

Sonel – obniżenie prognoz

Ostatnie miesiące przyniosły wyhamowanie popytu na mierniki, a pogorszenie koniunktury i wzrost niepewności na rynku miało negatywne przełożenie na wyniki Sonela w 1H25 i wpłynęło na ich całoroczny poziom. Skorygowaliśmy nasze prognozy na 2025 r. Dodatkowo wpływ na zmianę prognoz miała zapowiedziana dekonsolidacja Foxytecha. Sonel wciąż wyceniany jest z premią w stosunku do krajowych firm porównywalnych, co będzie ograniczać wzrost kursu. Korekta prognoz oraz zmiana parametrów modelu DCF skutkowałą obniżeniem ceny docelowej do 14,7 zł (vs 15,1 zł w majowym raporcie), co oznacza 18-proc. dyskonto wobec bieżącego kursu. Wydajemy rekomendację REDUKUJ.

Wzrost wyników w 2Q25 dzięki niskiej bazie roku ubiegłego

Wyniki 2Q25 okazały się nieco wyższe od naszych prognoz, a wysokie dynamiki to przede wszystkim zasługa niskiej bazy 2024 r. Zgodnie z oczekiwaniami, dużo dołożył segment licznikowy (Foxytech). Wciąż spada marża na podstawowym biznesie, a niższe koszty wynikają z jednorazowego zwiększenia wydatków przed rokiem (koszty jubileuszu firmy).

Gorsze perspektywy średnioterminowe dla core-biznesu

Zarząd zwraca uwagę na spadek popytu na produkty na rynkach DACH oraz zawirowania w USA. Udaje się utrzymać dodatnią dynamikę na miernikach, jednak wzrosty są w całości kompensowane spadkiem sprzedaży usług. Dodatkowo widoczna jest presja na marżę.

Dekonsolidacja Foxytecha

Z uwagi na utratę kontroli nad Foxytechem, począwszy od II półrocza 2025 r. wyniki tego podmiotu będą konsolidowane metodą praw własności. Oznacza to, że do wyników Sonel SA dodawany będzie tylko proporcjonalny (tj. 40-proc.) udział w zysku netto Foxytecha. Skutkiem zmiany będzie obniżenie skonsolidowanych przychodów (szacujemy ubytek na ok. 25-30 mln zł w 2H25) oraz skonsolidowanego wyniku EBIT/EBITDA. Powyższa zmiana nie będzie miała wpływu na skonsolidowany zysk netto.

Wysokie wypłaty w 2H2025, niższy CAPEX w całym roku

W I półroczu Sonel odbudował pozycję gotówkową, głównie dzięki pracy nad kapitałem obrotowym i niskim wydatkom inwestycyjnym. W II połowie roku należy spodziewać się jednak spadku poziomu wolnej gotówki na skutek wysokich wypłat dywidendy (9,1 mln zł w Sonelu i ponad 6 mln zł w Foxytechu). Jednocześnie tegoroczny CAPEX zostanie ograniczone z uwagi na pogorszenie koniunktury (niektóre inwestycje będą przeniesione na następne lata) oraz zmianę podejścia do wykazywania części pozycji kosztowych (w OPEX zamiast w CAPEX).

Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (12,7 zł) oraz porównawczą (14,4 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć cenę docelową (9M) na 14,7 zł.

mln zł	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	180,0	214,5	242,0	206,6	178,0	194,6
EBITDA	24,1	31,3	37,9	30,2	35,0	38,1
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,6	17,1	21,3	17,6	22,2	24,3
EPS	1,04	1,22	1,52	1,26	1,59	1,73
DPS	0,60	0,70	0,65	0,76	0,91	0,66
P/E (x)	17,1	14,6	11,7	14,1	11,2	10,3
EV/EBITDA (x)	10,0	7,4	6,4	7,6	6,5	6,1

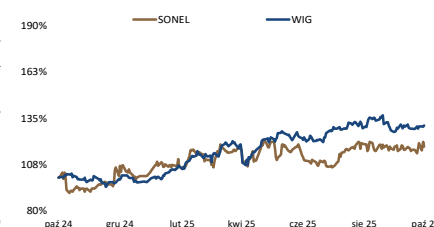
Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

REDUKUJ

(Raport aktualizujący)

Cena bieżąca	17,80 zł
Cena docelowa (9M)	14,67 zł
Potencjał wzrostu	-18%
Kapitalizacja	249 mln zł
Free float	34,0%
Śr. wolumen 6M	1 418



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Producent przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji. Dostawca liczników energii elektrycznej.

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
WYKONANIE 1H25 ORAZ PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE.....	6
OSTATNIE WYDARZENIA.....	9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	10
ZASADY ESG.....	10
AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH.....	11
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE.....	12
ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	14

WYCENA

Wartość jednej akcji Sonel SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2025-27) oraz DCF. Na tej podstawie **wyznaczyliśmy cenę docelową akcji na 14,7 zł** (koszt kapitału 10,9%). Dla porównania poprzednio wyznaczyliśmy cenę docelową w wysokości 15,1 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.

