Sonel – zbyt duża premia do rynku

Ostatnie miesiące przyniosły wyhamowanie popytu na mierniki, a pogorszenie koniunktury i wzrost niepewności na rynku będzie mieć negatywne przełożenie na tempo wzrostu wyników Sonela w horyzoncie średnioterminowym. Skorygowaliśmy nieco oczekiwania dotyczące zwiększenia przychodów spółki, choć w przypadku core-biznesu nie odbiegają one od planów zarządu w perspektywie 2027 r. Bardziej ostrożni pozostajemy w odniesieniu do segmentu licznikowego. Sonel wyceniany jest z wyraźną premią w stosunku do krajowych firm porównywalnych, co będzie ograniczać wzrost kursu. Korekta prognoz oraz zmiana parametrów modelu DCF skutkowała obniżeniem ceny docelowej do 15,1 zł (vs 16,6 zł w grudniowym raporcie), co oznacza 8-proc. dyskonto wobec bieżącego kursu.

Wyniki 2024 r. powyżej oczekiwań

W 2024 Sonel uzyskał historycznie najwyższe wyniki, nieco powyżej naszych prognoz. Zgodnie z oczekiwaniami dobrze zachował się segment licznikowy (Foxytech). Zwracamy uwagę na wzrost rentowności (pomimo wysokiego udziału niskomarżowej sprzedaży liczników), co pozwoliło pokryć widoczny w całym 2024 r. przyrost kosztów ogólnych. Na końcowy wynik ponownie wpływ miała ulga B+R.

Gorsze perspektywy średnioterminowe dla core-biznesu

Zarząd zwraca uwagę na spadek popytu na produkty na rynkach DACH oraz zawirowania w USA skutkujące m.in. niższymi zamówieniami na usługi montażowe. Liczy jednak, że trudniejszy rynek będzie sprzyjać producentom oferującym nowoczesne i atrakcyjne cenowo rozwiązania.

Czarne chmury nad Foxytechem

Zapowiadany przez rząd nacjonalizm gospodarczy nie będzie służył podmiotom sprzedającym rozwiązania będące bezpośrednią konkurencją dla krajowych producentów, szczególnie w sektorach wrażliwych pod względem bezpieczeństwa (np. energetyka). Prognozujemy spadek przychodów Foxytecha, nie zakładamy też utrzymania osiąganych ostatnio marż (ok. 15% brutto) z uwagi na mniej atrakcyjne warunki dostaw.

Rozbudowa fabryki odłożona w czasie

Wyhamowanie popytu i rosnąca niepewność nie sprzyjają podejmowaniu decyzji o rozbudowie mocy produkcyjnych. Z tego powodu przesunęliśmy termin oddania nowej fabryki o rok.

Odbudowa net cash dzięki niższym zapasom

Rozpoczęcie współpracy z MBS i wejście na rynek niemiecki oraz realizacja dużych kontraktów licznikowych wymusiły wzrost zapasów. Liczymy na optymalizację polityki magazynowej i uwolnienie środków finansowych zamrożonych w kapitale obrotowym.

Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (14,2 zł) oraz porównawczą (13,8 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć cenę docelową (9M) na 15,1 zł.

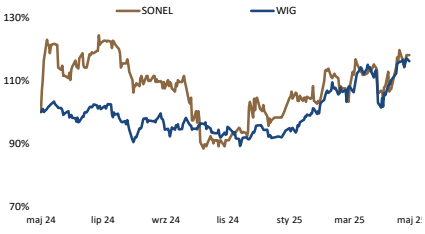
mln zł	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	180,0	214,5	242,0	241,5	220,5	237,4
EBITDA	24,1	31,3	37,9	38,7	36,8	38,6
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,6	17,1	21,3	23,0	22,3	23,8
EPS	1,04	1,22	1,52	1,64	1,60	1,70
DPS	0,60	0,70	0,91	0,99	0,83	0,00
P/E (x)	15,8	13,5	10,8	10,0	10,3	9,7
EV/EBITDA (x)	9,2	6,8	5,9	5,5	5,6	5,4

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 8.05.2025 o godz. 16:25. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 8.05.2025 o godz. 17:00.

NOBLE SECURITIES
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	16,50 zł
Cena docelowa (9M)	15,14 zł
Potencjał wzrostu	-8%
Kapitalizacja	231 mln zł
Free float	34,0%
Śr. wolumen 6M	1 623



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

SPIS TREŚCI:

WYCENA 3
WYKONANIE 2024 R. 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 15,1 zł** (koszt kapitału 11,1%). Dla porównania poprzednio wyznaczyliśmy cenę docelową w wysokości 16,6 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.

