

PHOTON ENERGY – wyzwania płynnościowe

Spadek kursu Photonu wyczerpał naszym zdaniem swój potencjał. 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 obniżyliśmy do 3,70 zł (0,87 EUR), co daje 6-proc. potencjał wzrostu kursu.

Wyniki 1Q2025 poniżej naszych prognoz

Wyniki są lepsze r/r, jednak spodziewaliśmy się wyjścia na plus na poziomie EBIT (wynik netto wciąż dociążony odsetkami). Niestety sam segment Investment wsparty dochodami z rynku mocy w PL nie jest w stanie „zasypać” straty generowanej w innych obszarach. Ponadto niższy niż przed rokiem był OCF, a bez poprawy w innych biznesach i zwiększenia generacji gotówki trudno liczyć na wzmocnienie bilansu i na odbicie kursu.

Wzrost średniej ceny sprzedaży energii

W połowie ub.r. pojawił się trend wzrostowy cen energii na rynkach spot (szczyt ok. 150 EUR/MWh w przełomie 2024/25). Niestety systematyczne zwiększanie podaży energii (szczególnie generacja PV) doprowadziło do spadku cen na rynku do ok. 85 EUR w kwietniu i ok. 70 EUR/MWh w maju br. Miało to swoje odzwierciedlenie w średnich cenach uzyskiwanych przez Photon, choć należy pamiętać o modelu sztywnych cen na rynku SK, częściowo sztywnych cen w HU oraz bardzo wysokiemu wsparciu w CZ.

Brak przełomu w strukturze wyników

Wyniki wciąż bazują przede wszystkim na zyskach ze sprzedaży energii z własnych instalacji PV wspartej dochodami z rynku mocy w PL. Pozytywnie oceniamy osiągnięcie poziomu break-even w segmencie Technology, choć proces przebiega zbyt wolno i może być niewystarczający w kontekście oczekiwanej poprawy zysków w całym 2025 r.

Wyzwania płynnościowe

Dużym wyzwaniem jest jednorazowa spłata obligacji (ok. 80 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.

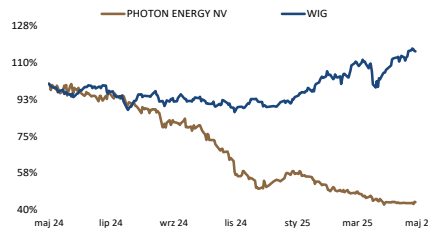
Wartość akcji Photon Energy oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą sum of the parts na 2,51 zł oraz porównawczą na 4,33 zł. Obu metodom przypisaliśmy jednakowe wagi. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczaliśmy na 3,70 zł (0,87 EUR), co daje 6-proc. potencjał wzrostu kursu akcji.

mln EUR	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	95	71	90	94	99	117
EBITDA	26	4	9	16	22	30
EBIT	17	-5	-3	4	11	16
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	6	-16	-13	-4	1	6
EPS (EUR)	0,11	-0,26	-0,21	-0,07	0,02	0,10
P/E (x)	7,8	-3,2	-3,8	-12,0	40,6	8,3
EV/EBITDA (x)	7,0	58,4	24,1	12,7	9,9	6,8

Źródło: Photon Energy, Noble Securities



Cena bieżąca	3,50 zł
Cena docelowa (9M)	3,70 zł
Potencjał wzrostu	6%
Kapitalizacja	214 mln zł
Free float	29%
Śr. wolumen 6M	15 238



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%
Akcje własne	2,11%
Pozostali	30,22%

Źródło: Photon Energy

Michał Sztabler
Analityk Akcji

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

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 20.05.2025 o godz. 16:45. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 20.05.2025 o godz. 17:00.

SPIS TREŚCI:

WYCENA.....	3
Wycena metodą sum of the parts.....	4
Wycena metodą porównawczą.....	5
SZANSE I ZAGROŻENIA	6
WYNIKI 1Q2025	7
PERSPEKTYWY	10
Lekki wzrost średniej ceny (liczony dla całego portfela w okresie LTM)	10
Brak przełomu w strukturze wyników.....	10
Ryzyko naruszenia kowenantów zielonych obligacji.....	11
Wykup obligacji w listopadzie 2027 r. (80 mln EUR).....	11
OSTATNIE WYDARZENIA.....	12
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG).....	13
AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH	14
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE.....	15

WYCENA

Wartość jednej akcji Photon Energy wyliczyliśmy jako średnią z wyceny sum częściowych (sum of the parts) oraz wyceny porównawczej, z wagą 50% każda. **Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 3,70 zł (0,87 EUR) vs 5,36 zł (1,28 EUR) poprzednio, co daje 6-proc. potencjał wzrostu kursu akcji.**

Obniżenie wyceny w porównaniu do raportu z lutego'25 wynika przede wszystkim z niższych prognoz dla segmentu New Energy (niższe oczekiwania dot. kontraktacji na rynku mocy w PL) oraz Engineering (gorsze perspektywy rynkowe, kłopoty z utrzymaniem rentowności na realizowanych kontraktach),

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. Dodatkowo uwzględniliśmy wartość projektów PV będących na wczesnych etapach przygotowania (przyjeliśmy 50 mln EUR łącznie, ok. 0,83 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). Rozszerzyliśmy grupę wskaźników o wskaźnik P/E, gdyż spodziewamy się pozytywnych wyników netto już od 2026 r. Analiza porównawcza dotyczy lat 2026-27. Obu powyższym metodom przypisaliśmy jednakowe wagi. Do przeliczeń wzięliśmy kurs EUR/PLN na poziomie 4,26 zł (poprzednio 4,21 zł).