Nieznaczne obniżenie wyceny wynika przede wszystkim ze zmiany prognoz finansowych oraz parametrów modelu DCF.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	12,69	14,19	-11%
Wycena porównawcza - kraj	50%	14,42	13,78	5%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	34,42	35,3	-2%
Średnia ważona metod		13,56	13,98	-3%
Cena docelowa (9M)		14,67	15,14	-3%
Cena aktualna		17,80		
Potencjał		-18%		

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 31.12.2024 w wysokości 9 mln zł, udziały niesprawujące kontroli w kwocie 10 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 5,45% (poprzednio 5,62%), premia za ryzyko w wysokości 5,46% (poprzednio 5,46%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	207	178	195	215	237	261	289	319	353	391
NOPAT	18	21	23	26	29	32	35	39	43	47
Amortyzacja	11	12	13	15	14	8	10	12	14	16
Zmiany KON	7	-8	-6	-7	-8	-9	-10	-11	-12	-14
CAPEX	-10	-15	-23	-30	-19	-21	-24	-26	-29	-32
FCFF	26	10	7	3	16	10	12	14	16	18
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,79	0,71	0,64	0,58	0,52	0,47	0,43	0,38
DFCF	25	9	6	2	10	6	6	6	7	7
SUMA DFCFF do 2034	84									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2034	246									
Zdyskontowana wartość rezydualna	94									
Wartość Firmy (EV)	178									
Dług netto 31.12.2024	-9									
Udziałowcy mniejszościowi	10									
Wartość kapitałów własnych	177									
Liczba akcji (w tys.)	14,0									
Wartość na 1 akcję	12,7									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	12,7	13,4	14,2	15,2	16,4
WACC - 0,5%	12,1	12,7	13,4	14,3	15,3
WACC	11,5	12,0	12,7	13,4	14,3
WACC + 0,5%	11,0	11,5	12,0	12,7	13,5
WACC + 1,0%	10,5	10,9	11,4	12,0	12,7

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Efektywna stopa podatkowa	5,7%	6,3%	6,3%	6,2%	6,0%	6,0%	5,9%	5,7%	5,6%	5,5%
Koszt długu	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%
Koszt długu po tarczy	7,04%	7,00%	7,00%	7,01%	7,02%	7,02%	7,03%	7,04%	7,05%	7,06%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Aparator	643	11,2	11,9	11,1	5,4	5,3	4,9
Aplisens	217	11,0	9,7	9,4	4,8	4,2	3,7
Mediana		11,1	10,8	10,2	5,1	4,8	4,3
Implikowana wartość godziwa Sonel		11,7	11,3	12,5	9,3	8,8	10,8
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość godziwa Sonel					14,4		

Źródło: Wskaźniki liczone dla prognoz sporządzonych przez Noble Securities, dane na 3.10.2025 r. godz. 9:33

Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Honeywell	521 926	20,6	18,9	17,3	15,5	14,5	13,8
Schneider Electric	527 859	23,8	21,0	19,0	15,3	13,9	12,7
Emerson	233 843	18,5	17,0	15,5	14,9	13,8	12,9
Fortive	87 497	17,2	15,8	14,5	14,9	13,7	12,7
Yokogawa	22 974	15,6	15,4	14,5	7,1	6,9	6,6
Itron	18 340	19,5	17,7	15,1	15,8	14,0	11,7
Badger Meter	25 174	46,1	41,1	36,4	30,0	27,3	24,2
ESCO	15 969	28,7	24,8	42,5	18,2	14,9	18,2
Vaisala Oyj	7 540	25,5	21,4	19,2	15,8	13,8	12,7
Nedap	1 815	15,9	13,0	11,2	9,9	8,5	7,6
Mediana		20,0	18,3	16,4	15,4	13,9	12,7
Implikowana wartość godziwa Sonel		21,0	19,1	20,0	26,3	24,5	29,7
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość godziwa Sonel					31,4		

Źródło: Wskaźniki liczone dla prognoz sporządzonych przez Noble Securities, dane na 3.10.2025 r. godz. 9:33

WYKONANIE 1H25 ORAZ PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE

Wzrost wyników w 2Q25 dzięki niskiej bazie roku ubiegłego

Wyniki 2Q25 okazały się nieco wyższe od naszych prognoz, a wysokie dynamiki to przede wszystkim zasługa niskiej bazy 2024 r. Zgodnie z oczekiwaniami dużo dołożył segment licznikowy (Foxytech). Wciąż spada marża na podstawowym biznesie, a niższe koszty wynikają z jednorazowego zwiększenia wydatków przed rokiem (koszty jubileuszu firmy).

W core'owym obszarze mierników Sonel kontynuował wzrost przychodów, choć my obawialiśmy się tu spadków (+6% r/r vs -5% w naszych szacunkach). W segmencie usług wciąż jest słabo, w samym Q2 przychody spadły o ponad 1/4. Wyższe przychody w obszarze liczników (+120% r/r) wynikają z harmonogramu dostaw do klienta.

