

Sonel – kurs z premią do rynku

Ostatnie miesiące przyniosły wyhamowanie popytu na mierniki, a pogorszenie koniunktury przeciągnie się najprawdopodobniej na I połowę przyszłego roku. Skorygowaliśmy nieco oczekiwania dotyczące wzrostu przychodów spółki, choć rentowności są lepsze od naszych prognoz. Znacznie lepiej radzi sobie segment liczników, niepowiązany z koniunkturą w podstawowym biznesie. Sonel wyceniany jest z wyraźną premią w stosunku do firm porównywalnych (Aplisens, Apator), co może ograniczać wzrost kursu na słabszym rynku. W dłuższym terminie pozostajemy optymistyczni. Nasza wycena nie zmieniła się znacząco w porównaniu do poprzedniego raportu (16,6 zł vs 15,8 zł) i jest o 8% wyższa od obecnego kursu.

Trend wzrostowy na marżach, ale i wyższe koszty ogólne

Od kilku kwartałów obserwujemy poprawę rentowności Sonela (liczonej na poziomie zysku brutto na sprzedaży), co wiążemy z wyhamowaniem wzrostu cen komponentów oraz rozbudową oferty o nowoczesne produkty tworzone na bazie platformy e-Sonel. Jednocześnie wzrosła marża na sprzedaży liczników w spółce Foxytech.. Dynamicznie rosną także koszty ogólne (koszty pracy, rozbudowa grupy o podmiot niemiecki), co częściowo ogranicza pozytywny impuls wynikający ze wzrostu marży.

Niepełna realizacja celów Strategii 2022-24

Cele ustalone w strategii 2022-24 (po korekcie dokonanej w maju '23) nie zostaną naszym zdaniem w pełni zrealizowane. Wykonanie planu przychodów wyniesie zapewne ok. 90%, nieco niżej od planu ukształtuje się wskaźnik ROE. Najważniejsze jednak, że Sonel pozostaje spółką dywidendową, dzieląc się w każdym roku zyskiem z akcjonariuszami. Na początku przyszłego roku spodziewamy się ogłoszenia nowej Strategii na lata 2025-27 z równie ambitnymi celami.

Nieco słabsze perspektywy na 2025 r.

Na ostatniej konferencji zarząd wskazał na widoczne spowolnienie na rynku i zmniejszenie zamówień, a 1Q25 jest wyzwaniem. Presja cenowa jest wyższa w obszarze montażu kontraktowego, gdzie zwiększona podaż usług (efekt ograniczenia zamówień na rynku niemieckim) zderzyła się z hamującym popytem.

Przyszłość Foxytecha

Nieco słabsze perspektywy w horyzoncie roku 2025 ma przed sobą Foxytech. Choć backlog jest tylko niewiele niższy niż plan przychodów na 2024 r., to jednak powrót marży do długoterminowej średniej może obniżyć zyski. Jest to biznes silnie uzależniony od przetargów na nowe liczniki smart, co z kolei wiąże się z programem wymiany liczników w Polsce (przewidziany do ukończenia w 2028 r.). Dlatego w dłuższej perspektywie zakładamy spadek przychodów w tym segmencie, a Sonel musi podjąć strategiczną decyzję związaną z przyszłością tego podmiotu w Grupie.

Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (17,6 zł) oraz porównawczą (13,1 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć cenę docelową (9M) na 16,6 zł.

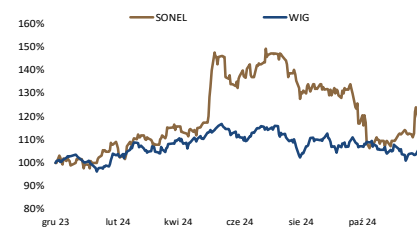
mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	158,1	180,0	214,5	239,8	247,9	229,2
EBITDA	23,2	24,1	31,3	33,5	37,3	39,4
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,7	14,6	17,1	19,6	22,5	23,9
EPS	1,05	1,04	1,22	1,40	1,61	1,70
DPS	0,50	0,60	0,70	1,12	0,67	0,36
P/E (x)	14,7	14,8	12,6	11,0	9,6	9,0
EV/EBITDA (x)	8,8	8,6	6,3	6,3	5,5	5,1

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 12.12.2024 o godz. 11:25. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 12.12.2024 o godz. 11:30.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLEWSKI

Kurs akcji	15,40 zł
Cena docelowa (9M)	16,61 zł
Potencjał wzrostu	8%
Kapitalizacja	216 mln zł
Free float	34,0%
Śr. wolumen 6M	1 170



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Producent przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Fundacja Rodzinna Vesper	22,5%
K. Folta	21,1%
Allianz OFE	10,0%
Futuro Fundacja Rodzinna	8,4%
T. Sołkiewicz	7,1%
J. Walulik	6,9%
Pozostali	24,0%

Źródło: Sonel, Noble Securities

Michał Sztabler

Analitik akcji

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

SPIS TREŚCI:

WYCENA.....	3
REALIZACJA CELÓW STRATEGICZNYCH I PERSPEKTYWY 2025.....	6
OSTATNIE WYDARZENIA.....	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
ZASADY ESG.....	9
AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH.....	10
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE.....	11
ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	13

WYCENA

Wartość jednej akcji Sonel SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2024-26) oraz DCF. Na tej podstawie **wyznaczyliśmy cenę docelową akcji na 16,6 zł** (koszt kapitału 10,7%). Dla porównania poprzednio wyznaczyliśmy wartość bieżącą w wysokości 15,8 zł. Spółki zagraniczne wyceniane są z dużą premią do Sonela, co jest trwałą tendencją (w dużej części są to spółki globalne – dywersyfikacja geograficzna, nierzadko operujące w wielu segmentach – dywersyfikacja produktowa) i dlatego zostały wyłączone z wyceny i podane jedynie dla celów poglądowych.

Podwyższenie wyceny wynika przede wszystkim ze zmiany parametrów modelu DCF (głównie premia za ryzyko). Prognozy zostały nieznacznie obniżone w porównaniu z poprzednim raportem.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	17,62	14,33	23%
Wycena porównawcza - kraj	50%	13,12	14,71	-11%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	38,73	37,18	4%
Średnia ważona metod		15,37	14,52	6%
Cena docelowa (9M)		16,61	15,78	5%
Cena aktualna		15,40		
Potencjał		8%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Gotówka netto na dzień 31.12.2023 w wysokości 17,6 mln zł, udziały niesprawujące kontroli w kwocie 5,7 mln zł,
- Niższa efektywna stopa podatkowa (ulga B+R),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%,
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6% (poprzednio 5,7%), premia za ryzyko w wysokości 5,15% (poprzednio 5,8%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	240	248	229	249	270	294	301	331	364	401
NOPAT	21	23	24	26	35	38	41	44	48	51
Amortyzacja	11	12	14	15	9	10	11	13	15	17
Zmiany KON	-13	0	4	-5	-4	-7	-1	-8	-8	-9
CAPEX	-18	-15	-27	-34	-21	-22	-25	-27	-30	-33
FCFF	1	21	15	3	19	18	26	22	24	26
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,90	0,81	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40
DFCF	1	19	12	2	13	11	14	11	11	10
SUMA DFCFF do 2033	103									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2033	332									
Zdyskontowana wartość rezydualna	132									
Wartość Firmy (EV)	235									
Dług netto 31.12.2023	-18									
Udziałowcy mniejszościowi	6									
Wartość kapitałów własnych	247									
Liczba akcji (w tys.)	14,0									
Wartość na 1 akcję	17,6									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	17,7	18,7	19,8	21,2	23,0
WACC - 0,5%	16,8	17,7	18,7	19,9	21,4
WACC	16,0	16,7	17,6	18,7	20,0
WACC + 0,5%	15,2	15,9	16,7	17,6	18,8
WACC + 1,0%	14,5	15,1	15,8	16,7	17,7

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Efektywna stopa podatkowa	10,1%	10,4%	10,3%	9,7%	9,6%	9,3%	9,1%	9,0%	8,9%	8,7%
Koszt długu	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%
Koszt długu po tarczy	6,81%	6,78%	6,79%	6,84%	6,84%	6,86%	6,88%	6,89%	6,90%	6,91%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Aparator	558	8,1	9,3	9,4	4,6	4,8	4,5
Aplisens	210	9,4	8,2	7,5	4,8	4,1	3,6
Mediana		8,8	8,8	8,5	4,7	4,4	4,0
Implikowana wartość godziwa Sonel		9,2	9,2	10,3	8,7	8,3	10,3
Waga		10%	20%	20%	10%	20%	20%
Implikowana wartość godziwa Sonel							13,1

Źródło: Wskaźniki liczone dla prognoz sporządzonych przez Noble Securities, dane na 12.12.2024 r. godz. 9:10

Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Honeywell	604 541	23,0	20,8	18,9	17,0	15,3	14,4
Schneider Electric	608 874	30,3	26,4	23,5	19,9	17,7	16,0
Emerson	302 521	23,8	21,9	20,3	18,4	16,8	16,0
Fortive	110 234	20,3	18,8	17,2	17,1	15,9	15,2
Yokogawa	25 173	15,8	17,2	16,5	8,5	8,2	7,9
Itron	20 916	21,4	22,7	19,6	18,2	17,3	14,9
Badger Meter	28 371	55,6	47,6	44,5	36,0	32,4	29,3
ESCO	15 091	34,7	30,0	26,1	17,4	16,4	14,5
Vaisala Oyj	7 397	29,6	25,2	21,2	17,4	15,3	13,7
Nedap	1 543	17,4	14,0	12,4	10,9	9,2	8,5
Mediana		23,4	22,3	20,0	17,4	16,2	14,7
Implikowana wartość godziwa Sonel		24,5	23,3	24,4	29,6	28,5	34,1
Waga		10%	20%	20%	10%	20%	20%
Implikowana wartość godziwa Sonel							38,7