Podsumowanie wyceny	waga (x)	wycena 1 akcji (EUR)	wycena 1 akcji (PLN)	poprzednio (PLN)	zmiana
Sum of the parts	50%	0,59	2,51	4,62	-46%
Wycena porównawcza	50%	1,02	4,33	5,27	-18%
Średnia ważona metod		0,80	3,42	4,94	-31%
Cena docelowa (9M)		0,87	3,70	5,36	-31%
Cena aktualna			3,50		
Potencjał			6%		

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą sum of the parts

Znaczące obniżenie wyceny związane jest ze zmianą założeń i wynikających z tego niższych prognoz dla segmentu Engineering oraz New Energy czego nie zdołało zrekompensować podniesienie prognoz dla segmentu Technology.

W segmencie **Engineering obniżyliśmy** zarówno prognozowane przychody (skutek pogorszenia perspektyw dla budowy nowych mocy OZE) jak i rentowność biznesu (wzrost konkurencji i presja na marże, na co szczególnie zwracał uwagę zarząd w raporcie okresowym za 1Q25).

Znacznie **niższą wycenę** uzyskaliśmy w obszarze **New Energy**, gdzie spółka generuje przychody z dwóch głównych źródeł: a) z rynku mocy w Polsce, b) z handlu energią w Polsce, Czechach oraz na Węgrzech. Największy wpływ na obniżenie wartości tego segmentu miała korekta założeń dotyczących pozyskiwania kontraktów na rynku mocy w Polsce. Wcześniej spółka komunikowała, że w perspektywie kilku lat (przyjeliśmy, że do roku 2030) pozyska kontrakty na ok. 1000 MW i takie wielkości mieliśmy przyjęte do modelu. Tymczasem widoczny jest trend spadku wolumenu zakontraktowanej mocy: w przypadku akcji głównych z 157 MW w 2027 r. do zaledwie 80 MW w 2029 r. Podobna tendencja wystąpiła przy aukcjach dodatkowych (kwartalnych), gdzie odnotowano spadek z 375 MW w 2024 r. do niecałych 70 MW w 2026 r. Widoczna silna presja na ceny dodatkowo skutkowałą spadkiem zakontraktowanych przychodów: z ok. 22 mln EUR w 2024 r. do ok. 10 mln EUR w 2025 r. i ok. 12 mln EUR w 2026 r. Mając na uwadze powyższe trendy zdecydowaliśmy o rewizji planów porzucając na wartościach osiągniętych w ostatnich rozstrzygniętych aukcjach. Zyski Photonu z rynku mocy są bardzo wysokie (rentowność w ostatnich 2 latach wynosiła 40-50%), dlatego spadek przychodów odbił się wyraźnie na niższych zyskach osiągniętych w tym segmencie. Liczymy, że uda się częściowo skompensować utratę tych potencjalnych dochodów poprzez wzrost w części tradingowej, choć zarówno spadek cen rynkowych, jak i większa presja na marże powoduje, że może być to utrudnione (chyba że spółka wejdzie na kolejne rynki).

Z kolei bardzo dobre dane uzyskane w ostatnich 2 kwartałach w obszarze **technologii** pozwoliły nam **podnieść prognozowane przychody** (spółka deklaruje dalszy rozwój tego biznesu i wejście na kolejne rynki) i w konsekwencji uzyskać wyższą wycenę.

W segmencie **Investment nie zmieniliśmy istotnie prognozy** wyników jak i wyceny. **Podobnie w części O&M**, która pozostaje dużym obciążeniem dla wyników Grupy (od 6 lat nie Photon nie zdołał wygenerować tam pozytywnego EBITu, liczymy na przekroczenie break even point w roku bieżącym, najpóźniej w 2026 r.).

Pozostałe składowe wyceny SoP (wycena segmentu Pozostałe, dług netto, wartość aktywów PV do zbycia) również **nie zmieniły się znacząco**.

Wycena SOTP	wycena (EUR)		wycena (PLN)			
	total (mln)	na 1 akcję	total (mln)	na 1 akcję	poprzednio	zmiana
Engineering	10	0,16	42	0,68	0,81	-16%
New Energy (Lerta)	16	0,27	70	1,15	3,59	-68%
Technology	27	0,45	117	1,91	0,64	199%
Investment	149	2,44	635	10,38	10,14	2%
O&M	6	0,10	27	0,44	0,29	53%
Other+eliminacje	-61	-0,99	-258	-4,22	-3,74	13%
Aktywa PV do zbycia	50	0,83	213	3,55	4,01	-11%
Cash netto (31.12.2024)	-160	-2,67	-683	-11,39	-11,13	2%
RAZEM	38	0,59	163	2,51	4,62	-46%

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	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
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
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Efektywna stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Koszt długu	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszt długu po tarczy	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Dług netto/EV	40%	40%	40%	70%	40%	40%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	7,5%	9,0%	9,0%
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
Clearway Energy	22 858	27,5	21,9	19,7	14,7	13,1	10,1
Encavis	12 191	10,2	8,4	7,4	9,6	7,9	6,8
Polenergia	620	17,0	25,2	17,6	8,7	8,3	7,0
Scatec Solar	5 117	14,6	23,8	16,0	10,5	10,7	7,5
Grenergy	6 764	9,9	20,4	19,2	16,7	12,4	11,4
Solaria Energia	3 630	13,5	11,5	11,1	8,3	7,4	7,0
Audax Renovables	2 901	4,8	4,1	bd	4,4	3,9	bd
Renova	1 547	14,1	21,2	17,6	10,0	9,5	7,5
Mediana		-58,9	26,3	106,5	7,6	43,2	72,9
Implikowana wartość 1 akcji Photon Energy		-4,1	1,8	7,4	0,5	3,0	5,1
waga		0%	25%	25%	0%	25%	25%
Średnia ważona wartość 1 akcji Photon Energy				4,33			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 20.05.2025 r. godz. 11:48

SZANSE I ZAGROŻENIA

- + Zmiana modelu cenowego na rynku czeskim.
- + Oczekiwana poprawa w innych segmentach, szczególnie w Engineering oraz Technology.
- + Niższy CAPEX pozwalający poprawić bilans i wzmocnić pozycję gotówkową.
- + Obniżenie kosztów odsetkowych.