Obniżenie wyceny wynika przede wszystkim ze zmiany parametrów modelu DCF (premia za ryzyko, dług netto na koniec roku). Prognozy zostały nieznacznie obniżone w porównaniu z poprzednim raportem.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	14,19	17,62	-19%
Wycena porównawcza - kraj	50%	13,78	13,12	5%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	35,30	38,73	-9%
Średnia ważona metod		13,98	15,37	-9%
Cena docelowa (9M)		**15,14**	**16,61**	**-9%**
Cena aktualna		16,50		
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 31.12.2024 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 5,62% (poprzednio 5,6), premia za ryzyko w wysokości 5,46% (poprzednio 5,15%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	242	220	237	258	280	286	313	344	379	417
NOPAT	25	23	24	27	31	33	35	39	43	48
Amortyzacja	11	12	13	6	8	9	11	13	15	17
Zmiany KON	3	4	-4	-4	-7	-1	-7	-8	-9	-10
CAPEX	-16	-15	-24	-31	-20	-22	-25	-27	-30	-33
FCFF	23	24	9	-2	12	19	15	17	19	22
WACC	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**
Współczynnik dyskonta	0,93	0,84	0,76	0,68	0,61	0,55	0,50	0,45	0,40	0,36
DFCFF	22	20	7	-1	7	11	7	8	8	8

SUMA DFCFF do 2033	96
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%
Wartość rezydualna na 2034	286
Zdyskontowana wartość rezydualna	104
Wartość Firmy (EV)	200
Dług netto 31.12.2023	-9
Udziałowcy mniejszościowi	10
Wartość kapitałów własnych	199
Liczba akcji (w tys.)	14,0
Wartość na 1 akcję	14,2

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	14,3	15,0	15,9	17,0	18,4
WACC - 0,5%	13,6	14,2	15,0	15,9	17,1
WACC	12,9	13,5	14,2	15,0	16,0
WACC + 0,5%	12,3	12,8	13,4	14,2	15,0
WACC + 1,0%	11,8	12,2	12,8	13,4	14,1

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	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	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	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**
Efektywna stopa podatkowa	8,9%	6,9%	6,5%	6,6%	7,0%	6,6%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%
Koszt długu	7,62%	7,62%	7,62%	7,62%	7,62%	7,62%	7,62%	7,62%	7,62%	7,62%
Koszt długu po tarczy	6,94%	7,09%	7,12%	7,12%	7,09%	7,12%	7,15%	7,16%	7,16%	7,16%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**	**11,1%**

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Apator	643	9,6	9,3	8,9	4,7	4,5	4,2
Aplisens	217	9,1	8,1	7,7	4,4	3,8	3,2
Mediana		**9,3**	**8,7**	**8,3**	**4,6**	**4,1**	**3,7**
Implikowana wartość godziwa Sonel		9,8	9,1	10,2	8,4	7,7	9,5
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość godziwa Sonel				**13,8**			

Źródło: Wskaźniki liczone dla prognoz sporzadzonych przez Noble Securities, dane na 8.05.2025 r. godz. 9:36

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				**35,3**			

Źródło: Wskaźniki liczone dla prognoz sporzadzonych przez Noble Securities, dane na 8.05.2025 r. godz. 9:36

WYKONANIE 2024 R. ORAZ PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE

Wyniki 2024 r. powyżej naszych szacunków

W 2024 r. Sonel uzyskał historycznie najwyższe wyniki, nieco powyżej naszych prognoz. Zwracamy uwagę na wzrost rentowności (pomimo wysokiego udziału niskomarżowej sprzedaży liczników), co pozwoliło pokryć widoczny w całym 2024 r. przyrost kosztów ogólnych. Na końcowy wynik ponownie wpływ miała ulga B+R.

W core'owym obszarze mierników Sonel kontynuował wzrost przychodów, choć przy malejącej dynamice. Pogorszyło się w segmencie usług montażu kontraktowego. Bardzo wysokie przychody odnotował segment licznikowy (prawie 90 mln zł).

Pomimo zmiany miksu produktowego (więcej niskomarżowych liczników) rentowność sprzedaży uległa poprawie. W okresie 2024 r. obserwowaliśmy stopniową poprawę zyskowności na poziomie brutto na sprzedaży, co wynikało m.in. z wyższą rentownością w segmencie mierników (nowe produkty w ofercie). W II półroczu wysokie marże uzyskiwał Foxytech (korzystne relacje walutowe)

W całym roku utrzymywał się ponadprzeciętny wzrost kosztów ogólnych, co wynikało m.in. z rozbudowy grupy oraz rosnących kosztów osobowych (wyższe zatrudnienie + wzrost wynagrodzeń).