W związku z wykazaniem w kosztach bieżących części wydatków na rozwój (CAPEX zamienił się w OPEX, ok. 2 mln zł) rentowność uległa obniżeniu. W konsekwencji przy porównywalnym r/r poziomie przychodów Sonel SA zanotował 50-proc. obniżkę zysku netto (do <1 mln zł, co jest najsłabszym kwartalnym wynikiem od ponad 5 lat). Dodatkowo w Foxytechu rentowność powróciła do standardowego poziomu (marża brutto na sprzedaży ok. 10%, marża netto 3-4%).

Spadek CAPEX wynikał ze zmiany podejścia do wykazywania niektórych kosztów. Poza tym pogorszenie koniunktury skutkowało odłożeniem części planów inwestycyjnych. Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy tym razem wzrosło (+6 mln zł), przede wszystkim z uwagi na wzrost zapasów (+4 mln zł).

Cash flow operacyjny był lekko ujemny, ale po półroczu pozostaje na wysokim dodatnim poziomie.

Pozycja gotówkowa nieznacznie spadła. Gotówka netto na koniec II kwartału wyniosła 17,5 mln zł.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	r/r	2024	2025P	r/r	% progn. NS
Przychody	46,6	61,2	83,9	66,9	59,8	28%	242,0	206,6	-15%	61%
mierniki	28,8	30,0	35,1	32,5	30,6	6%	125,4	130,0	4%	49%
usługi	6,6	7,5	4,0	6,9	4,9	-26%	28,5	25,0	-12%	47%
liczniki	11,1	23,7	44,8	27,5	24,3	118%	88,1	51,7	-41%	100%
Zysk brutto na sprzedaży	10,7	14,9	19,0	13,4	11,1	5%	57,7	46,9	-19%	52%
rentowność	23%	24%	23%	20%	19%		24%	23%		
Koszty sprzedaży + zarządu	9,0	8,1	8,5	8,5	7,9	-12%	33,0	29,6	-11%	55%
% sprzedaży	19%	13%	10%	13%	13%		14%	14%		
Saldo pozostałej działalności oper.	-0,2	-0,3	2,5	0,9	0,2		2,2	2,1		
EBIT	1,5	6,5	13,0	5,8	3,4	124%	26,8	19,4	-28%	47%
rentowność	3%	11%	15%	9%	6%		11%	9%		
EBITDA	4,4	9,3	15,7	8,5	6,2	43%	37,9	30,2	-20%	49%
rentowność	9%	15%	19%	13%	10%		16%	15%		
amortyzacja	2,8	2,8	2,8	2,6	2,9	0%	11,1	10,8	-3%	51%
Saldo działalności finansowej	0,0	-0,3	0,0	-0,1	-0,7		-0,5	0,2		
Zysk netto	1,2	4,1	10,4	4,2	2,0	65%	20,1	17,6	-12%	35%
rentowność	3%	7%	12%	6%	3%					
CF Oper.	6,4	-3,1	13,0	17,3	-1,8	nd	21,2	35,4	67%	44%
CAPEX	9,6	2,0	2,5	2,5	2,5	-74%	19,1	10,0	-48%	50%
Gotówka netto	12,4	-3,1	7,4	22,0	17,5	41%	7,4	19,7	167%	
P/E	14,7	13,5	12,2	12,3	11,9		12,2	13,9		
EV/EBITDA	7,6	7,4	6,3	5,9	5,7		6,3	7,5		

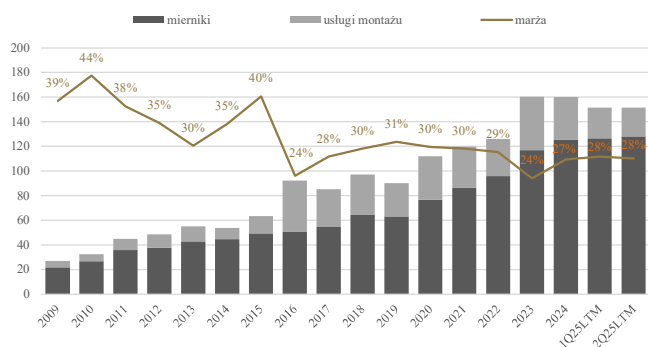
Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

Gorsze perspektywy średnioterminowe w core-biznesie

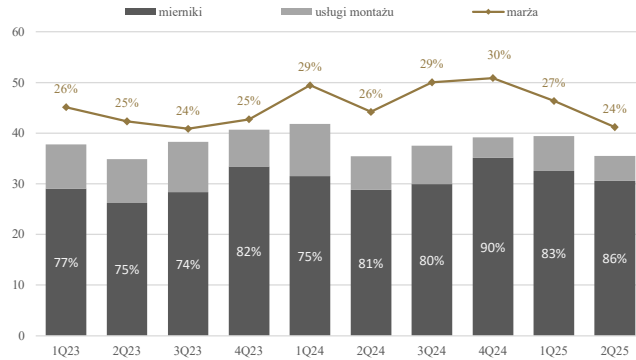
Sygnalizowane pogorszenie koniunktury w core biznesie (głównie eksport) widoczne było w wynikach I półrocza, a szczególnie w 2Q25. Słabsze dane Sonel SA zostały częściowo przysłonięte lepszymi wynikami Foxytecha, gdyż efekt niskiej bazy roku poprzedniego dotyczył przede wszystkim biznesu licznikowego (+ wyższe koszty SG&A w 2Q24 związane z obchodami jubileuszu firmy).