- Negatywne zmiany regulacyjne.
- Rosnący koszt profilu (tj. różnicy między średnią ceną rynkową a ceną możliwą do uzyskania przez daną instalację z uwagi na jej specyfikę produkcji).
- 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

WYNIKI 1Q2025

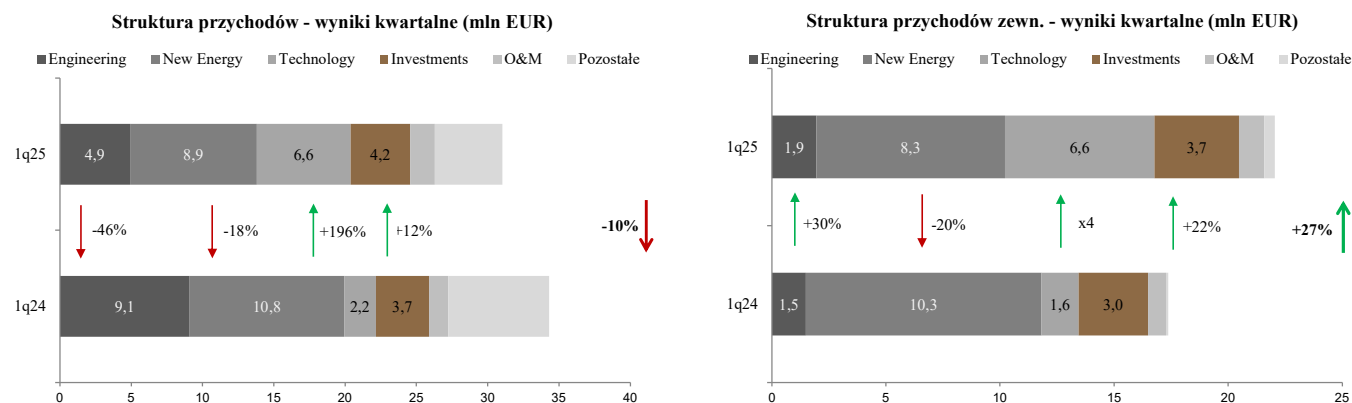
Wybrane dane finansowe (mln EUR)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	r/r	2024	2025P	r/r	% progn. NS
Przychody	17,4	23,9	22,9	25,1	22,0	27%	89,9	93,8	4%	24%
- z wyprodukowanej energii elektrycznej	3,7	8,7	8,9	3,4	4,2	12%	24,7	24,6	0%	17%
- z innych działalności	13,6	15,3	13,9	21,7	17,9	31%	65,2	69,2	6%	26%
EBIT	-1,4	2,3	0,4	-4,4	-0,8	-45%	-2,8	4,4	nd	nd
rentowność	-8%	9%	2%	-17%	-4%		-3%	5%		
EBITDA	0,8	5,3	3,8	-1,1	1,2	54%	8,7	15,9	82%	8%
- z wyprodukowanej energii elektrycznej	2,0	6,7	7,3	2,7	2,8		18,7	20,5		
- z innych działalności	-1,3	-1,4	-3,5	-3,8	-1,6		-10,0	-4,6		
Saldo działalności finansowej	-0,9	-4,9	-2,8	-2,6	-2,6		-11,1	-10,0		
Zysk netto	-1,3	-2,7	-3,0	-6,5	-3,7	188%	-13,1	-4,2	-68%	
rentowność	-7%	-11%	-13%	-26%	-17%		-15%	-4%		
Całkowity zysk netto	-1,1	-5,1	1,0	-4,6	0,0					
rentowność	-6%	-21%	4%	-18%	0%					
Dług netto	165,4	168,5	162,0	160,1	163,0	-1%	160,3	151,8	-5%	107%
Oper. CF	4,7	1,9	6,9	6,4	3,9	-18%	14,3	6,9	-52%	56%
CAPEX	1,9	2,5	2,9	0,7	3,6	86%	1,0	4,7	356%	76%
P/E	-	-	-	-	-					
EV/EBITDA	30,6	22,3	18,1	24,1	23,3		24,1	12,7		
DN/EBITDA	23,4	17,1	13,8	18,3	17,8		18,3	9,6		
wsk. zadłużenia kapitałów	28%	26%	27%	26%	25%		26%	25%		

Źródło: Photon, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowane przychody w 1Q24 wzrosły o 27% r/r (+4,5 mln EUR), a największe wzrosty dotyczyły obszaru Technology oraz Investment:

- W obszarze EPC (tj. realizacji inwestycji OZE, segment Engineering) przychody Photonu spadły do zaledwie 5 mln EUR (słaba koniunktura na rynku) i z uwagi na wysoki udział sprzedaży wewnętrznej EBITDA segmentu pozostaje ujemna (spółka wskazuje na silną presję marżową).
- 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. Udało się też zbliżyć na progu rentowności i mamy duże nadzieje wykazanie pozytywnego EBIT/EBITDA w całym 2025 r. (vs 1,4 mln zł straty EBITDA w 2024 r.)
- Główny obszar działalności, tj. produkcja energii elektrycznej z własnych źródeł (Investment) zanotował wzrost sprzedaży do 4,2 mln EUR (vs 3,7 mln EUR w 1Q24), z czego większość była tym razem kierowana do odbiorców zewnętrznych (przychody zewnętrzne wzrosły do ok. 3,7 mln EUR). Udało się uzyskać lepsze wyniki pomimo wciąż trudnego otoczenia w Rumunii (skutki zmiany modelu wynagradzania producentów OZE od jesieni'24) i na Węgrzech (wyłączonych było kilka instalacji) oraz sprzedaży 2 dużych elektrowni PV w Australii.
- Nowy obszar biznesowy budowany na bazie przejętej pod koniec 2022 r. spółki Lerta (segment New Energy) wygenerował nieco niższe wyniki (przede wszystkim spadek przychodów z polskiego rynku mocy z 7,3 do 5 mln EUR). Zważywszy na rozkład kontraktów mocowych, w kolejnych kwartałach należy spodziewać się dalszego zmniejszenia przychodów i zysków z tego tytułu. Segment ten ma wysokie koszty stałe, tak więc spadek przychodów odbija się negatywnie na wynikach; prognozujemy stratę w kolejnych kwartałach.
- Pozostałe obszary odpowiadały za łącznie ok. 1,5 mln EUR sprzedaży zewnętrznej. Zwracamy przy tym uwagę na wyraźny wzrost przychodów z usług utrzymaniowych (O&M), co wynika ze rosnącej bazy klientów; niestety brak przełożenia na generowany wynik (wciąż strata).