Wybrane dane finansowe (mln zł)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	r/r	2023	2024	r/r	% progn. NS
Przychody	**62,9**	**50,3**	**46,6**	**61,2**	**83,9**	**33%**	**214,5**	**242,0**	**13%**	**101%**
mierniki	33,4	31,5	28,8	30,0	35,1	5%	117,0	125,4	7%	97%
usługi	7,2	10,3	6,6	7,5	4,0	-45%	34,5	28,5	-17%	92%
liczniki	22,2	8,5	11,1	23,7	44,8	101%	62,9	88,1	40%	110%
Zysk brutto na sprzedaży	13,8	13,2	10,7	14,9	19,0	38%	44,3	57,7	30%	100%
rentowność	*22%*	*26%*	*23%*	*24%*	*23%*		*21%*	*24%*		
Koszty sprzedaży + zarządu	6,5	7,5	9,0	8,1	8,5	30%	26,2	33,0	26%	94%
% sprzedaży	*10%*	*15%*	*19%*	*13%*	*10%*		*12%*	*14%*		
EBIT	**8,4**	**5,8**	**1,5**	**6,5**	**13,0**	55%	**20,1**	**26,8**	33%	**120%**
rentowność	*13%*	*12%*	*3%*	*11%*	*15%*		*9%*	*11%*		
EBITDA	**11,1**	**8,6**	**4,4**	**9,3**	**15,7**	42%	**31,3**	**37,9**	21%	**113%**
rentowność	*18%*	*17%*	*9%*	*15%*	*19%*		*15%*	*16%*		
amortyzacja	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	1%	11,2	11,1	-1%	101%
Zysk netto	**8,3**	**4,4**	**1,2**	**4,1**	**10,4**	25%	**17,1**	**20,1**	18%	**109%**
rentowność	*13%*	*9%*	*3%*	*7%*	*12%*		*8%*	*8%*		
CF Oper.	13,4	4,9	6,4	-3,1	13,0	-3%	20,4	21,2	4%	132%
CAPEX	3,1	4,9	9,6	2,0	2,5	-19%	12,0	19,1	59%	115%
Gotówka netto	**17,1**	**15,7**	**12,4**	**-3,1**	**7,4**	-57%	**9,0**	**7,4**	-18%	
P/E	**13,5**	**13,1**	**13,9**	**12,8**	**11,5**		**13,5**	**11,5**		
EV/EBITDA	**6,8**	**6,7**	**7,2**	**7,0**	**5,9**		**7,1**	**5,9**		

Źródło: Sonel, P - progniozy Noble Securities

Gorsze perspektywy średnioterminowe w core-biznesie

Zarząd zwraca uwagę na spadek popytu na produkty na niektórych rynkach europejskich (jak np. DACH, stanowiący znaczny udział w geograficznej strukturze sprzedaży Sonela) oraz zawirowania w USA, skutkujące niższymi zamówieniami na usługi montażowe. Liczy jednocześnie, że trudniejszy rynek będzie sprzyjający dla producentów oferujących nowoczesne i atrakcyjne cenowo rozwiązania.

Pod względem dynamiki sprzedaży rok 2024 był najsłabszy od 2019 r. (zaledwie +7% w core'owym segmencie mierników), przy gorszej II połowie roku (+5% r/r). Zdecydowanie słabiej zachowywał się eksport (+1% r/r) przy utrzymującej się jeszcze niezłej koniunkturze w kraju (+12% r/r). Uważamy, że trendy rynkowe obserwowane w końcowych miesiącach ub.r. będą wpływać na wyniki spółki w 2025 r., dlatego zdecydowaliśmy o korekcie naszych prognoz na 2025 r. Obniżyliśmy dynamikę wzrostu eksportu do 5% (poprzednio +10%), licząc przede wszystkim na pozytywne efekty współpracy z partnerem niemieckim. Podtrzymujemy szacunki dla rynku krajowego (mierniki +10% w 2025 r.). W kolejnych latach wzrost przychodów w segmencie mierników powinien powrócić do średniorocznego tempa 10% (mniej więcej równomiernie w kraju oraz eksporcie).

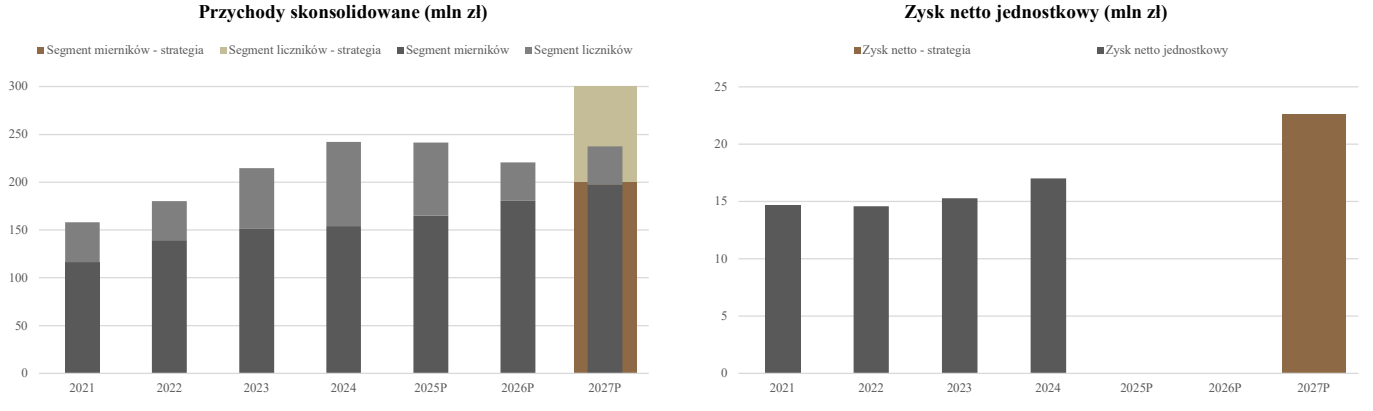
Pewne problemy dotknęły segmentu usług montażu kontraktowego. Sonel w dużym stopniu uzależniony był od zamówień od jednego klienta (amerykańska grupa Lincoln, zamówienia pochodziły od kilku

