

**Sonel – stopniowa odbudowa wyników od 2H2026**

Brak przełomu w wynikach Sonela w pierwszym półroczu 2026 r. oraz obserwowana słabość segmentu małych i średnich spółek na GPW ciążyła kursowi spółki w ostatnich miesiącach. Liczymy, że II połowa roku przyniesie poprawę przynajmniej w kwestiach fundamentalnych, co przełoży się na wzrost zainteresowania akcjami Sonela. Atutami spółki pozostają stabilny wzrost sprzedaży w core biznesie (mierniki), bezpieczna sytuacja bilansowa (silny OCF, nadwyżki gotówki) oraz polityka dywidendowa. Na bazie zaktualizowanych prognoz obniżyliśmy cenę docelową z 14,84 zł do 13,64 zł, co daje 7-proc. potencjał wzrostu. Podnosimy rekomendację z TRZYMAJ do AKUMULUJ.

**Rozczarowujące wyniki 2Q2026**

Wyniki II kwartału oceniamy jako rozczarowujące, poprawa widoczna w 1Q26 okazała się nie być trwałym trendem. W raportowanym okresie zawiodła zwłaszcza niska marża (na poziomie brutto na sprzedaży zaledwie 24%, kiedy spółka historycznie osiągała poziom 25-30%), co przy zbliżonych kosztach ogólnych skutkowało spadkiem zysków.

**Oczekiwana poprawa wyników 2H2026 i dalsze wzrosty w 2027 r.**

Sonel rozbudowuje działy sprzedażowe oraz R&D oczekując wzrostu przychodów w core biznesie (mierniki). Pozyskiwani są też nowi klienci w obszarze montażu usługowego, choć spadek zamówień od głównego klienta trudno będzie zrekomensować w krótkim czasie. Wzrost sprzedaży mierników będzie w dalszym ciągu wspierał wyniki Sonela, ale ubytek w segmencie usługowym uniemożliwi wykonania prognoz przychodowych zawartych w Strategii (200 mln zł w 2027 r.). Dlatego zdecydowaliśmy się lekko skorygować nasze prognozy na rok 2026 oraz lata następne.

**Promowanie local content negatywne dla Foxytecha**

Zapowiedzi krajowych podmiotów o promowaniu rodzimych dostawców stwarzają zagrożenie dla działalności spółki zależnej Foxytech, która oferuje na polskim rynku liczniki energii elektrycznej produkcji chińskiej. W krótkim terminie spółka poradziła sobie pozyskując duży kontrakt (ok. 100 mln zł) na dostawy liczników dla Stoen Operator.

**Silny OCF i niski CAPEX wspierają odbudowę zasobów gotówkowych**

Niższy od planowanego wzrost przychodów odsuwa w czasie inwestycję w nowy zakład produkcyjny. Spółka koncentruje się na optymalnym wykorzystaniu istniejących mocy wytwórczych, co odczytujemy jako brak większych inwestycji w park maszynowy i niski CAPEX w latach 2026-27.

**Sonel spółka dywidendowa**

Stały wysoki OCF i utrzymujące się nadwyżki gotówki pozwalają na dzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Sonel jest spółką dywidendową (w 18-letniej historii giełdowej każdego roku wypłacał dywidendę) i zakładamy, że taką pozostanie w przyszłości.

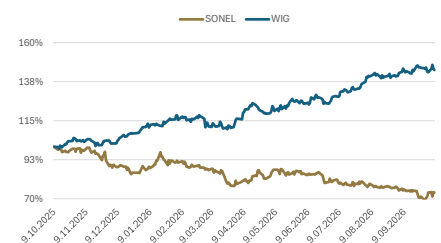
Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (11,96 zł) oraz porównawczą (12,56 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć cenę docelową (12M) na 13,64 zł. Podnosimy rekomendację do AKUMULUJ.

| mln zł                 | 2024  | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 242,0 | 209,5 | 163,2 | 183,6 | 206,3 |
| EBITDA                 | 37,9  | 27,1  | 26,6  | 29,6  | 33,4  |
| EBIT                   | 26,8  | 15,5  | 14,7  | 17,3  | 20,1  |
| Zysk netto             | 21,3  | 13,0  | 14,7  | 17,0  | 19,5  |
| P/E (x)                | 8,4   | 13,8  | 12,2  | 10,5  | 9,2   |
| EV/EBITDA (x)          | 4,5   | 5,9   | 5,9   | 5,3   | 5,0   |

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

**AKUMULUJ  
(aktualizacja - podwyższona)**

|                   |            |
|-------------------|------------|
| Kurs              | 12,80 zł   |
| Wycena (12M)      | 13,64 zł   |
| Potencjał wzrostu | 7%         |
| Kapitalizacja     | 179 mln zł |
| Free float        | 33%        |
| Śr. Wolumen 6M    | 1 099      |