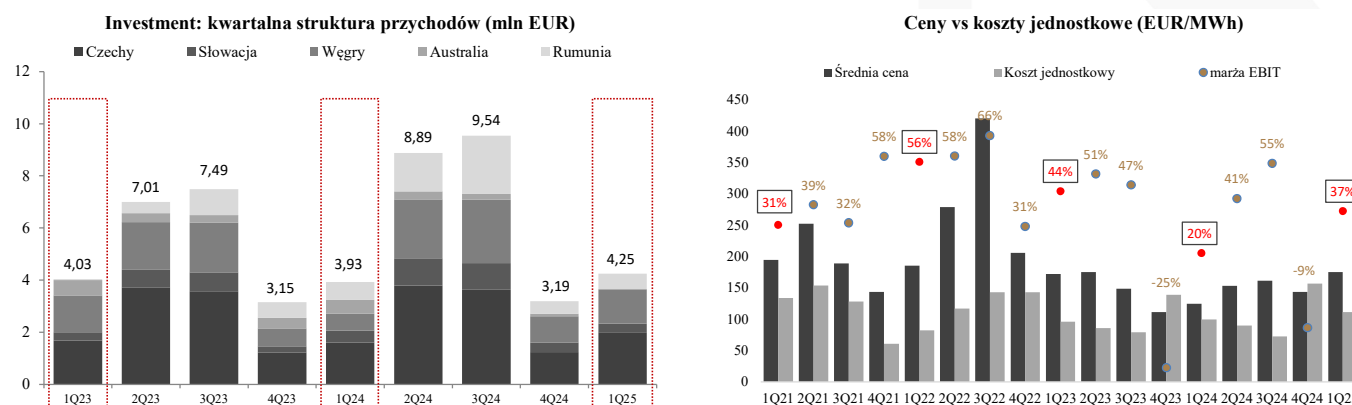
Wzrost przychodów zewnętrznych w głównych obszarach biznesowych



Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Segment Investment jest tradycyjnie słabszy w I kwartale, choć spółka generuje pozytywny wynik, zarówno EBIT jak i EBITDA. Źródłem wzrostu zysków były wyższe przychody (wzrost średnich cen o 40% r/r przy niższym o 20% wolumenie produkcji).

Wzrost cen zrekompensował spadek wolumenu, marże wróciły do normy



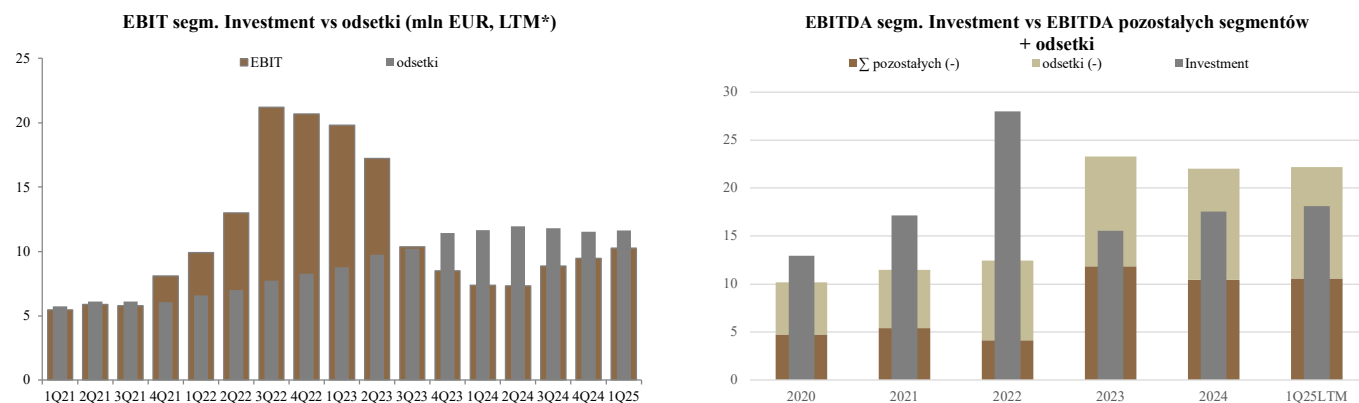
Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Zysk EBITDA został poprawiony o ponad 50%. Niestety wyniki Grupy wciąż opierają się tylko na dwóch biznesach: Investment oraz New Energy. Pozytywnie należy odebrać wzrosty w segmencie Technology, widzimy jednak ryzyka dla wyniku segmentu New Energy.

Koszty odsetkowe były zbliżone r/r, jednak przed rokiem Photon zanotował duży zysk na FX, czego nie było w 1Q25.

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

CAPEX w 1Q25 był jeszcze dość duży, co wynikało z kończonych kilku własnych projektów na Węgrzech. Ponieważ Photon planuje startować z nowymi inwestycjami najwcześniej w 3Q25 (a może się opóźnić), to w całym roku nie spodziewamy się istotnych wydatków.