Przychody i marże w core biznesie

Przychody i marża brutto na sprzedaży (mierniki+usługi)



Przychody i marża brutto na sprzedaży (mierniki+usługi)

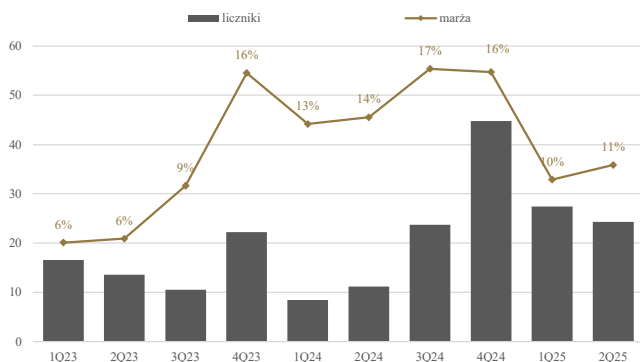


Źródło: Sonel, Noble Securities

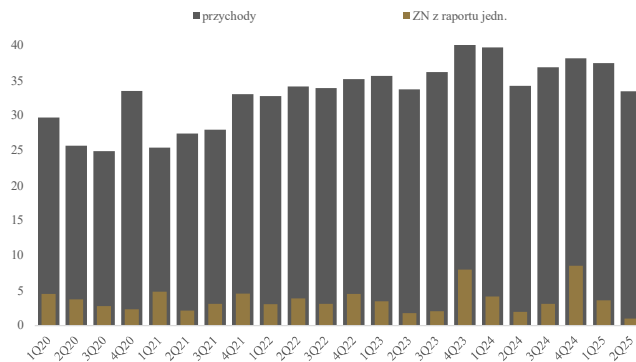
Zwracamy uwagę na spadkowy trend na marży brutto w core biznesie (zakładany przez nas w modelu średni poziom 30% w całym 2025 r. jest już nierealny), oraz bardzo słaby wynik osiągnięty przez Sonel SA (wrażny spadek sprzedaży i najniższy od ponad 5 lat kwartalny zysk netto). W obszarze kosztów zarząd tłumaczy to m.in. zmianą podejścia do wykazywania części wydatków na rozwój (przeniesienie z CAPEX do OPEX, ok. 2 mln zł w 1H25). Działania te są tymczasowe i wiążą się m.in. z dokończeniem prac nad platformą MeasureEffect, która została oddana do użytku w maju'25. Liczymy na wzrost rentowności w core biznesie w II półroczu do ok. 28%, jednak na dzień dzisiejszy taki scenariusz wydaje się ambitny. W dłuższym terminie podtrzymujemy nasze założenia dotyczące rentowności w głównych segmentach: w core biznesie 28%, w licznikach (Foxytech) 10%.

Spadek marży w segmencie liczników oraz wyjątkowo niski zysk netto Sonel SA

Przychody i marża brutto na sprzedaży (liczniki)



Przychody i zysk netto w Sonel SA



Źródło: Sonel, Noble Securities

Dekonsolidacja Foxytecha

Dotychczas nie sprawdziły się nasze obawy dotyczące wykluczenia Foxytecha z przetargów publicznych z uwagi na pochodzenie oferowanych liczników (Chiny). Spółka kontynuuje dostawy liczników zdalnego odczytu (tzw. smart) do Taurona; w sierpniu podpisała kolejny kontrakt na sprzedaż prawie 1 mln liczników 1- i 3-fazowych o wartości ok. 100 mln zł (razem z opcjami). To największe zamówienie na liczniki pozyskane przez Foxytech. Dostawy będą realizowane sukcesywnie w 2026 r., począwszy od kwietnia. Ponadto Foxytech wciąż liczy na rozszerzenie portfolio klientów o innej spółki dystrybucyjne, zarząd zapowiadał udział w przetargach na dostawy do Enei oraz do PGE (wyniki przetargów pod koniec 2025 r. oraz na początku 2026 r.)

W związku z wygranym przetargiem w Tauronie skorygowaaliśmy nasze prognozy dla Foxytecha na 2026 r., podnosząc przewidywane przychody z 40 mln do 100 mln zł. Utrzymaliśmy marżę brutto na poziomie 10%, jednak marża netto spadnie zapewne do 2-3% vs 7% w 2024 r. (wyższe koszty operacyjne oraz finansowe). Nie zmieniliśmy oczekiwań długoterminowych: spadek przychodów do 40 mln zł w 2027 r.