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

**PROFIL SPÓŁKI**

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

**STRUKTURA AKCJONARIATU**

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| Fundacja Rodzinna Vesper      | 22,51% |
| Fund. Rodzinna Rodziny Foltów | 21,43% |
| Allianz OFE                   | 10,00% |
| Futuro Fundacja Rodzinna      | 8,40%  |
| Fils Fundacja Rodzinna        | 7,51%  |
| Tadeusz Sołkiewicz            | 7,12%  |
| Pozostali                     | 23,04% |

Źródło: Serwis informacyjny biznes.pap.pl, Noble Securities

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

## Spis treści

|                                                                                         |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|----|
| WYCENA.....                                                                             | 3  |
| Wycena metodą DCF .....                                                                 | 4  |
| Wycena metodą porównawczą.....                                                          | 5  |
| PODSUMOWANIE WYNIKÓW 2Q26 ORAZ 1H26.....                                                | 6  |
| Przychody i marże.....                                                                  | 6  |
| Wzrost zapotrzebowania na KO, niskie wydatki inwestycyjne .....                         | 7  |
| PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE .....                                                      | 8  |
| Oczekiwana poprawa wyników 2H2026 i dalsze wzrosty w 2027 r. ....                       | 8  |
| Silny OCF i niski CAPEX wsparciem dla polityki dywidendowej.....                        | 8  |
| Forsowanie local content zagrożeniem dla Foxytecha, niewielki wpływ na core biznes..... | 8  |
| OSTATNIE WYDARZENIA.....                                                                | 8  |
| AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH .....                                                  | 9  |
| WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE .....                                                       | 10 |

## WYCENA

Wartość jednej akcji Sonela wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej oraz DCF. W horyzoncie 12-miesięcznym cenę docelową wyznaczyliśmy na 13,64 zł (poprzednio 14,84 zł). Wycena daje 7-proc. potencjał do wzrostu kursu. Wydajemy rekomendację AKUMULUJ (poprzednio TRZYMAJ).

Model DCF bazuje na prognozach skonsolidowanych wyników finansowych przygotowanych przez Noble Securities. Szczegółowe prognozy zostały zaprezentowane w dalszej części raportu. Zaktualizowane prognozy finansowe są bardziej konserwatywne w porównaniu z poprzednim raportem, dodatkowo uwzględniliśmy zapowiadany wzrost stopu podatku CIT z 19% do 22% od 2027 r. Nowe prognozy odsuwają w czasie perspektywę wykonania planów zapisanych w Strategii rozwoju Sonela z 2027 r. na 2028 r. (200 mln zł przychodów i 20 mln zł zysku netto).

Przy wycenie porównawczej wzięliśmy pod uwagę tylko 2 spółki z branży AKPiA (aparatura kontrolno-pomiarowa i automatyka): Apator i Aplisens. 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 ze zmiany prognoz finansowych oraz parametrów modelu DCF.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

| Podsumowanie wyceny            | Waga (x) | Wycena 1 akcji (zł) | Poprzednio (zł) | Zmiana |
|--------------------------------|----------|---------------------|-----------------|--------|
| Wycena DCF                     | 50%      | 11,96               | 13,39           | -11%   |
| Wycena porównawcza - kraj      | 50%      | 12,56               | 13,39           | -6%    |
| Wycena porównawcza - zagranica | 0%       | 30,42               | 32,49           | -6%    |
| Średnia ważona metod           |          | 12,26               | 13,39           | -8%    |
| <b>Cena docelowa (12M)</b>     |          | <b>13,64</b>        | <b>14,84</b>    | -8%    |
| Cena aktualna                  |          | 12,80               |                 |        |
| Potencjał                      |          | 7%                  |                 |        |

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 31.12.2025 w wysokości 19 mln zł, udziały niesprawujące kontroli w kwocie 2 mln zł,
- Niższa efektywna stopa podatkowa (ulga B+R),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0% (bez zmian),
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,99% (poprzednio 5,49%), premia za ryzyko w wysokości 5,25% (poprzednio 5,33%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

| DCF                              | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P | 2035P |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży           | 163   | 184   | 206   | 229   | 253   | 280   | 310   | 343   | 380   | 421   |
| NOPAT                            | 14    | 16    | 18    | 21    | 24    | 27    | 30    | 34    | 38    | 39    |
| Amortyzacja                      | 12    | 12    | 13    | 13    | 7     | 9     | 10    | 12    | 13    | 15    |
| Zmiany KON                       | -1    | -5    | -6    | -6    | -6    | -7    | -8    | -9    | -10   | -11   |
| CAPEX                            | -11   | -13   | -22   | -29   | -17   | -19   | -21   | -23   | -26   | -29   |
| FCFF                             | 13    | 10    | 4     | -1    | 8     | 10    | 11    | 14    | 16    | 15    |
| WACC                             | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% |
| Współczynnik dyskonta            | 0,98  | 0,88  | 0,79  | 0,71  | 0,64  | 0,57  | 0,52  | 0,46  | 0,42  | 0,37  |
| DFCF                             | 12    | 9     | 3     | -1    | 5     | 6     | 6     | 6     | 7     | 5     |
| SUMA DFCF do 2035                | 58    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wzrost FCFF po okresie prognozy  | 0%    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość rezydualna na 2035       | 249   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 93    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość Firmy (EV)               | 151   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dług netto 31.12.2025            | -19   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Udziałowcy mniejszościowi        | 2     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość kapitałów własnych       | 167   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Liczba akcji (w mln)             | 14,0  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość na 1 akcję               | 11,96 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