Choć pozytywnie odbieramy kolejny kwartał z dodatnim przepływem z działalności operacyjnej, to jednak wynik był niższy r/r. Czynniki te, wraz z ograniczeniem inwestycji, powinien stabilizować sytuację bilansową i doprowadzić do spadku zadłużenia w kolejnych kwartałach. Wsparciem dla tych działań mogą być zapowiadane transakcje sprzedaży wybranych projektów.

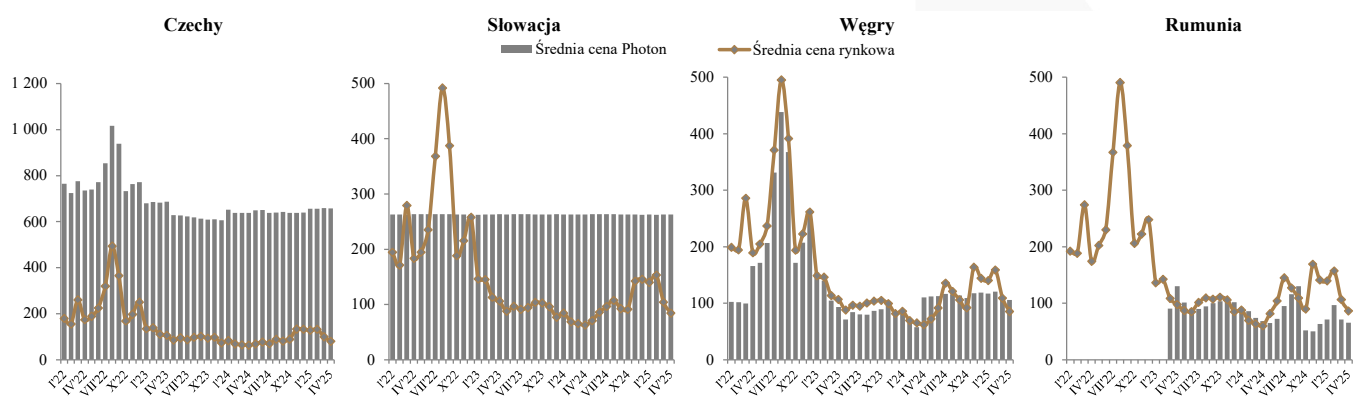
Po pierwszym kwartale Photon zrealizował tylko 8% prognozowanej przez nas EBITDA, jednak liczymy na wzrosty w kolejnych kwartałach: sezonowa poprawa w Investment, lepsze wyniki w Technology, wyższe marże w Engineering i O&M.

PERSPEKTYWY

Lekki wzrost średniej ceny (liczony dla całego portfela w okresie LTM)

Począwszy od maja'24 pojawił się trend wzrostowy cen energii na rynkach spot. Od dołka zanotowanego w IV'2024 (ok. 60 EUR/MWh) ceny rosły osiągając na przełomie 2024/25 roku poziom ok. 150 EUR/MWh. Niestety systematyczne zwiększanie podaży energii (szczególnie generacja PV) doprowadziło do spadku cen na rynku do ok. 85 EUR w kwietniu i ok. 70 EUR/MWh w maju br. Miało to swoje odzwierciedlenie w średnich cenach uzyskiwanych przez Photon, choć należy pamiętać o modelu sztywnych cen na rynku SK, częściowo sztywnych cen na rynku HU oraz bardzo wysokiemu wsparciu (tzw. green bonus) na rynku CZ.

Trend wzrostowy na cenach spot

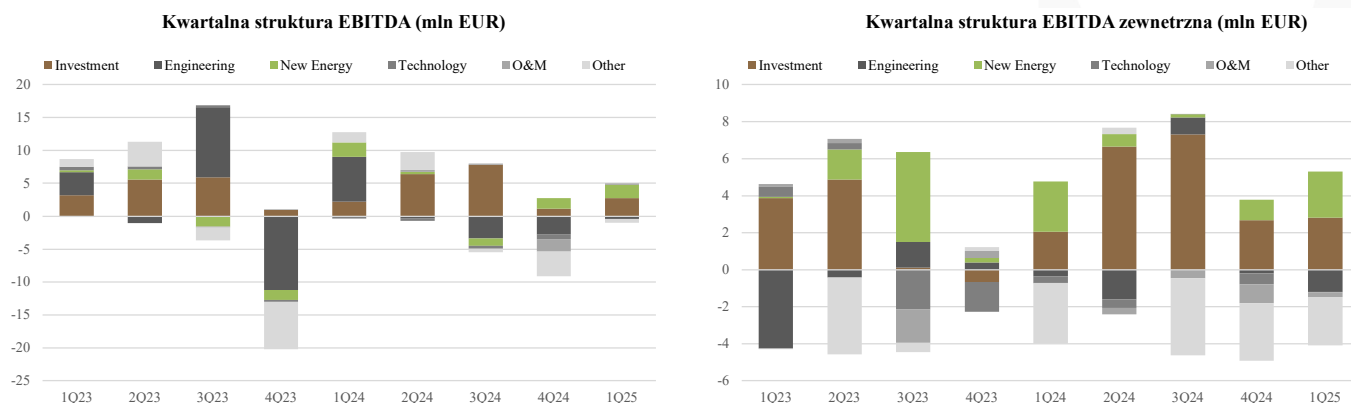


Źródło: OTE, OKTE, HUPX, OPCOM, Photon Energy, Noble Securities

Brak przełomu w strukturze wyników

Wyniki Photonu wciąż bazują przede wszystkim na zyskach (i OCF) generowanych ze sprzedaży wyprodukowanej energii z własnych instalacji PV (segment Investment) wspartej dochodami z rynku mocy w Polsce (segment New Energy). Pozytywnie oceniamy osiągnięcie poziomu break-even w segmencie Technology (dane za 1Q25), choć proces przebiega zbyt wolno i może nie być wystarczający w kontekście oczekiwanej poprawy zysków w całym 2025 r.