(konserwatywne założenie o braku kolejnych dużych zleceń) i do 20 mln zł w 2030 r. (zakończenie programu wymiany liczników w PL, pozostaje sprzedaż odtworzeniowa + ewentualnie niewielkie dostawy w eksporcie).

Niedawno zarząd Sonela poinformował o planowanych zmianach w strukturze grupy kapitałowej. Z uwagi na utratę kontroli nad Foxytechem (pomimo że Sonel miał tylko 40% udziałów, to sprawował faktyczną kontrolę nad działaniami spółki zależnej), począwszy od II półrocza 2025 r. wyniki tego podmiotu będą konsolidowane metodą praw własności. Oznacza to, że do wyników Sonel SA oraz pozostałych spółek z grupy (których dane finansowe nie są jednak znaczące dla wyników skonsolidowanych) dodawany będzie tylko proporcjonalny (tj. 40-proc.) udział w zysku netto Foxytecha. Skutkiem zmiany będzie obniżenie skonsolidowanych przychodów (szacujemy ubytek na ok. 25-30 mln zł w 2H25) oraz skonsolidowanego wyniku EBIT/EBITDA. Powyższa zmiana nie będzie miała wpływu na skonsolidowany zysk netto. Analogiczne korekty nastąpiły w prognozach na lata kolejne: zaprzestaliśmy konsolidowania przychodów i kosztów Foxytecha, pozostawiając jedynie udział w zyskach spółki. Niższe będzie też zapotrzebowanie na kapitał obrotowy GK Sonel (dotychczas uwzględniane było np. finansowanie zapasów – liczników).

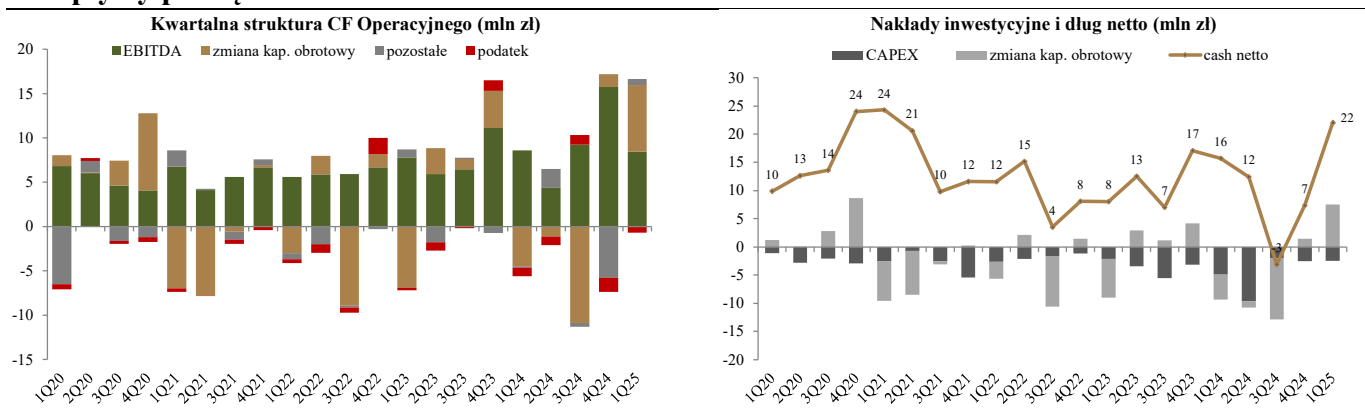
Wysokie płatności na rzecz akcjonariuszy w 2H2025

W I półroczu Sonel odbudował pozycję gotówkową, głównie dzięki pracy nad kapitałem obrotowym i niskim wydatkom inwestycyjnym. Na koniec czerwca poziom wolnych środków finansowych wzrósł do 17 mln zł. W II połowie br. spodziewamy się spadku poziomu wolnej gotówki na skutek wysokich wypłat dywidendy (9,1 mln zł w Sonelu i ponad 6 mln zł w Foxytechu).

Należy też mieć na uwadze fakt, że znaczna część wykazywanych w raporcie skonsolidowanym środków finansowych dotyczyła Foxytecha (na koniec 2024 r. podmiot ten miał na rachunku ok. 9 mln zł, tj. prawie 60% gotówki z raportu skonsolidowanego), tak więc dekonsolidacja spółki wpłynie na spadek tej pozycji bilansowej w raportach GK Sonel. Zadłużenie Foxytecha jest niewielkie.

Sonel zakładał tegoroczne wydatki inwestycyjne na poziomie ok. 16 mln zł, a realizacja po półroczu to tylko 5 mln zł (w większości wydatki na wytworzenie nowych produktów we własnym zakresie, tj. R&D). Naszym zdaniem plany te zostaną ograniczone z uwagi na pogorszenie koniunktury (niektóre inwestycje będą przeniesione na następne lata) oraz zmianę podejścia do wykazywania części pozycji kosztowych (w OPEX zamiast w CAPEX). W modelu obniżyliśmy tegoroczny CAPEX z 16 mln do 10 mln zł.