### Analiza wrażliwości

|             | Stopa wzrostu rezydualna |       |       |       |       |
|-------------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
|             | -2%                      | -1%   | 0%    | 1%    | 2%    |
| WACC - 1,0% | 11,99                    | 12,64 | 13,42 | 14,36 | 15,54 |
| WACC - 0,5% | 11,39                    | 11,97 | 12,65 | 13,48 | 14,49 |
| WACC        | 10,84                    | 11,36 | 11,96 | 12,69 | 13,57 |
| WACC + 0,5% | 10,35                    | 10,80 | 11,34 | 11,98 | 12,74 |
| WACC + 1,0% | 9,89                     | 10,30 | 10,78 | 11,34 | 12,01 |

Źródło: Noble Securities

Kalkulacja kosztu kapitału własnego oraz WACC:

| WACC                      | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P | 2035P |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stopa wolna od ryzyka     | 5,99% | 5,99% | 5,99% | 5,99% | 5,99% | 5,99% | 5,99% | 5,99% | 5,99% | 5,99% |
| Premia za ryzyko          | 5,25% | 5,25% | 5,25% | 5,25% | 5,25% | 5,25% | 5,25% | 5,25% | 5,25% | 5,25% |
| Beta                      | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| Koszt kapitału własnego   | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% |
| Efektywna stopa podatkowa | 6,6%  | 8,3%  | 8,6%  | 8,5%  | 8,1%  | 8,2%  | 8,9%  | 9,5%  | 10,0% | 22,0% |
| Koszt długu               | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  |
| Koszt długu po tarczy     | 7,5%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,2%  | 7,2%  | 6,2%  |
| Dług netto/EV             | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| WACC                      | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% | 11,2% |

Źródło: Noble Securities

## Wycena metodą porównawczą

| Wycena porównawcza (kraj) | Kapitalizacja<br>(mln PLN) | P/E (x) |       |       | EV/EBITDA (x) |       |       |
|---------------------------|----------------------------|---------|-------|-------|---------------|-------|-------|
|                           |                            | 2026P   | 2027P | 2028P | 2026P         | 2027P | 2028P |
|                           | Spółki krajowe (AKPiA)     |         |       |       |               |       |       |
| Apator                    | 743                        | 10,1    | 9,8   | 10,1  | 5,2           | 4,7   | 4,4   |
| Aplisens                  | 203                        | 14,1    | 11,4  | 9,3   | 6,5           | 5,1   | 4,6   |
| Mediana                   |                            | 12,1    | 10,6  | 9,7   | 5,8           | 4,9   | 4,5   |
| Implikowana wartość Sonel |                            | 12,73   | 12,89 | 13,45 | 12,77         | 11,95 | 11,46 |
| Waga                      |                            | 20%     | 20%   | 10%   | 20%           | 20%   | 10%   |
| Implikowana wartość Sonel |                            | 12,56   |       |       |               |       |       |
|                           | Spółki zagraniczne (AKPiA) |         |       |       |               |       |       |
| Schneider Electric        | 671 190                    | 25,9    | 21,7  | 18,6  | 17,2          | 14,8  | 13,0  |
| Emerson                   | 356 571                    | 24,8    | 22,3  | 20,4  | 18,7          | 17,2  | 15,9  |
| Honeywell                 | 260 074                    | 25,2    | 21,2  | 18,6  | 20,2          | 17,9  | 16,4  |
| Fortive                   | 68 598                     | 19,2    | 17,8  | 16,4  | 15,7          | 14,9  | 14,1  |
| ESCO                      | 31 717                     | 31,2    | 28,3  | 24,5  | 24,9          | 24,5  | 21,6  |
| Yokogawa                  | 29 396                     | 20,0    | 18,3  | 15,9  | 9,2           | 8,7   | 7,8   |
| Badger Meter              | 14 894                     | 29,2    | 26,4  | 23,5  | 17,5          | 16,2  | 15,0  |
| Itron                     | 14 745                     | 13,4    | 12,2  | 10,8  | 12,1          | 10,9  | 9,7   |
| Vaisala Oyj               | 10 704                     | 31,0    | 26,2  | 23,5  | 19,1          | 16,9  | 15,3  |
| Nedap                     | 2 733                      | 19,5    | 16,3  | 14,4  | 11,9          | 10,3  | 9,2   |
| Mediana                   |                            | 25,0    | 21,4  | 18,6  | 17,4          | 15,5  | 14,6  |
| Implikowana wartość Sonel |                            | 26,28   | 26,08 | 25,85 | 34,61         | 34,44 | 35,53 |
| Waga                      |                            | 20%     | 20%   | 10%   | 20%           | 20%   | 10%   |
| Implikowana wartość Sonel |                            | 30,42   |       |       |               |       |       |