podmiotów z tej grupy, w tym także spółki zlokalizowanej w Polsce), przez co następowały duże wahania przychodów w tym obszarze. Zarząd aktywnie poszukuje nowych odbiorców usług dążąc do dywersyfikacji bazy klientów, jednak proces ten postępuje wolniej niż sądziliśmy. Konserwatywnie założyliśmy utrzymanie wielkości sprzedaży usług montażowych na poziomie 30 mln zł (vs 28 mln zł w 2024 r. i ok. 34 mln średniorocznie w ostatnich 5 latach). Szansą dla ponownego zwiększenia zamówień od Lincolna jest zapowiadana przez nową administrację reindustrializacja gospodarki USA i zwiększenie znaczenia tradycyjnych sektorów.

Segment licznikowy (Foxytech) jest silnie powiązany z procesem wymiany liczników energii elektrycznej i tym samym uzależniony od rynku przetargów (głównie przetargów publicznych dla odbiorców z branży energetycznej). Proces wymiany liczników w Polsce przewidziany jest na kilka lat (zakończenie w 2028 r.), a ponieważ Foxytech nie ma żadnego doświadczenia w sprzedaży zagranicznej nie widzimy na razie potencjału do wzrostu przychodów do 100 mln zł, a co więcej, utrzymania ich na tym poziomie w dłużnym horyzoncie. W naszych prognozach pozostajemy ostrożni w kwestii rozwoju tego biznesu, po 2 latach wysokiej sprzedaży (75-90 mln zł) zakładamy spadek do ok. 40 mln zł (2026-29), a potem tylko 20 mln zł (zamówienia odtworzeniowe, może mniejsze kontrakty eksportowe). Szerzej o perspektywach tego segmentu piszemy w dalszej części raportu.

Nasze prognozy wskazują na nieco niższą dynamikę wzrostu przychodów niż zapisana została w najnowszej Strategii Sonela na lata 2025-27. Szczególnie ostrożnie podchodzimy do perspektyw dla Foxytecha.

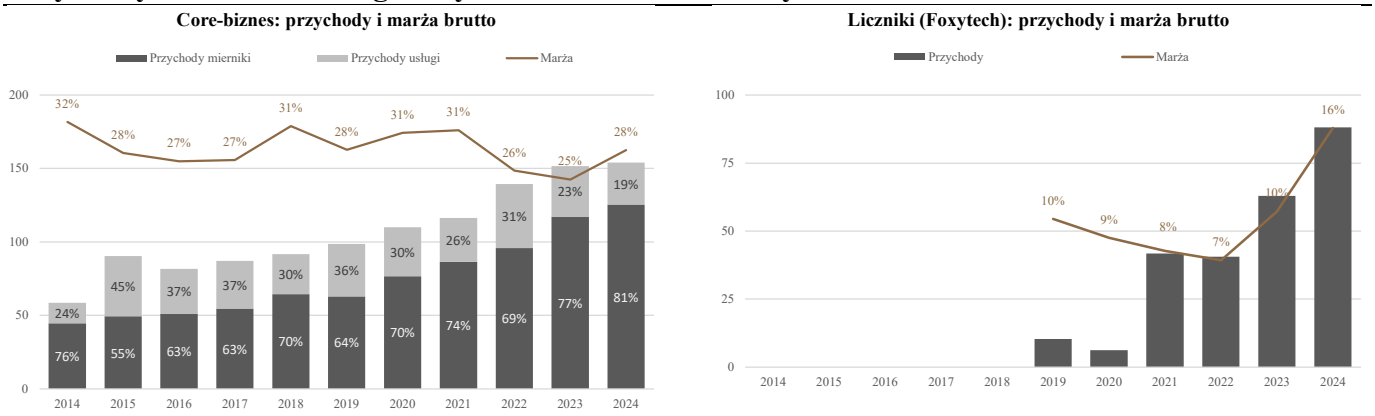
Prognoza NS w obszarze core-biznesu zbieżna z planami zarządu, w licznikach większa ostrożność



Źródło: Sonel, Noble Securities

Historycznie marża brutto na sprzedaży w spółce-matce wynosiła ok. 30% (poniżej 30% w latach charakteryzujących się wysokimi przychodami z montażu, a powyżej 30% przy niższym udziale usług), a w Foxytechu ok. 10%.