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 12.12.2024 r. godz. 9:10

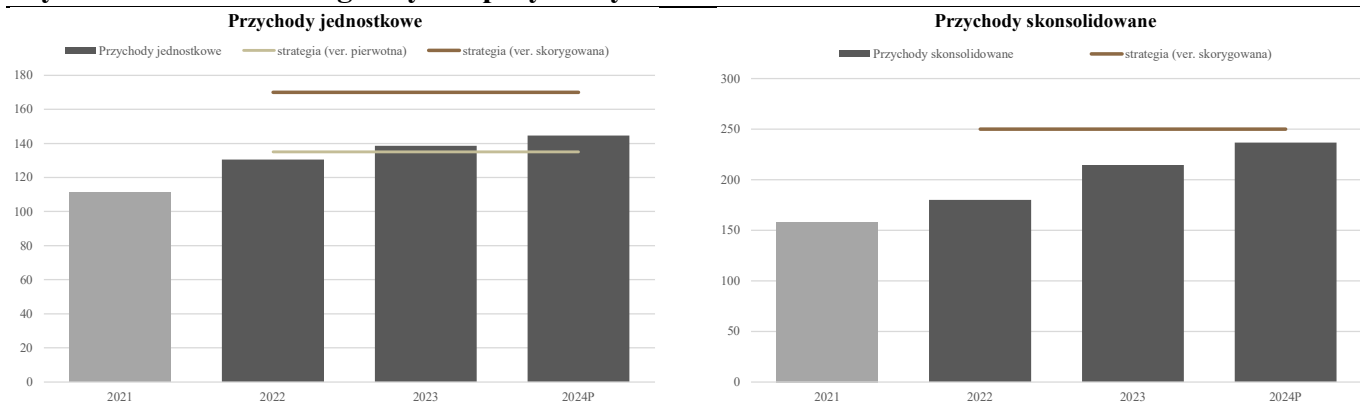
REALIZACJA CELÓW STRATEGICZNYCH I PERSPEKTYWY 2025

Wykonanie celów strategii 2022-24

Cele ustalone w strategii 2022-24 (po korekcie dokonanej w maju'23) nie zostaną naszych zdaniem w pełni zrealizowane.

Wykonanie planu przychodów wyniesie zapewne ok. 85% na poziomie jednostkowym i ok. 95% na poziomie skonsolidowanym.

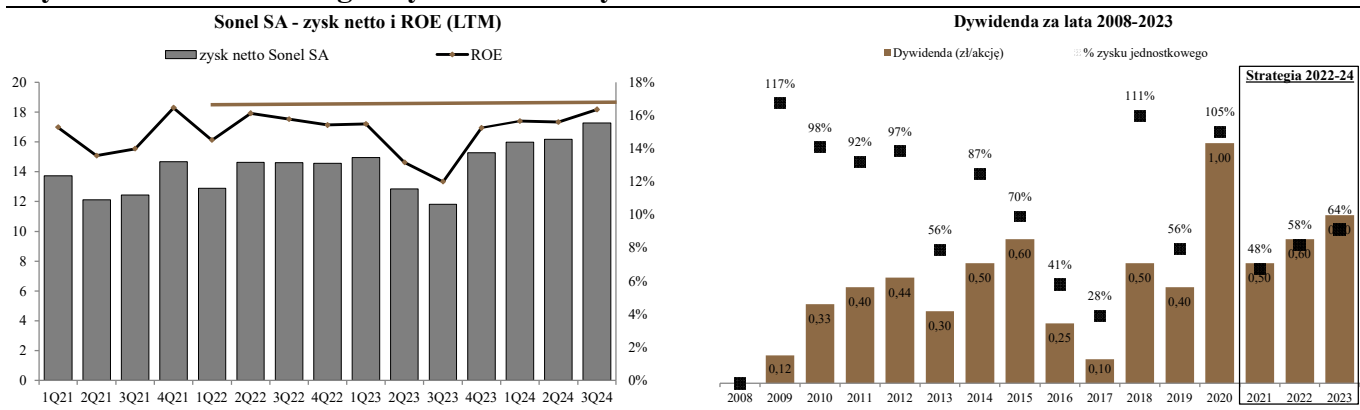
Wykonanie celów strategicznych - przychody



Źródło: Sonel, Noble Securities

Znacznie lepiej będzie w przypadku planowanej rentowności ROE. Cel został ustawiony na 17% (jednostkowo) na koniec 2024 r. Po 3 kwartałach br. udało się uzyskać 16,35%, jednak nie liczymy na dalszy wzrost w ostatnim kwartale.

Wykonanie celów strategicznych – ROE i dywidenda



Źródło: Sonel, Noble Securities

Sonel pozostaje spółką dywidendową, dzieląc się w każdym roku zyskiem z akcjonariuszami. W latach 2022-24 spółka wypłaciła łącznie 25,2 mln zł (1,8 zł/akcję), co stanowi prawie 60% wypracowanego zysku netto.

