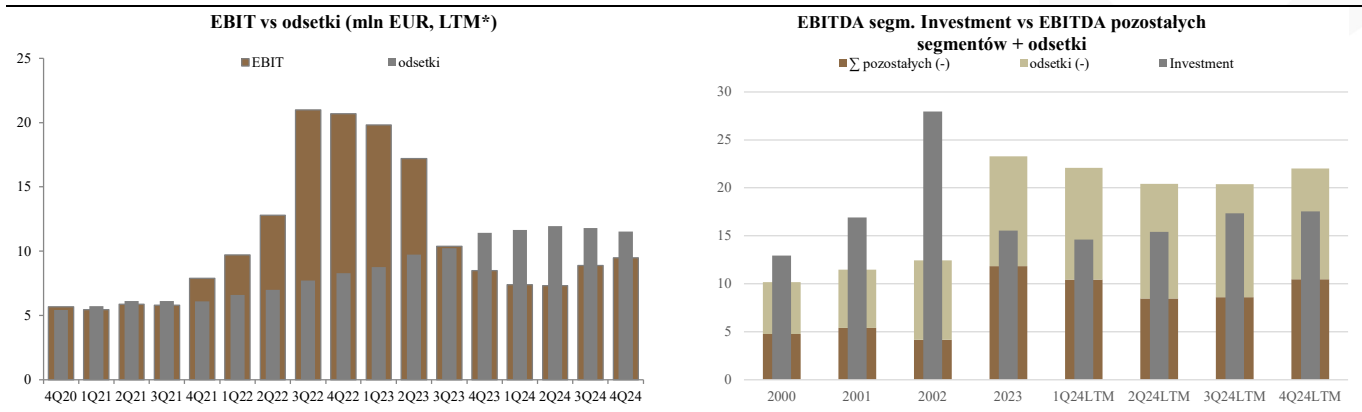
**Rosnący trend cenowy został odwrócony w 4Q24**



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

3. **Strata EBITDA to głównie efekt zdarzeń jednorazowych**, z którym największym był ujemny wynik (-1,55 mln EUR) na sprzedaży aktywów australijskich. Wyniki Grupy wciąż opierają się tylko na dwóch biznesach: Investment oraz New Energy.
4. Koszty odsetkowe były niższe r/r („finansówka” zbliżona r/r).
5. Marża operacyjna wciąż nie pozwala zbilansować kosztów obsługi zadłużenia (same odsetki to prawie 3 mln EUR). Bez trwałej poprawy wyników w pozostałych segmentach biznesowych (szczególnie w obszarach wspierających rozwój segmentu OZE: Engineering, Technology oraz O&M), trudno będzie spółce wygenerować pozytywny wynik netto.

**Rosnący EBIT w segm. Investment pozytywny, czekamy na dołączenie pozostałych biznesów**



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

6. **CAPEX w dalszym ciągu spada** (w samym Q4 zaledwie 0,7 mln EUR), co wynika z wyhamowania tempa realizacji nowych projektów PV. Dodatkowo **CF Inwestycyjny został wsparty dochodami ze sprzedaży aktywów australijskich** (ok. 6 mln EUR)
7. Pozytywnie należy odebrać **kolejny kwartał z dodatnim przepływem z działalności operacyjnej**. Czynniki ten, wraz z ograniczeniem inwestycji powinny stabilizować sytuację bilansową i doprowadzić do spadku zadłużenia w kolejnych kwartałach. Wsparciem dla tych działań mogą być zapowiadane transakcje sprzedaży wybranych projektów.
8. W całym 2024 r. Photon zrealizował ok. 80% prognozowanej przez nas EBITDA (negatywny wpływ zdarzeń jednorazowych, czego nie uwzględnialiśmy w modelu) i wyraźnie przekroczył prognozowane przychody (+6 mln EUR, duża zasługa silnych wzrostów sprzedaży komponentów – segm. Technology).

Ostatni raport analityczny z dnia 3.02.2025 r., wycena 5,35 zł. Cena w dniu wydania 4,40 zł.

**Michał Sztabler**  
Analityk akcji  
+48 (22) 213 22 36

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

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  
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 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.

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 stosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywalnych). 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 jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub te 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. 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 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.

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 osiągniętych 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 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 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..

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 publikowania 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.

Investowanie 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 partycularnych 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: 21.02.2025, godz. 10:20 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 21.02.2025, godz. 10:30.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Gieldy 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	31.05.2024	28.06.2024	03.02.2025
Kurs z dnia rekomendacji	7,70	7,48	4,40
Cena docelowa	6,82	7,28	5,36
WIG w dniu rekomendacji	86 203	88 614	85 964

**Rekomendacje Noble Securities, które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 m-cy:**

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Budimex	Redukuj	510,00	557,00	557,00	-8%	14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	38,60	2%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	68,90	18%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40	29,20	16%	06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40	3,90	37%	03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Trzymaj	26,80	28,15	28,15	-5%	13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98	8,62	36%	20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	218,00	11%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10	24,00	0%	16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40	17,00	-2%	12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	228,30	-2%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	24,72	-10%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	5,95	-11%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	7,21	72%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	9,20	91%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	46,50	52%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	4,42	-11%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	347,00	14%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	17,10	21%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60	27,60	170%	14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	62,60	31%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	6,97	-12%	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	51,00	151%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10	25,70	70%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	364,50	58%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	218,00	185%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	10,08	72%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	21,40	18,30	18,78	14%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00	484,00	-45%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62	9,37	-14%	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	21,00	19%	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	18170,00	24%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	21,30	70%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	588,00	40%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00	22,45	77%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50			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			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
Aparator	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

(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

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