Przychody i rentowność w głównych obszarach biznesowych



Źródło: Sonel, Noble Securities

Zakładamy w kolejnych latach, że zmiana struktury przychodów w kierunku najbardziej marżowych mierników przy spadku udziału usług i towarów (liczniki) będzie skutkowała wzrostem rentowności.

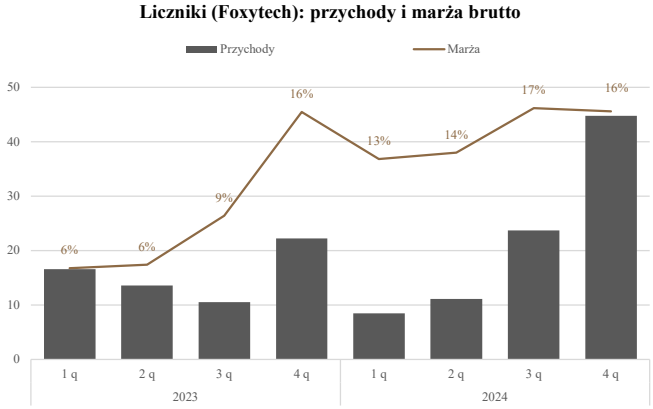
Wyniki spółek zależnych nie powinny mieć istotnego wpływu na zyski Grupy, gdyż polityka handlowa Sonela będzie zmierzała do zachowania jak największej marży w Sonel SA, przy utrzymaniu wyników tych podmiotów na poziomie 0+.

Ryzyka dla Foxytecha

Wyniki Foxytecha w 2024 r. były bardzo dobre i obawiamy się o ich utrzymanie w kolejnych latach. Spółka praktycznie realizuje dostawy tylko dla jednego odbiorcy (Tauron Dystrybucja), nie odnosząc jak dotychczas sukcesów w dywersyfikacji bazy klientów. W 2025 r. rozstrzygnięte mają być przetargi na dostawy dla Enei, PGE oraz kolejne w Tauronie – zarząd zapowiada aktywny udział Foxytecha. Przetargi licznikowe dotyczą przede wszystkim podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa, a zapowiadany przez rząd „nacjonalizm 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 nie tylko dla zwiększenia przychodów do zapisanego w „Strategii 2025-27" poziomu 100 mln zł, ale nawet możliwość spadku osiąganych przez Foxytech wyników. Zarząd dostrzega powyższe ryzyko i jako możliwe do wdrożenia rozwiązanie wskazuje na rozbudowę potencjału produkcyjnego Foxytecha i ewentualne przeniesienie produkcji liczników do Polski. W naszych prognozach pozostajemy ostrożni w kwestii rozwoju tego biznesu, po 2 latach wysokiej sprzedaży (75-90 mln zł) zakładamy spadek do ok. 40 mln zł (2026-29), a potem tylko 20 mln zł (odtworzenie, może mniejsze kontrakty eksportowe).

Dodatkowo osiągane w 2024 r. marże Foxytecha były wyjątkowo wysokie, co wynikało z korzystnych relacji walutowych (oferty budżetowane przy wyższym kursie EUR/PLN czyli przy wyższych kosztach zakupu towarów niż faktycznie miało to miejsce). Naszym zdaniem poziom marży brutto na sprzedaży (15% w 2024 r.) jest trudny do powtórzenia; realne jest naszym zdaniem 10% (średnia z lat 2019-24).

Kwartalne wyniki Foxytecha w latach 2023-24



Źródło: Sonel, Noble Securities

Rozbudowa fabryki odłożona w czasie

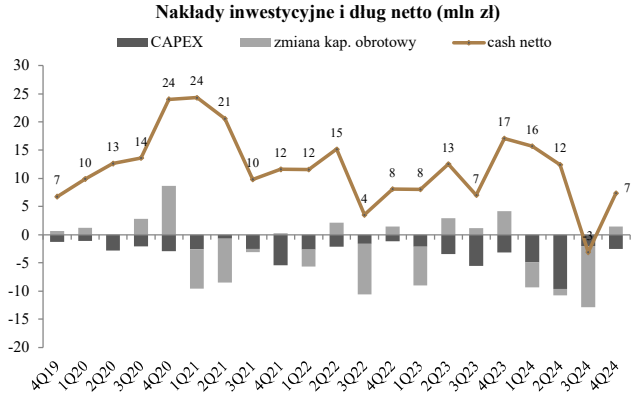
Wyhamowanie popytu i rosnąca niepewność nie sprzyjają podejmowaniu decyzji o rozbudowie mocy produkcyjnych, a prognozowane nieco niższe tempo wzrostu sprzedaży spowoduje, że „wąskie gardła" pojawią się później niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu. Podczas ostatniej konferencji zarząd wskazywał, że rozważane jest odsunięcie w czasie projektu budowy nowej fabryki w Świdnicy (na którą grunt zakupiono w 2024 r.). Z tego powodu przesunęliśmy termin oddania tej inwestycji o rok (na 2028 r.); analogicznie przesunięciu uległy nakłady inwestycyjne (obecnie przyjmujemy lata 2027-28, CAPEX łączny 30 mln zł – bez zmian).