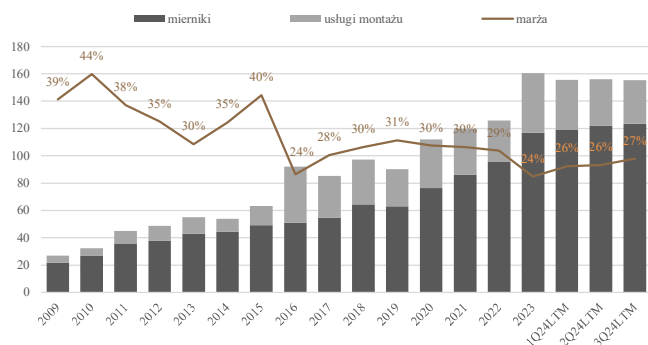
Zarząd zapowiedział publikację nowej Strategii na lata 2025-27 na początku przyszłego roku. Spodziewamy się utrzymania ambitnych celów, w tym tempa wzrostu przychodów (15-20% rocznie) oraz poziomu ROE (17%), przy zachowaniu dywidendowego charakteru spółki. W naszych prognozach pozostajemy bardziej zachowawczy w odniesieniu do sprzedaży (ok. 10% wzrostu przychodów z core-biznesu, spadek w Foxytechu), ale wypracowanie odpowiedniego ROE, a tym bardziej przyszłe wypłaty dywidendy nie są zagrożone.

Wzrost rentowności, zarówno części miernikowo-usługowej (Sonel) jak i w licznikowej (Foxytech)

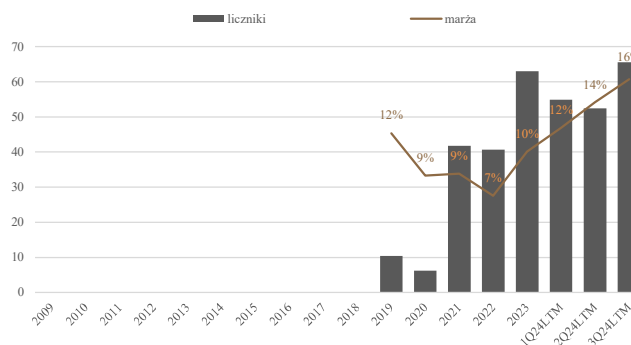
Od kilku kwartałów obserwujemy poprawę rentowności Sonela (liczonej na poziomie zysku brutto na sprzedaży), co wiążemy z wyhamowaniem wzrostu cen komponentów oraz rozbudową oferty o nowoczesne produkty tworzone na bazie platformy e-Sonel. Wzrosła też marża na sprzedaży liczników. Znaczący wzrost rentowności Foxytecha (do ok. 15% na poziomie brutto na sprzedaży, +5 pp. vs wcześniejsze okresy) wynika z lepszych warunków rozliczenia dostaw (korzystna relacja EUR/PLN) i nie zakładamy ich utrzymania w następnych latach.

Wzrost rentowności w głównych liniach biznesowych

Przychody i marża brutto na sprzedaży (mierniki+usługi)



Przychody i marża brutto na sprzedaży (liczniki)



Źródło: Sonel, Noble Securities

Dynamicznie rosną także koszty ogólne (przyczyny: wzrost kosztów pracy, rozbudowa grupy o podmiot niemiecki, jednorazowe wydatki związane z jubileuszem firmy), co częściowo ogranicza pozytywny impuls wynikający ze wzrostu pierwszej marży.

Nieco słabsze perspektywy dla core biznesu na 2025 r.

Na ostatniej konferencji zarząd wskazał na widoczne spowolnienie na rynku i zmniejszenie zamówień. Tempo wzrostu przychodów kształtuje się poniżej planów (efektem są m.in. rosnące zapasy gotowych produktów) i spodziewamy się utrzymania tej tendencji jeszcze w I połowie przyszłego roku. Presja cenowa jest wyższa w obszarze montażu kontraktowego, gdzie zwiększona podaż usług (efekt ograniczenia zamówień na rynku niemieckim) zderzyła się z hamującym popytem. Dlatego też jesteśmy bardziej ostrożni w naszych prognozach dla Sonela na 2025 r. Zakładamy dalszy spadek przychodów (choć z niższą dynamiką r/r) w obszarze usług montażu i wolniejszy wzrost w miernikach. Choć rynek mierników przeżywa pewne trudności, to w przypadku spółki ze Świdnicy pozytywnie wpływać powinna dalsza rozbudowa oferty o produkty tworzone w oparciu o nową architekturę (do końca 2024 r. wszystkie produkty powinny już współpracować z platformą e-Sonel), rosnący popyt na urządzenia dla OZE (szczególnie w obszarze dużej fotowoltaiki czy elektromobilności) oraz wzrost sprzedaży w Niemczech (na bazie nowoutworzonej spółki JV).