Zbyt duże uzależnienie od wyników jednego segmentu

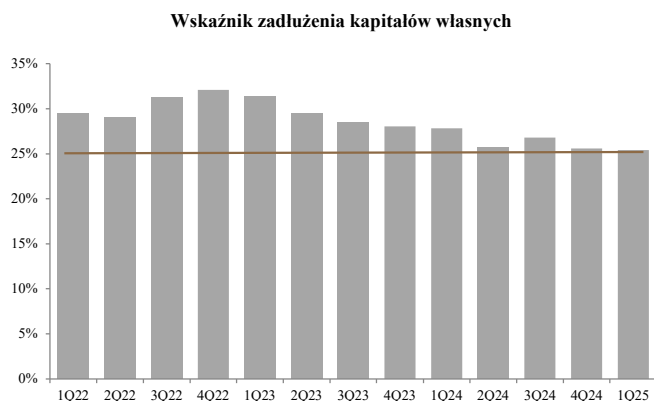


Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Ryzyko naruszenia kowenantów zielonych obligacji

W warunkach emisji tzw. zielonych obligacji (green bonds, ok. 80 mln EUR) zapisano, iż skorygowany wskaźnik zadłużenia kapitału (adjusted equity ratio, liczony jako suma zadłużenia odsetkowego i kapitału własnego odniesiona na kapitału własnego) nie może spaść poniżej 25%. Naruszenie tego warunku daje obligatariuszom prawo żądania wykupu obligacji. Wskaźnik ten znajduje się w trendzie spadkowym i po 1Q25 wyniósł 25,3%, a więc tuż powyżej poziomu zapisanego w warunkach emisji.

Kowenanty obligacyjne niebezpiecznie blisko naruszenia



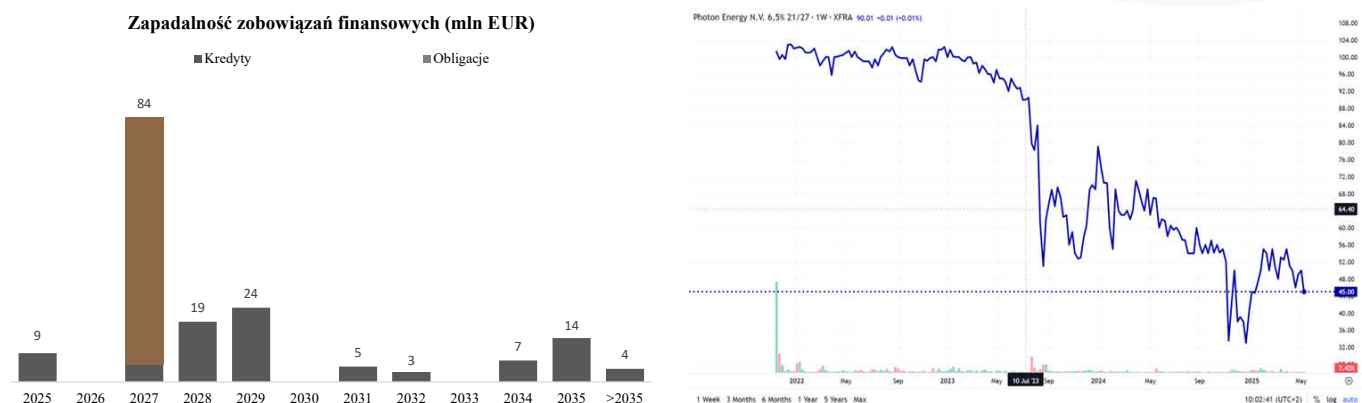
Źródło: Photon Energy, Noble Securities

Zarząd Photonu zwraca przy tym uwagę, iż spółka ma możliwość skorygowania wskaźnika w przypadku zmian legislacyjnych, wpływających negatywnie na wycenę aktywów (i w konsekwencji obniżających kapitały); takie zmiany miały miejsce na rynku węgierskim od 1.01.2025 i obniżyły wartość wybranych aktywów węgierskich. Po korekcie wskaźnik lekko wzrasta (do ok. 26%). Wskaźnik liczony jest dla danych rocznych, zaudytowanych. Naruszenie kowenantu w trakcie roku nie rodzi jeszcze ryzyka przymusowego wykupu obligacji, ale wskazuje na potencjalne problemy w przyszłości.

Wykup obligacji w listopadzie 2027 r. (80 mln EUR)

Nieuchronnie zbliża się termin wykupu zielonych obligacji. Jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, bez wyraźnej poprawy wyników w pozostałych segmentach trudno liczyć na wzrost OCF, a w konsekwencji stopniowe ograniczanie zadłużenia (i jego kosztów wynoszących obecnie 2,5-3 mln zł kwartalnie) oraz odbudowę pozycji gotówkowej. Nie widzimy możliwości sfinansowania wykupu w wyznaczonym terminie z bieżących przepływów. Obecnie obligacje są wyceniane bardzo nisko (ok. 50% kwoty nominalu), co wynika z bieżącej sytuacji finansowej spółki i może oznaczać problemy przy rolowaniu.

Płatności z tytułu zobowiązań i notowania green bonds



Źródło: Börse Frankfurt, Photon Energy, Noble Securities

OSTATNIE WYDARZENIA

14.02.2025 Obniżenie prognoz na 2024 r.

Zarząd po raz kolejny obniżył prognozowaną EBITDA do 8,7 mln EUR (vs 10 mln EUR wcześniej oczekiwane) oraz prognozowane przychody do 89,2 mln EUR (vs 90-100 mln EUR oczekiwane).

14.02.2025 Raport miesięczny za styczeń'2025

Spadek wolumenów był tak duży (-40% r/r), że nawet wzrost średniej ceny (150 EUR vs 129 EUR/MWh) nie pozwolił utrzymać przychodów na zbliżonym poziomie r/r.