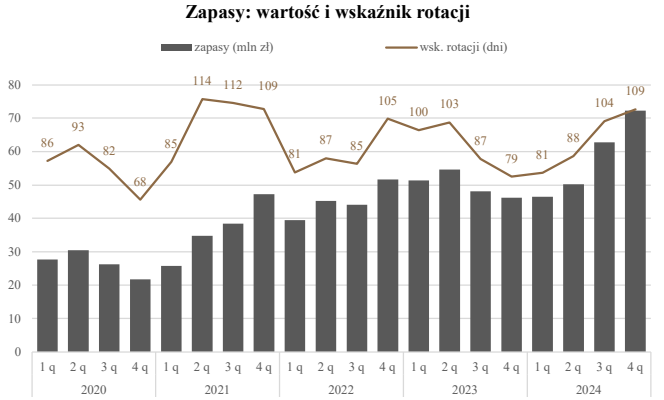
Odbudowa net cash dzięki niższym zapasom

W II półroczu Sonel uruchomił nową spółkę w Niemczech (JV z lokalnym partnerem) i rozpoczął sprzedaż produktów w nowym kanale dystrybucji. Wymagało to tymczasowego zwiększenia zapasów gotowych produktów. Jednocześnie skumulowały się dostawy liczników w ramach kontraktów realizowanych przez Foxytech dla Tauronu, co zwiększyło zapasy towarów.

Zarząd widzi potencjał do optymalizacji poziomu zapasów, szczególnie przy poprawiającej się dostępności materiałów do produkcji oraz wyhamowaniu popytu na produkty oraz usługi montażowe. Niższe powinny być też zapasy towarów (liczników).

Rosnące nakłady na kapitał obrotowy związane z przyrostem zapasów





Źródło: Sonel, Noble Securities

OSTATNIE WYDARZENIA

21.02.2025 Zatwierdzenie przez Radę Nadzorczą Strategii SONEL S.A. na lata 2025-27

Plany te oceniamy jako dość ostrożne (realne) w obszarze mierników i raczej ambitne w części licznikowej (szczególnie przy braku znaczących sukcesów na rynkach poza lokalnym i rosnącej presji na wyeliminowanie urządzeń chińskich dostawców - podnoszone kwestie bezpieczeństwa sieci energetycznej). W przypadku core-biznesu należy liczyć się z wyższym tempem wzrostu sprzedaży mierników (>10%) i spadku (lub stagnacji) w usługach, co będzie z korzyścią dla zysków, gdyż rentowność na sprzedaży mierników jest kilkukrotnie wyższa niż na usługach.

10.04.2025 Rekomendacja zarządu dotycząca wypłaty dywidendy

Zarząd zaproponował przeznaczenie na wypłatę dywidendy za 2024 r. kwoty 9,1 mln zł (0,65 zł/akcję). Ponieważ Sonel ma bezpieczną strukturę finansowania (niskie wskaźniki zadłużenia), silny cash flow operacyjny i brak znaczących planów inwestycyjnych w krótkim horyzoncie (1-2 lata), dlatego liczyliśmy na wzrost wskaźnika wypłaty po kilku latach niższych wartości i w konsekwencji wyższa kwotę przeznaczoną dla akcjonariuszy (0,80 zł/akcję).

18.04.2025 Raport roczny 2024

W 2024 r. Sonel uzyskał historycznie najwyższe wyniki, nieco powyżej naszych prognoz. Zwracamy uwagę na wzrost rentowności (pomimo wysokiego udziału niskomarżowej sprzedaży liczników), co pozwoliło pokryć widoczny w całym 2024 r. przyrost kosztów ogólnych. Na końcowy wynik ponownie wpływ miała ulga B+R.

6.05.2025 Powołanie zarządu na kadencję 2025-27

Zarząd działał będzie w niezmienionym 3-osobowym składzie: Tomasz Wiśniewski (Prezes Zarządu), Tomasz Hodij (W-ce Prezes ds. Finansowych i Korporacyjnych), Piotr Saciuk (W-ce Prezes ds. Handlowych i Nadzoru nad Spółkami).

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.