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 12.10.2026 r. godz. 16:51

## PODSUMOWANIE WYNIKÓW 2Q26 ORAZ 1H26

Wyniki II kwartału oceniamy jako rozczarowujące, poprawa widoczna w 1Q26 okazała się nie być trwałym trendem. W raportowanym okresie zawiodła zwłaszcza niska marża (na poziomie brutto na sprzedaży zaledwie 24%, kiedy spółka historycznie osiągała poziom 25-30%), co przy zbliżonych kosztach ogólnych skutkowało spadkiem zysków.

Przypominamy, że od 3Q25 Sonel nie konsoliduje już wyników Foxytecha metodą pełną, stąd tak duży spadek przychodów, ale też wyższa marża operacyjna i odbicie na zysku netto. Spółka ta dołożyła jednak do wyników Grupy w 2Q26 ponad 0,5 mln zł (na poziomie zysku jednostek wykazywanych metodą praw własności), co jest osiągnięciem bardzo dobrym i istotnie poprawiło końcowy wynik Sonela.

Choć przepływy operacyjne nie były tak imponujące jak w 1H25 (w samym II kwartale okazały się lepsze r/r), to jednak utrzymujące się niskie wydatki inwestycyjne pozwalają powiększać zasoby gotówkowe (cash netto na koniec czerwca'26 wzrósł do 21 mln zł).

Po I półroczu Sonel zrealizował 44% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów (wykonanie prognozy pozostaje celem realnym, ale coraz bardziej ambitnym), podobnie w odniesieniu do zysków EBIT/EBITDA. Z kolei prognozę zysku netto udało się zrealizować zaledwie w 33% i choć pamiętamy o bardzo prawdopodobnym rozliczeniu ulgi B+R w ostatnim kwartale (tak było w kilku poprzednich latach), to słabe wyniki I półroczu bardzo utrudniają realizację naszych założeń.

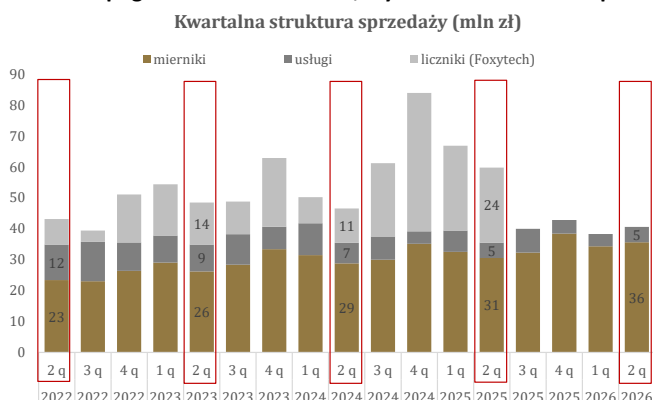
| mln zł                              | 2Q'25       | 2Q'26       | Zmiana r/r  | 2Q'26P      | Wyniki vs prognoza NS | 2026P        | Realizacja prognozy NS |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|--------------|------------------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>       | <b>59,8</b> | <b>40,6</b> | <b>-32%</b> | <b>40,7</b> | <b>0%</b>             | <b>178,4</b> | <b>44%</b>             |
| Zysk brutto na sprzedaży            | 11,1        | 9,8         | -12%        | 11,4        | -14%                  | 44,6         | 46%                    |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 7,9         | 7,8         | -1%         | 7,3         | 7%                    | 30,3         | 49%                    |
| Pozostała działalność operacyjna    | 0,2         | 0,6         | 265%        | 0,0         | -                     | 1,8          | 79%                    |
| <b>EBIT</b>                         | <b>3,4</b>  | <b>2,6</b>  | <b>-22%</b> | <b>4,1</b>  | <b>-35%</b>           | <b>16,1</b>  | <b>43%</b>             |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>6,2</b>  | <b>5,2</b>  | <b>-16%</b> | <b>7,1</b>  | <b>-26%</b>           | <b>28,0</b>  | <b>45%</b>             |
| Saldo finansowe                     | -0,7        | 0,0         | -           | 0,0         | -                     | 0,9          | 1%                     |
| Zysk przed podatkiem                | 2,7         | 3,1         | 18%         | 4,1         | -23%                  | 17,7         | 39%                    |
| Raport. zysk netto akcj. j. d.      | 2,0         | 2,3         | 17%         | 3,5         | -33%                  | 16,7         | 33%                    |
| Przepływy operacyjne                | -1,8        | 4,4         | -           |             |                       | 23,1         | 31%                    |
| CAPEX                               | 2,5         | 1,5         | -39%        |             |                       | 11,5         | 39%                    |
| <b>Gotówka netto</b>                | <b>17,5</b> | <b>21,1</b> | <b>21%</b>  |             |                       | <b>21,6</b>  | <b>98%</b>             |
| Marża brutto na sprzedaży           | 18,6%       | 24,3%       |             | 28,0%       |                       | 25,0%        |                        |
| Marża EBIT                          | 5,7%        | 6,5%        |             | 10,1%       |                       | 9,0%         |                        |
| Marża EBITDA                        | 10,5%       | 12,9%       |             | 17,4%       |                       | 15,7%        |                        |
| Marża netto (skor.)                 | 3,4%        | 5,8%        |             | 8,6%        |                       | 9,3%         |                        |