19.02.2025 Raport kwartalny 4Q2024

Spadek zysków przy wyższych przychodach w 4Q24 to skutek wzrostu kosztów oraz kilku zdarzeń jednorazowych, o których spółkach 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 obniżać koszty jego obsługi.

14.03.2025 Raport miesięczny za luty'2025

Choć w lutym nastąpił pewien spadek wolumenu produkcji w efekcie braku generacji na rynku AU (łącznie -13% r/r), to jednak dzięki zwwyżce cen (+47% r/r, +26% m/m) udało się z nadwyżką pokryć te niedobory.

3.04.2025 Pozyskane nowe kontrakty na rynku mocy w PL

Photon pozyskał w ramach kwartalnych aukcji rynku mocy z dostawą w 2026 r. kontrakty o wartości ok. 30 mln zł (ok. 7 mln EUR). Łączne przychody z rynku mocy w PL w 2026 r. szacujemy na ok. 12,5 mln EUR (vs ok. 10 mln EUR w 2025 r.).

11.04.2025 Inwestycja w RayGen

Photon zainwestował dodatkowe 2 mln AUD w kolejnej rundzie dokapitalizowania spółki RayGen i posiada obecnie ok. 5,5% udziałów.

14.04.2025 Raport miesięczny za marzec'2025

Spadek wolumenu ale wyższe ceny. Przychody w górę o prawie 20%

24.04.2025 Raport roczny 2024

Wyniki roczne były zgodne z wcześniej publikowanymi danymi po 4 kwartałach.

15.05.2025 Raport miesięczny za kwiecień'2025

Dobre wyniki na rynku CZ oraz SK (wysokie ceny, niezłe wolumeny). Wciąż nie pracowało kilka instalacji w RO. Łączny wolumen był niższy aż o 25%, czego nie zdołały zrekompensować wyższe ceny. Przychody spadły o 10%.

16.05.2025 Nawiązanie współpracy z Hyperion Renewables, nowe kontrakty EPC w Rumunii

Podpisanie kontraktu na budowę instalacji PV w Rumunii o mocy 34 MWp dla klienta zewnętrznego.

16.05.2025 Raport kwartalny 1Q2025

Wyniki są lepsze r/r, jednak spodziewaliśmy się wyjścia na plus na poziomie EBIT (wynik netto wciąż dociążony odsetkami). Niestety sam segment Investment wsparty dochodami z rynku mocy w PL nie jest w stanie „zasypać” straty generowanej w innych obszarach. Ponadto niższy niż przed rokiem był OCF, a bez poprawy w innych biznesach i zwiększenia generacji gotówki trudno liczyć na poprawę sytuacji bilansowej i na odbicie kursu.

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

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



AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln EUR	2022	2023	2024	2025P nowa	2025P stara	zmiana	2026P nowa	2026P stara	zmiana	2027P nowa	2027P stara	zmiana
Przychody	94	71	89	94	81	15%	99	111	-10%	117	122	-3%
Engineering	15	27	32	22	33		33	15		15	15	
New Energy (Lerta)	0	30	36	23	28		25	51		36	60	
Technology	65	24	13	25	21		40	10		32	12	
Investment	35	21	25	25	25		28	31		32	31	
O&M	5	6	10	10	8		11	10		13	10	
EBITDA	24	4	9	16	17	-7%	22	24	-6%	30	28	8%
Engineering	2	2	0	-1	1		1	2		2	2	
New Energy (Lerta)	0	-1	3	0	4		1	6		4	10	
Technology	7	1	-2	1	1		2	1		2	1	
Investment	28	16	18	18	18		21	23		25	23	
O&M	0	0	-2	1	1		1	1		1	1	
Other+eliminacje	-13	-13	-9	-3	-9		-3	-8		-2	-8	
Zysk netto	6	-16	-13	-4	-3	nd	1	1	36%	6	5	28%
CAPEX	28	23	1	5	31		31	1		1	1	
Dług netto	132	166	160	152	181	-16%	169	174	-3%	152	160	-5%
P/E	8,0	nd	nd	nd	nd		40,6	235,5		8,3	45,4	
EV/EBITDA	7,6	58,4	24,1	12,7	13,6		9,9	16,4		6,8	13,5	

Źródło: Photon Energy, P - prognozy Noble Securities

Wpływ na zmianę prognoz miały:

- Gorsze prognozy dla segmentu Engineering wynikające z gorszej koniunktury na rynku i kłopotów z utrzymaniem rentowności na realizowanych kontraktach,
- Obniżenie oczekiwań dot. poziomu kontraktacji na rynku mocy w PL i w konsekwencji niższe prognozowane dochody i zyski w segmencie New Energy,
- Opóźnienia w uruchamianiu nowych instalacji własnych,
- + Wyższe przychody w segmencie Technology po bardzo udanym 1Q25.

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat (mln EUR)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	95	71	90	94	99	117
EBIT	17	-5	-3	4	11	16
Koszty i przychody finansowe netto	-8	-11	-11	-10	-9	-8
Zysk przed opodatkowaniem	9	-16	-14	-6	2	8
Podatek dochodowy	2	-1	-1	-1	0	2
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	6	-16	-13	-4	1	6
Zysk netto powtarzalny	6	-16	-13	-4	1	6
Amortyzacja	9	11	11	11	12	14
EBITDA	26	4	9	16	22	30

Źródło: Photon Energy (2022-2024), Noble Securities (2025-2027)