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 synergię w różnych obszarach działalności (np. wzrosła siła przetargowa u dostawców). Zahamowanie współpracy skutkowałoby dużą bezwładnością w zakresie ograniczania aktualnie rozwiniętych zasobów. Czynnik 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 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 bezpośrednie, 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 nowa	2025P stara	zmiana	2026P nowa	2026P stara	zmiana	2027P nowa	2027P stara	zmiana
Przychody	**180,0**	**214,5**	**242,0**	**241,5**	**247,9**	**-3%**	**220,5**	**229,2**	**-4%**	**237,4**	**248,7**	**-5%**
mierniki	96,0	117,0	125,4	135,3	141,6	-4%	150,5	157,7	-5%	167,4	175,6	-5%
usługi montażu	43,5	34,5	28,5	30,0	30,0	0%	30,0	31,5	-5%	30,0	33,1	-9%
liczniki	40,6	62,9	88,1	76,3	76,3	0%	40,0	40,0	0%	40,0	40,0	0%
Zysk brutto na sprzedaży	**39,1**	**44,3**	**57,7**	**57,2**	**57,2**	**0%**	**54,6**	**58,2**	**-6%**	**58,3**	**63,5**	**-8%**
rentowność	*22%*	*21%*	*24%*	*24%*	*23%*		*25%*	*25%*		*25%*	*26%*	
EBITDA	24,1	31,3	37,9	38,7	37,3	4%	36,8	39,4	-7%	38,6	43,1	-10%
EBITDA skor.	**24,1**	**31,3**	**37,9**	**38,7**	**37,3**	**4%**	**36,8**	**39,4**	**-7%**	**38,6**	**43,1**	**-10%**
rentowność	*13%*	*15%*	*16%*	*16%*	*15%*		*17%*	*17%*		*16%*	*17%*	
Amortyzacja	8,8	11,2	11,1	11,2	12,1	-8%	12,2	13,5	-10%	12,9	15,0	-14%
EBIT	15,3	20,1	26,8	27,5	25,1	10%	24,6	25,8	-5%	25,6	28,1	-9%
Działalność finansowa	-0,8	0,3	-0,5	0,2	0,1	77%	0,7	0,4	78%	1,2	0,7	71%
Zysk netto	14,6	17,1	20,1	23,0	22,5	2%	22,3	23,9	-6%	23,8	26,2	-9%
Zysk netto skor.	**14,6**	**17,1**	**21,3**	**23,0**	**22,5**	**2%**	**22,3**	**23,9**	**-6%**	**23,8**	**26,2**	**-9%**
rentowność	*8%*	*8%*	*9%*	*10%*	*9%*		*10%*	*10%*		*10%*	*11%*	
Inwestycje i akwizycje	7,6	14,2	19,1	16,0	14,6	9%	15,4	26,7	-42%	23,7	33,8	-30%
Dywidenda (Y-1)	7,0	8,4	10,9	12,8	15,7	-18%	13,8	9,4	47%	11,6	5,0	132%
Dług netto	**-8,1**	**-17,1**	**-7,4**	**-16,8**	**-10,5**	**61%**	**-26,4**	**-15,4**	**72%**	**-23,8**	**-13,1**	**82%**
P/E	15,8	13,5	10,8	10,0	10,2		10,3	9,7		9,7	8,8	
EV/EBITDA	9,2	6,8	5,9	5,5	5,9		5,6	5,5		5,4	5,1	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

1. Obniżyliśmy nasze prognozy na lata 2025-27, głównie na skutek nieco gorszych perspektyw dla segmentu mierników na 2025 r.
2. Zakładamy średnioroczny wzrost przychodów z core-biznesu na poziomie ok. 10% (8% w 2025 r., ponad 11% w latach 2026-27). Nasze szacunki są zbieżne z planami spółki zapisanymi w Strategii Sonela na lata 2025-27. Przychody z liczników (Foxytech) spadną do poziomu ok. 75 mln zł w 2025 r. a potem do 40 mln zł (system przetargowy, uzależnienie od wąskiej grupy klientów). W tym przypadku jesteśmy dużo bardziej ostrożni niż zarząd, który planuje 100 mln zł przychodów w obszarze liczników w 2027 r.
3. Marża brutto na sprzedaży jest zdecydowanie wyższa w segmentach podstawowych (szacujemy ją na ok. 30% vs 10% w licznikach).
4. CAPEX skokowo zwiększy się w latach 2027-28 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 2027 i 15 mln zł w 2028 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 ok. 15% łącznych wydatków na B+R, min. 2 mln zł rocznie) jak i ulgi podatkowej (ok. 20% wydatków B+R, ok. 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	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	**180,0**	**214,5**	**242,0**	**241,5**	**220,5**	**237,4**
Zysk brutto na sprzedaży	39,1	44,3	57,7	57,2	54,6	58,3
Koszty sprzedaży i zarządu	25,4	26,2	33,0	31,9	32,5	35,3
Zysk na sprzedaży	13,8	18,1	24,6	25,3	22,1	22,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1,6	2,0	2,2	2,2	2,4	2,7
EBIT	**15,3**	**20,1**	**26,8**	**27,5**	**24,6**	**25,6**
Koszty i przychody finansowe netto	-0,8	0,3	-0,5	0,2	0,7	1,2
Zysk przed opodatkowaniem	14,6	20,4	26,3	27,8	25,3	26,8
Podatek dochodowy	-0,2	0,9	2,2	2,5	1,8	1,8
Zysk netto raportowany	14,6	17,1	20,1	23,0	22,3	23,8
Zysk netto powtarzalny	**14,6**	**17,1**	**21,3**	**23,0**	**22,3**	**23,8**
Amortyzacja	8,8	11,2	11,1	11,2	12,2	12,9
EBITDA	**24,1**	**31,3**	**37,9**	**38,7**	**36,8**	**38,6**