Przepływy pieniężne



Źródło: Sonel, Noble Securities

OSTATNIE WYDARZENIA

26.05.2025 Raport kwartalny 1Q25

1Q25 był najlepszym I kwartałem historii, nieco powyżej naszych prognoz. Zgodnie z oczekiwaniami dużo dołożył segment licznikowy (Foxytech). Spadek marży (liczniki są mniej rentowne) i wzrost kosztów zrównoważyły wyższe przychody. Tym samym zyski były zbliżone r/r.

2.06.2025 Uchwała WZA dotycząca wypłaty dywidendy

Zgodnie z wcześniejszą rekomendacją zarządu, WZA podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy z zysku 2024 r. w wysokości 9,1 mln zł (0,65 zł/akcję). Dzień dywidendy ustalono na 27 czerwca 2025 r., zaś terminem wypłaty jest 25 lipca 2025 r.

2.06.2025 Powołanie członków Rady Nadzorczej

WZA powołało do Rady Nadzorczej dwóch członków: Jana Walulika oraz Jerzego Stachowskiego.

8.08.2025 Umowa z Tauron Dystrybucja na dostawy liczników

Foxytech zawarł umowę z Tauron Dystrybucja na dostawy w 2026 r. liczników zdalnego odczytu o łącznej wartości 76,3 mln zł. Dodatkowo zamawiający może skorzystać z prawa opcji zwiększającego zamówienie o ok 25 mln zł. Realizacja pierwszej dostawy przewidziana jest w kwietniu 2026 r. Kolejne dostawy realizowane będą w odstępach miesięcznych do końca 2026 r.

2.09.2025 Decyzja o dekonsolidacji Foxytecha

Z uwagi na utratę kontroli nad Foxytechem (pomimo że Sonel miał tylko 40% udziałów, to sprawował faktyczną kontrolę nad działaniami spółki zależnej), począwszy od II półrocza 2025 r. wyniki tego podmiotu będą konsolidowane metodą praw własności.

26.09.2025 Raport półroczny 1H25

Wyniki 2Q25 okazały się nieco wyższe od naszych prognoz, a wysokie dynamiki to przede wszystkim zasługa niskiej bazy 2024 r. Zgodnie z oczekiwaniami dużo dołożył segment licznikowy (Foxytech). Wciąż spada marża na podstawowym biznesie, a niższe koszty wynikają z jednorazowego zwiększenia wydatków przed rokiem (koszty jubileuszu firmy).

GŁÓWNE 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.

Wykluczenia Foxytecha z przetargów publicznych z uwagi na pochodzenie oferowanych liczników

Przetargi licznikowe dotyczą przede wszystkim podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa, a zapowiadany przez rząd „nacionalizm gospodarczy” i preferowanie rodzimych producentów może skutecznie ograniczyć udział dostawców zewnętrznych, szczególnie spoza UE. Dodatkowo coraz częściej podnoszona jest kwestia bezpieczeństwa (w tym cyberbezpieczeństwa), a na „cenzurowanym” są urządzenia pochodzące od producentów azjatyckich (głównie chińskich). Ponieważ Foxytech oferuje liczniki produkowane w Chinach, widzimy realne zagrożenie związane z jego wykluczeniem jako dostawcy w ramach kontraktów publicznych. Zarząd dostrzega powyższe ryzyko i jako możliwe do wdrożenia rozwiązanie wskazuje na rozbudowę potencjału produkcyjnego Foxytecha i ewentualne przeniesienie produkcji liczników do Polski.

Ryzyko istotnego spadku zamówień od podmiotów z grupy Lincoln

Ryzyko ograniczenia zamówień od podmiotów z tej grupy związane z pogorszeniem sytuacji finansowej partnera lub dywersyfikacją jego łańcucha dostaw 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 ostatnich kwartałach.