Nieco słabsze perspektywy w horyzoncie roku 2025 ma przed sobą Foxytech. Backlog co prawda jest tylko niewiele niższy niż plan przychodów na 2024 r. (w podpisanych kontraktach 60-76 mln zł) to jednak powrót marży do długoterminowej średniej może obniżyć zyski. Jest to biznes silnie uzależniony od przetargów na nowe liczniki smart, co z kolei wiąże się z programem wymiany liczników w Polsce (przewidziany do ukończenia w 2028 r.). Po wygaśnięciu popytu związanego z tym programem wyzwaniem dla Foxytecha stanie się utrzymanie poziomu sprzedaży, gdyż jego pozycja na rynku krajowym nie jest silna (dostarcza liczniki tylko do jednego odbiorcy – Tauron Dystrybucja), a eksportu nie prowadzi. Dlatego w dłuższej perspektywie zakładamy spadek przychodów w tym segmencie.

Sonel prowadzi obecnie przegląd opcji strategicznych poszukując najlepszych dla całej grupy ścieżek rozwoju. Niewykluczone, że ostatecznie Foxytech zostanie sprzedany (nie jest to dla nas scenariusz podstawowy, dlatego nie uwzględniamy tego w prognozach), jako że jest to podmiot najmniej powiązany z core biznesem. Według deklaracji zarządu, żadna decyzja nie została jeszcze podjęta, a Sonel nie składał ofert sprzedaży swojego pakietu akcji w Foxytechu.

OSTATNIE WYDARZENIA

07.05.2024 Podpisanie umowy spółki JV operującej na rynku niemieckim

Sonel poinformował o podpisaniu (z około 3-miesięcznym opóźnieniem) umowy z partnerem niemieckim i powołaniu spółki mającej obsługiwać sprzedaż na tamtym rynku. Utworzenie nowego podmiotu nie oznaczało niestety możliwości rozpoczęcia sprzedaży w ramach tego porozumienia, na co należało poczekać jeszcze kilka miesięcy.

23.05.2024 Rozpoczęcie przeglądu opcji strategicznych

Przegląd opcji dotyczy wszystkich podmiotów zależnych Grupy Kapitałowej Sonel. Jego celem jest uzyskanie informacji, a następnie wybór najkorzystniejszego działania w zakresie realizacji strategii długoterminowej. Dotychczas spółka nie podjęła żadnych decyzji w tej kwestii.

29.05.2024 Raport kwartalny 1Q24

W I kwartale Sonel uzyskał wyniki lepsze r/r, wyższe od naszych prognoz. Zwracamy uwagę na ponadprzeciętny wzrost marży co pozwoliło zniwelować lekki spadek przychodów i wzrost kosztów ogólnych. Sonel ma ultra bezpieczny bilans i zamierza kontynuować politykę dywidendową.

20.06.2024 Decyzja WZA dot. wypłaty dywidendy

Akcjonariusze podjęli uchwałę o przeznaczeniu na dywidendę kwoty 9,8 mln zł, co oznacza 0,8 zł/akcję. Decyzja ta jest zgodna z wcześniejszymi deklaracjami zarządu.

12.07.2024 Zmiany w akcjonariacie

Jeden z głównych akcjonariuszy, p. M. Nowakowski zbył wszystkie posiadane akcje (8,4% kapitału) na rzecz Futuro Fundacji Rodzinnej.

18.07.2024 Zmiany w akcjonariacie

Główny akcjonariusz i były prezes Sonela, p. K. Wieczorkowki zbył wszystkie posiadane akcje (22,5% kapitału) na rzecz Fundacji Rodzinnej Vesper.

05.08.2024 Podpisanie przez Foxytech umów na dostawy liczników dla Tauron Dystrybucja

Wartość umowy wynosi 59 mln zł z opcją zwiększenia zamówień o 18 mln zł. Realizacja pierwszej dostawy przewidziana jest na początku 2025 r. Dostawy w ramach kolejnych kontraktów zapewniają ciągłość produkcji i sprzedaży Foxytecha. Backlog na 2025 r. wynosi więc ponad 75 mln zł (o ile zamawiający skorzysta z opcji), czy jest zbliżony wartościowo do planowanej na 2024 r. sprzedaży.

23.08.2024 Rejestracja nowej spółki zależnej w Niemczech i rozpoczęcie działalności operacyjnej

Niemiecki rejestr spółek wpisał spółkę MBS Sonel GmbH (JV Sonela i niemieckiego partnera MBS), co umożliwiło rozpoczęcie działalności operacyjnej. Nowy podmiot będzie zajmował się sprzedażą produktów Sonela, a także będzie prowadzić działalność gospodarczą w zakresie sprzedaży, certyfikacji, montażu, serwisu, obsługi posprzedażowej produktów spółki-matki.

27.09.2024 Raport półroczny 1H24

W II kwartale Sonel uzyskał wyniki niższe r/r, wyraźnie gorsze od naszych prognoz. Zwracamy uwagę na ponadprzeciętny wzrost kosztów ogólnych, co przy nieco niższej sprzedaży spowodowało zysk końcowy do bardzo niskich poziomów. Dodatkowo stratę wykazał Foxytech.