Źródło: Sonel, P - prognoza Noble Securities

## Przychody i marże

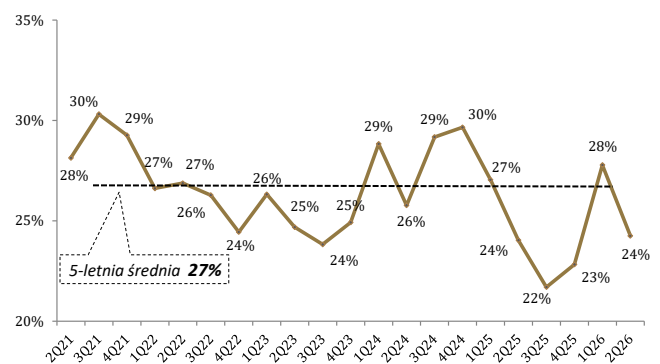
Skonsolidowane przychody Sonela w II kwartale spadły o ponad 30% (-20 mln zł), na co wpływ miała dekonsolidacja Foxytecha od 3Q25.

### Ponowne pogorszenie rentowności, wyhamowanie trendu spadkowego w usługach



Źródło: Sonel, Noble Securities

### Marża brutto na sprzedaży w core biznesie



W core biznesie przychody były wyraźnie wyższe (+14%). Pozytywnie odbieramy przyspieszenie wzrostów w najbardziej marżowym segmencie mierników (choć niestety nie miało to przełożenia na osiągnięte rentowności) oraz przede wszystkim wyhamowanie trendu spadkowego w obszarze montażu usługowego. Negatywnie zaskoczyła rentowność - ponowny spadek marży brutto pomimo rosnących przychodów w segmencie mierników i poprawy struktury sprzedaży (mniej przychodów z usług, dekonsolidacja Foxytecha). Zaledwie 24-proc. rentowność brutto na sprzedaży okazała się niższa od naszych prognoz dla Q2 (28%) jak i założeń całorocznych (25%).

## Wzrost zapotrzebowania na KO, niskie wydatki inwestycyjne

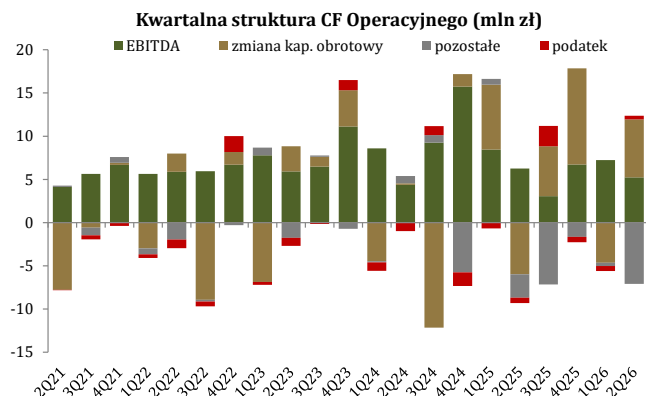
Finansowanie kapitału obrotowego w II kwartale dalej rośnie (+3 mln zł kw/kw, po wyłączeniu zobowiązań z tytułu uchwalonej dywidendy). Nastąpił wzrost zapasów (+4 mln zł kw/kw) oraz należności (+1 mln zł kw/kw) przy wzroście zobowiązań handlowych o ok. 2 mln zł kw/kw.

Zwiększenie KON nie wpłynęło negatywnie na CF operacyjny (+3,4 mln zł w 2Q26 vs ponad -2 mln zł przed rokiem).

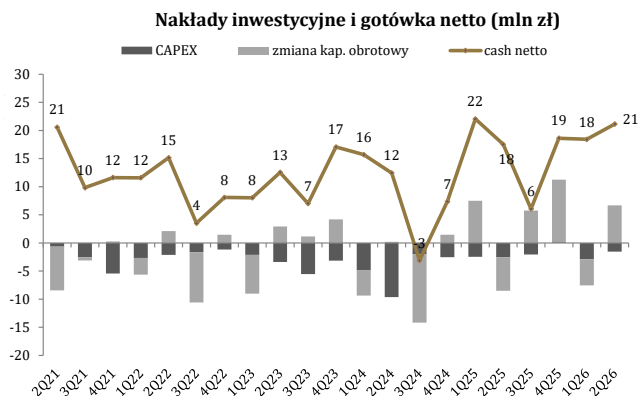
CAPEX w ujęciu skonsolidowanym wyniósł tylko 1,5 mln zł i został sfinansowany z wpływów z działalności operacyjnej. Po półroczu Sonel wydał na inwestycje zaledwie 4,4 mln zł z 11-12 mln zł planowanych na cały 2026 r. Słabsze otoczenie rynkowe nie sprzyja rozbudowie zdolności produkcyjnych i zapewne tegoroczny budżet inwestycyjny nie zostanie w całości wykonany.