Skonsolidowany bilans (mln EUR)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa	254	277	273	262	284	280
Aktywa trwałe	189	225	217	209	227	214
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	156	186	175	167	186	172
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	15	15	15	15	15	15
Inne aktywa trwałe	17	24	27	27	27	27
Aktywa obrotowe	65	52	56	53	56	66
Zapasy	20	14	7	7	7	9
Należności	19	21	28	29	31	37
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	24	16	17	15	16	19
Inne aktywa obrotowe	1	2	4	2	2	2
Pasywa	254	277	273	262	284	280
Kapitał własny	71	70	60	57	58	64
Zobowiązania długookresowe	150	178	168	138	49	39
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	138	165	155	125	37	26
Inne	12	14	13	13	13	13
Zobowiązania krótkookresowe	34	30	45	68	177	178
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	12	14	20	42	148	144
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	12	9	17	17	19	22
Inne	10	6	9	9	10	11

Źródło: Photon Energy (2022-2024), Noble Securities (2025-2027)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych (mln EUR)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Zysk brutto	9	-16	-14	-6	2	8
Amortyzacja	9	11	11	11	12	14
Zmiana kapitału obrotowego	11	2	-10	0	1	2
Podatek dochodowy zapłacony	-2	-5	1	1	0	-2
CF operacyjny	3	7	14	7	12	18
CAPEX	-28	-23	-1	-5	-31	-1
Inwestycje kapitałowe	-6	-3	0	0	0	0
Inne	3	0	0	0	0	0
Inwestycje w instrumenty dłużne	-3	0	0	3	0	0
CF inwestycyjny	-33	-27	-1	-2	-31	-1
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	20	30	-4	-8	18	-15
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	9	14	-10	-8	18	-15
CF	-21	-5	3	-3	0	2
Stan środków pieniężnych na początek okresu	33	11	6	8	6	6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	11	6	8	6	6	8

Źródło: Photon Energy (2022-2024), Noble Securities (2025-2027)

Wybrane wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
marża EBITDA	27,3%	5,2%	9,7%	16,9%	22,4%	25,4%
marża EBIT	17,9%	-7,4%	-3,1%	4,7%	10,7%	13,9%
marża netto	6,6%	-22,2%	-14,6%	-4,5%	1,2%	5,2%
Dług netto (mln EUR)	132	166	160	152	169	152
Dług netto/EBITDA (x)	5,1	44,8	18,4	9,6	7,6	5,1
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)	3,0	3,1	3,5	3,8	3,7	3,3

Źródło: Photon Energy (2022-2024), Noble Securities (2025-2027)

Roczne stopy wzrostu	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	162%	-26%	27%	4%	6%	18%
EBITDA	160%	-86%	135%	82%	40%	34%
EBIT	-2486%	-131%	-47%	-260%	140%	53%
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	-199%	-349%	-16%	-68%	-130%	388%
Zysk netto powtarzalny	-199%	-349%	-16%	-68%	-130%	388%

Źródło: Photon Energy (2022-2024), Noble Securities (2025-2027)

Wyniki wg segmentów (mln EUR)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	94	71	89	94	99	117
Engineering	15	27	32	22	33	15
New Energy (Lerta)	0	30	36	23	25	36
Technology	65	24	13	25	40	32
Investment	35	21	25	25	28	32
O&M	5	6	10	10	11	13
Other+eliminacje	-26	-37	-26	-11	-38	-11
EBITDA	24	4	9	16	22	30
Engineering	2	2	0	-1	1	2
New Energy (Lerta)	0	-1	3	0	1	4
Technology	7	1	-2	1	2	2
Investment	28	16	18	18	21	25
O&M	0	0	-2	1	1	1
Other+eliminacje	-13	-13	-9	-3	-3	-2

Źródło: Photon Energy (2022-2024), Noble Securities (2025-2027)

Wybrane wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+ (EUR)	0,11	-0,26	-0,21	-0,07	0,02	0,10
Revenue (mln EUR)	95	71	90	94	99	117
EBIT (mln EUR)	17	-5	-3	4	11	16
EBITDA (mln EUR)	26	4	9	16	22	30
Net Income Adj+ (mln EUR)	6	-16	-13	-4	1	6
Net debt (mln EUR)	132	166	160	152	169	152
BPS (EUR)	1,18	1,14	0,99	0,93	0,95	1,05
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	12	14
Free Cash Flow (mln EUR)	-21	-5	3	-3	0	2
CAPEX (mln EUR)	28	23	1	5	31	1

Źródło: Photon Energy (2022-2024), Noble Securities (2025-2027)

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

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 MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

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

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

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

Rekomendacja

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

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Rekomendację: Michał Sztablier

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji 20.05.2025 o godz. 16:45. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 20.05.2025 o godz. 17:00.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporzędził (3)
Mabion	nd	15,00	10,30	10,26	46%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	16,50	15,14	17,10	-4%	08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60	10,70	34%	06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00	637,00	-19%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,30	27,85	30,40	3%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37	7,94	56%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00	637,00	-20%	07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	25,20	67%	02.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,30	19,60	19,70	23%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30	32,95	81%	24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	358,40	488,20	533,80	-33%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32	9,59	3%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00	637,00	-20%	13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50	4,10	10%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23 300,00	18 140,00	15970,00	46%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32	18,78	35%	03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20	23,65	59%	21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	39,20	1%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	81,84	-1%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40	27,80	22%	06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40	3,50	53%	03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Trzymaj	26,80	28,15	30,40	-12%	13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	215,60	13%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10	21,80	10%	16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40			12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	230,40	-3%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	22,85	-2%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	6,23	-15%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	7,94	56%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	8,44	109%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	37,40	89%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	7,38	-47%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	302,00	31%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	18,38	13%	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			14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	63,50	30%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	9,58	-36%	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	34,60	270%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	433,00	33%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	215,60	189%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	10,26	69%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	21,40	18,30	19,76	8%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47			09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20			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			19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	20,60	76%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	569,00	45%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00			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
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

(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, MPWsobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Mateusz Chrzanowskimateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrotdariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawskijacek.borawski@noblesecurities.pl

Analiza techniczna