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**	**201,3**	**210,4**	**223,9**
Aktywa trwałe	**56,3**	**59,3**	**67,5**	**72,4**	**75,5**	**86,2**
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	52,9	56,2	64,3	69,1	72,3	83,0
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**	**128,9**	**134,9**	**137,7**
Zapasy	51,7	46,3	72,3	62,2	59,9	63,2
Należności handlowe	49,4	40,5	38,8	48,5	47,2	49,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,5	18,7	16,5	18,2	27,8	25,2
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	**171,8**	**164,8**	**195,1**	**201,3**	**210,4**	**223,9**
Kapitał własny razem	**99,5**	**109,0**	**119,8**	**130,0**	**138,6**	**150,8**
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**	**50,0**	**50,6**	**51,9**
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	21,8	21,4	17,3
Inne	32,4	28,5	40,5	28,2	29,1	34,6

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	23,0	22,3	23,8
Amortyzacja	8,8	11,2	11,1	11,2	12,2	12,9
Zmiana kapitału obrotowego	-8,5	1,2	-14,7	2,8	4,2	-4,0
CF operacyjny	**12,8**	**31,4**	**21,2**	**37,0**	**38,8**	**32,7**
CAPEX	-7,6	-14,2	-19,1	-16,0	-15,4	-23,7
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	-3,7	-10,8	3,5
CF inwestycyjny	**-7,7**	**-14,1**	**-19,1**	**-19,7**	**-26,1**	**-20,2**
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	-12,8	-13,8	-11,6
CF finansowy	**-3,4**	**-13,2**	**-4,9**	**-19,3**	**-13,8**	**-11,6**
CF	**1,7**	**4,2**	**-2,8**	**-2,0**	**-1,2**	**0,9**
Stan środków pieniężnych na początek okresu	12,2	13,9	18,1	15,3	13,2	12,1
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	13,9	18,1	15,3	13,2	12,1	13,0

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

Wybrane wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
marża EBITDA	13,4%	14,6%	15,7%	16,0%	16,7%	16,2%
marża EBIT	8,5%	9,4%	11,1%	11,4%	11,1%	10,8%
marża netto	8,1%	8,0%	8,3%	9,5%	10,1%	10,0%
Dług netto	-8,1	-17,1	-7,4	-16,8	-26,4	-23,8
Dług netto/EBITDA	-0,3	-0,5	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6
Liczba akcji	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Dywidenda na akcję	0,60	0,70	0,91	0,99	0,83	0,00
P/BV	2,3	2,1	1,9	1,8	1,7	1,5

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

Roczne stopy wzrostu	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	14%	19%	13%	0%	-9%	8%
EBITDA	4%	30%	21%	2%	-5%	5%
EBIT	-3%	31%	33%	3%	-11%	4%
Zysk netto	-1%	17%	18%	14%	-3%	7%
Zysk netto powtarzalny	-1%	17%	25%	8%	-3%	7%

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 WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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 osiąganych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.
NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.
NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulująca 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: 08.05.2025, godz. 16.25 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 08.05.2025, godz. 17.00.
Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiejkolwiek 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	06.06.2022	12.12.2022	17.05.2023	05.12.2023	06.05.2024	12.12.2024
Kurs z dnia rekomendacji	9,8	9,7	10,6	11,7	15,0	15,4
Cena docelowa	10,2	10,2	12,9	12,36	15,78	16,61
WIG w dniu rekomendacji	57 588,03	57 588,03	63 519,20	76 867,53	86 575,30	81 725,18

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)
Unibep	nd	14,30	10,60	11,00	30%	06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00	639,40	-19%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
TOYA	nd	12,40	6,37	6,88	80%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00	639,40	-20%	07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	24,50	72%	02.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,30	19,60	19,45	25%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30	32,05	87%	24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	358,40	488,20	537,80	-33%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32	10,95	-10%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00	639,40	-20%	13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50	3,80	19%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23 300,00	18 140,00	15520,00	50%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32	18,30	39%	03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20	24,10	56%	21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	39,30	0%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	85,90	-5%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40	26,10	30%	06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40	3,41	57%	03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Trzymaj	26,80	28,15	30,75	-13%	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	224,80	8%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10	22,00	9%	16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40	16,70	-1%	12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	245,00	-9%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	21,70	3%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	6,64	-20%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	6,88	80%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	8,42	109%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	33,90	108%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	6,47	-39%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	290,00	36%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	18,20	14%	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	61,70	33%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	8,55	-28%	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	35,50	260%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	359,00	60%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	224,80	177%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	10,36	67%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	21,40	18,30	19,46	10%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47			09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20			30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,00	587,00			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22 500,00	14 820,00			19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	20,15	80%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	562,00	47%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00			17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50			09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40			28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48			28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40			27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	23,70	22,60			24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,50	68,10			18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,60	65,00			12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	17,90	16,00			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,10	17,20			10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,82	7,70			31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,80	320,00			23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,60	573,00			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
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

(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, wydobycie

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