Pozycja gotówkowa pozostaje ultrabezpieczna, spółka ma nadwyżki finansowe na poziomie powyżej 21 mln zł. Kwota ta zapewne zostanie uszczuplona po wypłacie dywidendy w III kwartale (prawie 10 mln zł), ale w następnych okresach spodziewamy się jej ponownej odbudowy.

## Przepływy pieniężne



Źródło: Sonel, Noble Securities



## PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE

### Oczekiwana poprawa wyników 2H2026 i dalsze wzrosty w 2027 r.

Na ostatnim spotkaniu zarząd spółki nie odwołał celów strategicznych na 2027 r., choć słaby popyt na niektórych rynkach europejskich oraz wysoka konkurencja (i wynikająca z tego presja cenowa) utrudniają ich realizację w wyznaczonym terminie. Dodatkowo problemem jest silny spadek zamówień od głównego klienta (grupa Lincoln) w obszarze usług montażu elektroniki, którego jak dotychczas nie udało się zrekomensować pozyskaniem nowych zleceń. Zarząd deklaruje dużą aktywność w pozyskiwaniu nowych klientów, jednak wczesny etap współpracy oznacza niską wartość składanych zamówień (często są to jeszcze partie testowe). Liczymy na pojawienie się wyraźnych efektów tych działań już w roku 2027 (wzrost sprzedaży w tym segmencie o 3 mln zł), a powrotu do historycznego poziomu sprzedaży usług montażowych (co najmniej 30 mln zł) w latach 2029-30. Systematyczny wzrost sprzedaży mierników wsparty usługami montażowymi powinien doprowadzić do odbudowy marż (przyjęliśmy wzrost marży brutto do 26% w 2026 r. vs ok. 24% w 2025 r. po wyłączeniu Foxytecha).

Ważnym elementem poprawiającym wyniki Sonela oraz wspierającym cash flow są ulgi podatkowe. Spółka korzysta z ulgi na prace badawczo-rozwojowe (B+R), która w 2025 r. obniżyła CIT o ok. 1,25 mln zł. Zakładana poprawa wyników powinna zwiększyć możliwości odliczenia ulgi B+R, w prognozach przyjęliśmy odpowiednio 2 mln zł w 2026 r. i 2,5 mln zł w 2027 r.

Przypominamy, że w 2025 r. na skutek dekonsolidacji Foxytecha i koniecznych rozliczeń z tego wynikających, wyniki Sonela zostały obciążone na kwotę ok. 2,5 mln zł (one-off widoczny na poziomie pozostałej działalności operacyjnej). W prognozach na lata kolejne nie zakładamy żadnych zdarzeń jednorazowych.

### Silny OCF i niski CAPEX wsparciem dla polityki dywidendowej

Wolniejszy od oczekiwań przyrost przychodów i poczynione optymalizacje procesów produkcyjnych pozwalają odłożyć w czasie większe inwestycje w park maszynowy (decyzja o rozbudowie fabryki zapewne nie wcześniej niż za 2 lata), czego potwierdzeniem jest relatywnie niski CAPEX zakładany na 2026 r.: ok. 11,5 mln zł (z czego tylko 4,5 mln zł zrealizowane po 1H26). Sonel koncentruje się obecnie na mniej kapitałochłonnych działaniach, jak rozwój działu sprzedaży (głównie eksport) oraz R&D (inżynierowie odpowiedzialni za rozwój produktów).

Staly wysoki OCF i utrzymujące się nadwyżki gotówki pozwalają na dzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Sonel jest spółką dywidendową i zakładamy, że taką pozostanie w przyszłości.

### Forsowanie local content zagrożeniem dla Foxytecha, niewielki wpływ na core biznes

Zapowiedzi największych krajowych podmiotów (szczególnie z branży energetycznej będącej kluczowym klientem Sonela) o promowaniu rodzimych producentów i usługodawców zmieniają perspektywę prowadzenia biznesu dla wielu firm. W przypadku Sonel SA (segment mierników) ewentualny pozytywny wpływ nie będzie znaczący, gdyż preferencje local content widoczne będą przede wszystkim przy przetargach publicznych, a gros sprzedaży spółki odbywa się innymi kanałami. Poza tym Sonel przy wielu wyrobach jest jedynym krajowym producentem, przez co zasada local content stoi w sprzeczności z prawem zamówień publicznych.