28.11.2024 Raport kwartalny 3Q24

W III kwartale Sonel uzyskał wyniki wyższe r/r, na poziomie zysków lepsze od naszych prognoz. Zgodnie z oczekiwaniami „odpalił” segment licznikowy (Foxytech). Zwracamy uwagę na ponadprzeciętny wzrost rentowności (pomimo wysokiego udziału niskomarzowej sprzedaży liczników), co pozwoliło pokryć widoczny w całym 2024 r. przyrost kosztów ogólnych. Skumulowanie znaczących wydatków w 3Q24 (dywidenda, kapitał obrotowy) skutkowało zwiększeniem zadłużenia i pojawił się dług netto.

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Kary za opóźnienia w realizacji kontraktów

Wejście w rynek zamówień publicznych (dotyczy segmentu liczników energii elektrycznej – firma zależna Foxytech) stwarza ryzyka wynikające z bardzo restrykcyjnych warunków kontraktów, szczególnie dotyczących opóźnień w dostawach produktów. Wysoka jednostkowa wartość umów na dostawy liczników (rzędu kilkudziesięciu mln zł) sprawia, że kary umowne również są dotkliwe. Zagrożenia z tym związane widoczne są szczególnie w obecnej trudnej sytuacji na rynku komponentów elektronicznych i zachwianych łańcuchów dostaw.

Ryzyko istotnego spadku zamówień od podmiotów z grupy Lincoln

Ryzyko ograniczenia zamówień od podmiotów z tej grupy związane z dywersyfikacją łańcucha dostaw partnera może istotnie odbić się na wynikach Sonela. Spółka korzysta na skali produkcji uzyskując synergii w różnych obszarach działalności (np. wzrosła siła przetargowa u dostawców). Zahamowanie współpracy skutkowałoby dużą bezwładnością w zakresie ograniczania aktualnie rozwiniętych zasobów. Czynniki ten częściowo zmaterializował się w 2024 r.

Ryzyko związane z utratą dofinansowania

Ryzyko związane jest z ewentualnym brakiem pozytywnej oceny realizacji programu przez organy kontrolne (krajowe i unijne). Kwota dofinansowania jest na tyle znaczna (w ostatnich latach ok. 2 mln zł dotacji + 2 mln zł ulgi CIT rocznie), że zarząd liczy się z wieloma kontrolami i potencjalnym zagrożeniem podważania poprawności realizacji programu. Spółka przeciwdziałała temu zagrożeniu poprzez szkolenie pracowników i ścisłą współpracę z instytucjami sprawującymi nadzór nad rozdziałem i rozliczaniem środków.

ZASADY ESG

Sonel jest firmą, która w pełni wykorzystuje swój potencjał produkcyjny, optymalizuje koszty bezpośrednio, przy ciągłym utrzymaniu wysokiej jakości, poprawie bezpieczeństwa pracy oraz prowadzeniu działań na rzecz ochrony środowiska.

Sonel aktywnie uczestniczy w życiu regionu, wspierając różne inicjatywy społeczne (kluby sportowe, festiwal Bachowski, program „Zalogowani” czy „Zostańcie z nami” i wiele innych), dodatkowo podpisano umowę współpracy z Zespołem Szkół Budowlano Elektrycznych w Świdnicy, w której przy współpracy z Sonelem utworzono kilka lat temu klasę patronacką w zawodzie Technik elektronik. Młodzież uczęszczająca na zajęcia w tej klasie odbywa praktyki zawodowe na terenie firmy, przy dużym zaangażowaniu kadry inżynierskiej. Dodatkowo Sonel czynnie wspiera rozwój kadry dydaktycznej szkoły poprzez cykliczne szkolenia podnoszące ich kwalifikacje w zakresie nowych technologii w dziedzinie elektroniki, energetyki i miernictwa elektrycznego.

AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln zł	2021	2022	2023	2024P	2024P	zmiana	2025P	2025P	zmiana	2026P	2026P	zmiana
				nowa	stara		nowa	stara		nowa	stara	
Przychody	158,1	180,0	214,5	239,8	241,7	-1%	247,9	229,1	8%	229,2	240,4	-5%
mierniki	86,4	96,0	117,0	128,7	137,2	-6%	141,6	154,1	-8%	157,7	165,4	-5%
usługi montażu	30,0	43,5	34,5	31,1	34,5	-10%	30,0	35,0	-14%	31,5	35,0	-10%
liczniki	41,7	40,6	62,9	80,0	70,0	14%	76,3	40,0	91%	40,0	40,0	0%
Zysk brutto na sprzedaży	39,1	39,1	44,3	57,8	51,6	12%	57,2	55,6	3%	58,2	58,6	-1%
rentowność	25%	22%	21%	24%	21%		23%	24%		25%	24%	
EBITDA	23,2	24,1	31,3	33,5	36,8	-9%	37,3	39,9	-6%	39,4	42,9	-8%
EBITDA skor.	23,2	24,1	31,3	33,5	36,8	-9%	37,3	39,9	-6%	39,4	42,9	-8%
rentowność	15%	13%	15%	14%	15%		15%	17%		17%	18%	
Amortyzacja	7,4	8,8	11,2	11,1	12,7	-13%	12,1	14,4	-16%	13,5	16,3	-17%
EBIT	15,8	15,3	20,1	22,4	24,2	-7%	25,1	25,5	-1%	25,8	26,6	-3%
Działalność finansowa	0,3	-0,8	0,3	-0,5	0,8	-160%	0,1	1,1	-88%	0,4	1,3	-69%
Zysk netto	14,7	14,6	17,1	18,4	19,7	-7%	22,5	22,1	2%	23,9	23,4	2%
Zysk netto skor.	14,7	14,6	17,1	19,6	19,7	-1%	22,5	22,1	2%	23,9	23,4	2%
rentowność	9%	8%	8%	8%	8%		9%	10%		10%	10%	
Inwestycje i akwizycje	11,3	7,6	14,2	17,9	17,8	0%	14,6	18,3	-20%	26,7	19,4	38%
Dywidenda (Y-1)	14,0	7,0	8,4	9,8	9,8	0%	15,7	15,8	-1%	9,4	17,7	-47%
Dług netto	-11,8	-8,7	-17,6	-6,0	-24,9	-76%	-10,5	-29,8	-65%	-15,4	-30,2	-49%
P/E	14,7	14,8	12,6	11,0	10,9		9,6	9,7		9,0	9,2	
EV/EBITDA	8,8	8,6	6,3	6,3	5,2		5,5	4,7		5,1	4,3	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

1. Obniżyliśmy nasze prognozy na lata 2024-26, głównie na skutek niższych szacunków na 2024 r.
2. Zakładamy średnioroczny wzrost przychodów z core biznesu na poziomie nieco powyżej 10%, co skutkowałoby wzrostem wskaźnika wykorzystania mocy z obecnych 60-70% do ok. 90% za 3 lata i uzasadniałoby rozbudowę fabryki w 2027 r. Założenie takie oceniamy jako dość konserwatywne, gdyż CAGR (średnioroczna dynamika) przychodów z mierników w ostatnich 10 latach to ok. 11% (10% w kraju, 13% w eksporcie), a podobny wskaźnik dla okresu 5 lat wyniósł 15% (zbliżone wskazania dla sprzedaży krajowej jak i eksportowej). Przychody z liczników (Foxytech) spadną z poziomu ok. 80 mln zł w latach 2024-25 do 40 mln zł (system przetargowy, uzależnienie od wąskiej grupy klientów).
3. Marża brutto na sprzedaży jest zdecydowanie wyższa w segmentach podstawowych (szacujemy ją na ok. 35% vs 7-15% w licznikach), dlatego spadek przychodów z niskomarżowych liczników (od 2026 r.) i utrzymanie wzrostów w miernikach skutkuje zwiększeniem zysków pomimo niższej sprzedaży.
4. CAPEX skokowo zwiększy się w latach 2026-27 z uwagi na rozbudowę zakładu w Świdnicy. Zarząd nie podał zakładanej wielkości inwestycji, my przyjęliśmy łączne wydatki na poziomie 35 mln zł (5 mln zł już wydane, przede wszystkim na zakup gruntu w 2024 r., 10 mln zł w 2026 i 15 mln zł w 2027 r.). Stabilnie wysokie nakłady będą ponoszone na prace badawczo-rozwojowe (założyliśmy ok. 10% przychodów z core biznesu, po równo rozłożone na CAPEX i OPEX).
5. Sonel dalej będzie korzystał ze wsparcia publicznego, zarówno w formie dotacji (na poziomie 10-15% łącznych wydatków na B+R, min. 2 mln zł rocznie) jak i ulgi podatkowej (ok. 20% wydatków B+R, min. 3 mln zł rocznie).
6. Sonel pozostanie spółką z bezpiecznym bilansem rozumianym jako utrzymywanie nadwyżek finansowych (dług netto <0). Pozwoli to kontynuować politykę dywidendową.

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	158,1	180,0	214,5	239,8	247,9	229,2
Zysk brutto na sprzedaży	39,1	39,1	44,3	57,8	57,2	58,2
Koszty sprzedaży i zarządu	22,3	25,4	26,2	35,1	34,2	34,8
Zysk na sprzedaży	16,8	13,8	18,1	22,7	23,0	23,4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-1,0	1,6	2,0	-0,3	2,2	2,4
EBIT	15,8	15,3	20,1	22,4	25,1	25,8
Koszty i przychody finansowe netto	0,3	-0,8	0,3	-0,5	0,1	0,4
Zysk przed opodatkowaniem	16,1	14,6	20,4	22,0	25,3	26,3
Podatek dochodowy	-0,1	-0,2	0,9	1,3	1,8	1,6
Zysk netto raportowany	14,7	14,6	17,1	18,4	22,5	23,9
Zysk netto powtarzalny	14,7	14,6	17,1	19,6	22,5	23,9
Amortyzacja	7,4	8,8	11,2	11,1	12,1	13,5
EBITDA	23,2	24,1	31,3	33,5	37,3	39,4