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 przeciwdziała 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	2022	2023	2024	2025P	2025P	zmiana	2026P	2026P	zmiana	2027P	2027P	zmiana
				nowa	stara		nowa	stara		nowa	stara	
Przychody	180,0	214,5	242,0	206,6	241,5	-14%	178,0	220,5	-19%	194,6	237,4	-18%
mierniki	96,0	117,0	125,4	130,0	135,3	-4%	148,0	150,5	-2%	164,6	167,4	-2%
usługi montażu	43,5	34,5	28,5	25,0	30,0	-17%	30,0	30,0	0%	30,0	30,0	0%
liczniki *	40,6	62,9	88,1	51,7	76,3	-32%	0,0	40,0	-100%	0,0	40,0	-100%
Zysk brutto na sprzedaży	39,1	44,3	57,7	46,9	57,2	-18%	49,8	54,6	-9%	54,5	58,3	-6%
rentowność	22%	21%	24%	23%	24%		28%	25%		28%	25%	
EBITDA	24,1	31,3	37,9	30,2	38,7	-22%	35,0	36,8	-5%	38,1	38,6	-1%
EBITDA skor.	24,1	31,3	37,9	30,2	38,7	-22%	35,0	36,8	-5%	38,1	38,6	-1%
rentowność	13%	15%	16%	15%	16%		20%	17%		20%	16%	
Amortyzacja	8,8	11,2	11,1	10,8	11,2	-3%	12,1	12,2	-1%	13,1	12,9	1%
EBIT	15,3	20,1	26,8	19,4	27,5	-29%	22,9	24,6	-7%	25,0	25,6	-2%
Działalność finansowa	-0,8	0,3	-0,5	0,2	0,2	0%	0,9	0,7	18%	0,9	1,2	-24%
Zysk netto	14,6	17,1	20,1	17,6	23,0	-23%	22,2	22,3	0%	24,3	23,8	2%
Zysk netto skor.	14,6	17,1	21,3	17,6	23,0	-23%	22,2	22,3	0%	24,3	23,8	2%
rentowność	8%	8%	9%	9%	10%		12%	10%		12%	10%	
Inwestycje i akwizycje	7,6	14,2	19,1	10,0	16,0	-38%	14,8	15,4	-4%	23,4	23,7	-1%
Dywidenda (Y-1)	7,0	8,4	10,9	9,1	12,8	-29%	10,6	13,8	-23%	12,7	11,6	10%
Dług netto	-8,1	-17,1	-7,4	-19,7	-16,8	17%	-20,2	-26,4	-24%	-15,4	-23,8	-36%
P/E	17,1	14,6	11,7	14,1	10,8		11,2	11,2		10,3	10,5	
EV/EBITDA	10,0	7,4	6,4	7,6	6,0		6,5	6,1		6,1	5,8	

* spadek przychodów ze sprzedaży liczników w latach 2025-27 jest skutkiem dekonsolidacji Foxytecha od 1.07.2025 r.

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

1. Generalnie zmiany prognoz wiążą się z dekonsolidacją Foxytecha od 2H25 oraz pogorszeniem wyników w core biznesie w 2025 r. Założenia dotyczące core biznesu la lata kolejne nie zostały istotnie zmienione.
2. Niższe przychody to efekt: a) pogorszenia koniunktury w core biznesie, b) dekonsolidacji Foxytecha od 2H25.
3. Spadek zysku brutto na sprzedaży to efekt: a) niższych przychodów z core biznesie (w 2025 r. ok. -3 mln zł vs wcześniejsza prognoza), b) niższej marży na core biznesie (w 2025 r. -3 pp, tj. -5 mln zł vs wcześniejsza prognoza), c) dekonsolidacji Foxytecha od 2H25 (w 2025 r. -2 mln zł vs wcześniejsza prognoza).
4. Spadek EBIT na skutek: a) niższego zysku brutto, b) niższych kosztów SG&A (dekonsolidacja Foxytecha od 2H25).
5. Choć uwzględniliśmy w nowych prognozach dekonsolidację Foxytecha (skorygowanie wyników Grupy na poziomie przychodów oraz EBIT/EBITDA), to jednak przyszłoroczne wyniki tej spółki powinny być znacząco lepsze z uwagi na pozyskanie nowego dużego kontraktu na dostawy liczników do Tauronu. Wcześniej zakładaliśmy w Foxytechu 40 mln zł przychodów w 2026 r., obecna prognoza to 100 mln zł; wcześniej zakładany wpływ Foxytecha na zysk netto Grupy to 0,8 mln zł w 2026 r. (przy marży netto 5%), teraz 1,1 mln zł (przy marży netto 3%).
6. Wzrost gotówki netto (vs wcześniejsze prognozy) na skutek niższej wypłaty dywidendy oraz niższych wydatków inwestycyjnych, pomimo dekonsolidacji Foxytecha oraz niższych prognozowanych wyników.

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	180,0	214,5	242,0	206,6	178,0	194,6
Zysk brutto na sprzedaży	39,1	44,3	57,7	46,9	49,8	54,5
Koszty sprzedaży i zarządu	25,4	26,2	33,0	29,6	29,4	32,1
Zysk na sprzedaży	13,8	18,1	24,6	17,3	20,5	22,4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1,6	2,0	2,2	2,1	2,4	2,6
EBIT	15,3	20,1	26,8	19,4	22,9	25,0
Koszty i przychody finansowe netto	-0,8	0,3	-0,5	0,2	0,9	0,9
Zysk przed opodatkowaniem	14,6	20,4	26,3	19,7	23,7	25,9
Podatek dochodowy	-0,2	0,9	2,2	1,1	1,5	1,6
Zysk netto raportowany	14,6	17,1	20,1	17,6	22,2	24,3
Zysk netto powtarzalny	14,6	17,1	21,3	17,6	22,2	24,3
Amortyzacja	8,8	11,2	11,1	10,8	12,1	13,1
EBITDA	24,1	31,3	37,9	30,2	35,0	38,1