Zmienione podejście klienta do oceny dostawców jest dużo większym wyzwaniem w przypadku Foxytecha (segment liczników), który oferuje na polskim rynku liczniki energii elektrycznej produkcji chińskiej. Większościowym udziałowcem Foxytecha jest podmiot chiński (Sonel ma 40% i nie sprawuje kontroli na tą spółkę), co przy restrykcyjnej interpretacji zasady local content oznacza wyeliminowanie Foxytecha z przetargów na dostawy liczników dla polskiej energetyki, przynajmniej w części dotyczącej odbiorców kontrolowanych przez Skarb Państwa. W krótkim terminie spółka poradziła sobie pozyskując duży kontrakt (ok. 100 mln zł) na dostawy liczników dla Stoen Operator. Sonel konsoliduje wyniki Foxytecha metodą praw własności, a więc tylko zysk netto (proporcjonalnie do posiadanych udziałów). Ewentualna decyzja o zamknięciu Foxytecha nie będzie więc miała dużego wpływu na wyniki Grupy Sonel (<1% prognozowanych zysków skonsolidowanych w 2027 r.), może jednak oznaczać konieczność utworzenia jednorazowego odpisu na udziały w spółce (2,3 mln zł, ok. 13% prognozowanych zysków skonsolidowanych w 2027 r.).

## OSTATNIE WYDARZENIA

14.05.2026 Zgłoszenie kandydatury p. K. Wieczorkowskiego na Przewodniczącego RN nowej kadencji

25.05.2026 Raport kwartalny 1Q2026

29.05.2026 Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (wybór przewodniczącego RN, uchwała podziale zysku i dywidendzie 0,7 zł/akcję)

30.07.2026 Umowa na dostawy 200 tys. liczników AMI dla Stoen Operator w latach 2027-30 o wartości ok. 100 mln zł (z opcją)

23.09.2026 Raport półroczny 1H2026

09.10.2026 Konferencja wynikowa

## AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

| mln zł                          | 2024         | 2025         | 2026P        |              |             | 2027P        |              |             | 2028P        |              |             |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
|                                 |              |              | nowa         | stara        | %           | nowa         | stara        | %           | nowa         | stara        | %           |
| <b>Przychody</b>                | <b>242,0</b> | <b>209,5</b> | <b>163,2</b> | <b>178,4</b> | <b>-9%</b>  | <b>183,6</b> | <b>198,1</b> | <b>-7%</b>  | <b>206,3</b> | <b>218,6</b> | <b>-6%</b>  |
| mierniki                        | 125,4        | 133,8        | 143,2        | 149,9        | -4%         | 160,6        | 168,1        | -4%         | 178,7        | 187,1        | -4%         |
| usługi montażu                  | 28,5         | 23,9         | 20,0         | 28,5         | -30%        | 23,0         | 30,0         | -23%        | 27,6         | 31,5         | -12%        |
| liczniki *                      | 88,1         | 51,7         | 0,0          | 0,0          | nd          | 0,0          | 0,0          | nd          | 1,0          | 1,0          | nd          |
| <b>Zysk brutto na sprzedaży</b> | <b>57,7</b>  | <b>43,0</b>  | <b>42,4</b>  | <b>44,6</b>  | <b>-5%</b>  | <b>47,7</b>  | <b>51,5</b>  | <b>-7%</b>  | <b>53,6</b>  | <b>56,8</b>  | <b>-6%</b>  |
| rentowność                      | 24%          | 21%          | 26%          | 25%          |             | 26%          | 26%          |             | 26%          | 26%          |             |
| EBITDA                          | 37,9         | 24,5         | 26,6         | 28,0         | -5%         | 29,6         | 32,0         | -7%         | 33,4         | 35,6         | -6%         |
| <b>EBITDA skor.</b>             | <b>37,9</b>  | <b>24,5</b>  | <b>26,6</b>  | <b>28,0</b>  | <b>-5%</b>  | <b>29,6</b>  | <b>32,0</b>  | <b>-7%</b>  | <b>33,4</b>  | <b>35,6</b>  | <b>-6%</b>  |
| rentowność                      | 16%          | 12%          | 16%          | 16%          |             | 16%          | 16%          |             | 16%          | 16%          |             |
| Amortyzacja                     | 11,1         | 11,6         | 11,9         | 11,9         | 0%          | 12,4         | 12,4         | 0%          | 13,3         | 13,4         | 0%          |
| EBIT                            | 26,8         | 12,9         | 14,7         | 16,1         | -9%         | 17,3         | 19,6         | -12%        | 20,1         | 22,2         | -10%        |
| Działalność finansowa           | -0,5         | -1,1         | 0,3          | 0,9          | -62%        | 1,0          | 1,0          | 10%         | 0,9          | 1,1          | -13%        |
| Zysk netto                      | 20,1         | 10,4         | 14,7         | 16,7         | -12%        | 17,0         | 19,5         | -12%        | 19,5         | 21,9         | -11%        |
| <b>Zysk netto skor.</b>         | <b>21,3</b>  | <b>13,0</b>  | <b>14,7</b>  | <b>16,7</b>  | <b>-12%</b> | <b>17,0</b>  | <b>19,5</b>  | <b>-12%</b> | <b>19,5</b>  | <b>21,9</b>  | <b>-11%</b> |
| rentowność                      | 9%           | 6%           | 9%           | 9%           |             | 9%           | 10%          |             | 9%           | 10%          |             |
| Inwestycje i akwizycje          | 19,1         | 6,9          | 11,5         | 11,5         | 0%          | 13,0         | 13,7         | -5%         | 22,0         | 22,5         | -2%         |
| Dywidenda (Y-1)                 | 10,9         | 13,1         | 9,8          | 9,8          | 0%          | 13,2         | 10,0         | 32%         | 15,3         | 11,1         | 38%         |
| <b>Dług netto</b>               | <b>-7,4</b>  | <b>-18,6</b> | <b>-23,7</b> | <b>-21,6</b> | <b>10%</b>  | <b>-21,5</b> | <b>-24,6</b> | <b>-13%</b> | <b>-10,9</b> | <b>-20,8</b> | <b>-48%</b> |
| P/E                             | 8,4          | 13,8         | 12,2         | 10,8         |             | 10,5         | 9,2          |             | 9,2          | 8,2          |             |
| EV/EBITDA                       | 4,5          | 6,6          | 5,9          | 5,6          |             | 5,3          | 4,8          |             | 5,0          | 4,5          |             |