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Skonsolidowany bilans	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa	153,6	171,8	164,8	187,3	195,4	208,6
Aktywa trwałe	55,1	56,3	59,3	66,1	68,6	81,8
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	52,5	52,9	56,2	61,7	64,2	77,4
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,4	0,4	0,0	1,2	1,2	1,2
Inne aktywa trwałe	2,2	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2
Aktywa obrotowe	98,5	115,6	105,4	121,1	126,8	126,8
Zapasy	47,3	51,7	46,3	60,0	61,4	59,6
Należności handlowe	38,8	49,4	40,5	48,0	51,8	51,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	12,4	14,5	18,7	13,1	13,6	16,0
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	153,6	171,8	164,8	187,3	195,4	208,6
Kapitał własny razem	92,3	99,5	109,0	117,6	124,5	139,0
Zobowiązania długookresowe	0,1	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,1	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	45,1	56,1	38,4	52,3	53,6	52,2
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,5	5,0	0,4	6,5	2,5	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	34,6	18,7	9,5	23,6	25,8	26,1
Inne	10,0	32,4	28,5	22,1	25,2	26,1

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zysk netto	14,7	14,6	17,1	18,4	22,5	23,9
Amortyzacja	7,4	8,8	11,2	11,1	12,1	13,5
Zmiana kapitału obrotowego	-15,2	-8,5	1,2	-13,4	0,1	3,6
CF operacyjny	11,1	12,8	31,4	16,1	34,7	41,0
CAPEX	-11,3	-7,6	-14,2	-16,6	-14,6	-26,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0	0,0
Dezinwestycje i inne	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-3,4
CF inwestycyjny	-11,4	-7,7	-14,1	-17,3	-14,6	-30,1
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-1,0	5,2	-4,8	6,1	-4,0	-2,5
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-14,0	-7,0	-8,4	-9,8	-15,7	-9,4
CF finansowy	-13,1	-3,4	-13,2	-3,7	-19,7	-11,9
CF	-13,3	1,7	4,2	-5,0	0,4	-1,0
Stan środków pieniężnych na początek okresu	25,6	12,2	13,9	18,1	13,1	13,6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	12,2	13,9	18,1	13,1	13,6	12,6

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
marża EBITDA	14,7%	13,4%	14,6%	14,0%	15,0%	17,2%
marża EBIT	10,0%	8,5%	9,4%	9,3%	10,1%	11,3%
marża netto	9,3%	8,1%	8,0%	7,7%	9,1%	10,4%
Dług netto	-11,8	-8,7	-17,6	-6,0	-10,5	-15,4
Dług netto/EBITDA	-0,5	-0,4	-0,6	-0,2	-0,3	-0,4
Liczba akcji	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Dywidenda na akcję	0,50	0,60	0,70	1,12	0,67	0,36
P/BV	2,3	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Roczne stopy wzrostu	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	36%	14%	19%	12%	3%	-8%
EBITDA	7%	4%	30%	7%	11%	6%
EBIT	7%	-3%	31%	12%	12%	3%
Zysk netto	10%	-1%	17%	8%	22%	6%
Zysk netto powtarzalny	10%	-1%	17%	15%	15%	6%

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
IFI – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
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

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 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 prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub 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. 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 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, proponowemu 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 opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/2137-sonel-s-a>,
- 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: 12.12.2024, godz. 11.25. Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 12.12.2024, godz. 11.30.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Sonel SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	22.12.2021	06.06.2022	12.12.2022	17.05.2023	05.12.2023	06.05.2024
Kurs z dnia rekomendacji	10,6	9,8	9,7	10,6	11,7	15,0
Cena docelowa	11,8	10,2	10,2	12,9	12,36	15,78
WIG w dniu rekomendacji	67 361,43	57 588,03	57 588,03	63 519,20	76 867,53	86 575,30

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	195,60	14%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	22,30	0%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	5,35	-1%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70	71,52	24%	29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	7,51	65%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	10,18	73%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	53,20	33%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	3,55	11%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	335,00	18%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	17,58	18%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90	34,50	4%	15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00	200,50	111%	14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60	48,85	52%	14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00	468,80	15%	06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	57,70	43%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	6,12	0%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40	34,50	6%	14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00	47,70	168%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10	25,30	73%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	257,50	123%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	200,50	210%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	10,24	69%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	21,40	18,30	17,08	25%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00	412,30	-36%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62	7,37	10%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47	3,08	40%	09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20	18,90	32%	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	16910,00	33%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	20,55	77%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	519,00	59%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00	24,60	61%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50	26,90	-14%	09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40	7,51	60%	28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48	4,00	82%	28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40	7,02	82%	27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	23,70	22,60	26,75	-11%	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	20,10	15%	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	15,30	3%	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
Forte	Akumuluj	25,20	23,80			12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,30	23,10			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,20	80,70			12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski

(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

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel: +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Mateusz Chrzanowski

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

Przemysł, automotive, gaming, XTB

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

Analiza techniczna