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

Skonsolidowany bilans	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa	171,8	164,8	195,1	159,6	173,6	186,7
Aktywa trwałe	56,3	59,3	67,5	66,7	69,5	79,8
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	52,9	56,2	64,3	63,5	66,2	76,5
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Aktywa obrotowe	115,6	105,4	127,6	92,9	104,1	106,9
Zapasy	51,7	46,3	72,3	46,8	53,8	58,8
Należności handlowe	49,4	40,5	38,8	25,0	28,7	31,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,5	18,7	16,5	21,1	21,6	16,8
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	171,8	164,8	195,1	159,6	173,6	186,7
Kapitał własny razem	99,5	109,0	119,8	128,4	140,0	151,5
Zobowiązania długookresowe	0,8	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,8	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	56,1	38,4	54,1	15,2	17,5	19,1
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	5,0	0,4	6,5	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	18,7	9,5	7,0	5,7	4,9	5,3
Inne	32,4	28,5	40,5	9,6	12,6	13,8

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

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Zysk netto	14,6	17,1	20,1	17,6	22,2	24,3
Amortyzacja	8,8	11,2	11,1	10,8	12,1	13,1
Zmiana kapitału obrotowego	-8,5	1,2	-14,7	6,9	-8,4	-6,1
CF operacyjny	12,8	31,4	21,2	35,4	25,9	31,3
CAPEX	-7,6	-14,2	-19,1	-10,0	-14,8	-23,4
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinwestycje i inne	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	-8,5	-2,1	5,8
CF inwestycyjny	-7,7	-14,1	-19,1	-18,5	-16,9	-17,6
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	5,2	-4,8	6,8	-6,5	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-7,0	-8,4	-10,9	-9,1	-10,6	-12,7
CF finansowy	-3,4	-13,2	-4,9	-15,6	-10,6	-12,7
CF	1,7	4,2	-2,8	1,3	-1,6	0,9
Stan środków pieniężnych na początek okresu	12,2	13,9	18,1	15,3	16,5	15,0
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	13,9	18,1	15,3	16,5	15,0	15,9

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

Wybrane wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	1,04	1,22	1,52	1,26	1,59	1,73
Revenue	180,0	214,5	242,0	206,6	178,0	194,6
EBIT	15,3	20,1	26,8	19,4	22,9	25,0
EBITDA	24,1	31,3	37,9	30,2	35,0	38,1
Net Income Adj+	14,6	17,1	21,3	17,6	22,2	24,3
Net debt	-8,1	-17,1	-7,4	-19,7	-20,2	-15,4
BPS	7,11	7,79	8,56	9,17	10,00	10,82
DPS	0,60	0,70	0,65	0,76	0,91	0,66
Return on Equity (ROE)	15%	16%	18%	14%	17%	17%
Return on Assets (ROA)	9%	10%	11%	10%	13%	13%
Depreciation						
Amortization	8,8	11,2	11,1	10,8	12,1	13,1
Free Cash Flow	5,2	17,2	2,1	25,4	11,1	7,9
CAPEX	7,6	14,2	19,1	10,0	14,8	23,4

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 jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest 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, proponowanie Emitentowi przez NS lub

Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu 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: 03.10.2025, godz. 16.00. Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 03.10.2025, godz. 16.10.

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	12.12.2022	17.05.2023	05.12.2023	06.05.2024	12.12.2024	08.05.2025
Kurs z dnia rekomendacji	9,7	10,6	11,7	15,0	15,4	16,5
Cena docelowa	10,2	12,9	12,36	15,78	16,61	15,14
WIG w dniu rekomendacji	57 588,03	63 519,20	76 867,53	86 575,30	81 725,18	101 010,19

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	11,25	33%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	23,25	17%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03	43,33	-8%	23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20	512,80	9%	18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00	444,00	11%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	8,48	12%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	378,00	-2%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	8,85	-19%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	277,00	22%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	22,50	-15%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	26,00	30%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40	22,95	1%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90	38,30	33%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	18,38	70%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	550,00	41%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	17,20	40%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50	38,90	121%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80	22,20	52%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70	7,40	61%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10	28,10	112%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36	25,98	-16%	13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	2,81	32%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	104,00	77%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,47	77%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50	17,80	-15%	08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60	11,25	27%	06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00	512,80	0%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	31,30	27,85	30,00	4%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37	9,96	24%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	30,00	41%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60	17,95	35%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50	4,46	1%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23 300,00	18 140,00	17585,00	32%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32			03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	49,10	-20%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	71,30	14%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Trzymaj	26,80	28,15			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	188,80	29%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10			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	270,40	-18%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	22,50	-1%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	6,92	-23%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50			29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30			29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50			27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60			26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00			22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77			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	58,20	41%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	10,64	-42%	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			08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski

(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