\* spadek przychodów ze sprzedaży liczników w latach 2025-28 jest skutkiem dekonsolidacji Foxytecha od 1.07.2025 r.

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

## WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

| Skonsolidowany rachunek zysków i strat  | 2024  | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P |
|-----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży                  | 242,0 | 209,5 | 163,2 | 183,6 | 206,3 |
| Zysk brutto na sprzedaży                | 57,7  | 43,0  | 42,4  | 47,7  | 53,6  |
| Koszty SG&A                             | 33,0  | 30,5  | 29,4  | 31,7  | 35,1  |
| Zysk na sprzedaży                       | 24,6  | 12,4  | 13,1  | 16,1  | 18,6  |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne | 2,2   | 0,5   | 1,6   | 1,2   | 1,5   |
| EBIT                                    | 26,8  | 12,9  | 14,7  | 17,3  | 20,1  |
| EBIT skorygowany *                      | 26,8  | 15,5  | 14,7  | 17,3  | 20,1  |
| Koszty i przychody finansowe netto      | -0,5  | -1,1  | 0,3   | 1,0   | 0,9   |
| Zysk przed opodatkowaniem               | 26,3  | 12,1  | 15,8  | 18,6  | 21,3  |
| Podatek dochodowy                       | 2,2   | 0,5   | 1,0   | 1,5   | 1,8   |
| Zysk netto                              | 20,1  | 10,4  | 14,7  | 17,0  | 19,5  |
| Zysk netto skorygowany *                | 21,3  | 13,0  | 14,7  | 17,0  | 19,5  |
| Amortyzacja                             | 11,1  | 11,6  | 11,9  | 12,4  | 13,3  |
| EBITDA                                  | 37,9  | 24,5  | 26,6  | 29,6  | 33,4  |
| EBITDA skorygowana *                    | 37,9  | 27,1  | 26,6  | 29,6  | 33,4  |

\* zyski skorygowane o koszty rozliczenia dekonsolidacji Foxytech

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

| Skonsolidowany bilans                   | 2024  | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P |
|-----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa                                  | 195,1 | 149,1 | 154,1 | 160,4 | 167,4 |
| Aktywa trwałe                           | 67,5  | 66,3  | 65,9  | 66,6  | 75,3  |
| Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP           | 64,3  | 59,4  | 59,1  | 59,7  | 68,4  |
| Inne aktywa trwałe                      | 3,2   | 6,8   | 6,8   | 6,8   | 6,8   |
| Aktywa obrotowe                         | 127,6 | 82,9  | 88,2  | 93,8  | 92,1  |
| Zapasy                                  | 72,3  | 37,1  | 38,4  | 43,2  | 48,6  |
| Należności                              | 38,8  | 24,3  | 25,1  | 28,3  | 31,8  |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty      | 16,5  | 21,5  | 24,6  | 22,4  | 11,8  |
| Inne aktywa obrotowe                    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Pasywa                                  | 195,1 | 149,1 | 154,1 | 160,4 | 167,4 |
| Kapitał własny                          | 119,8 | 119,1 | 124,0 | 127,8 | 131,9 |
| Zobowiązania długookresowe              | 1,4   | 0,9   | 0,9   | 0,9   | 0,9   |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 1,4   | 0,9   | 0,9   | 0,9   | 0,9   |
| Inne                                    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Zobowiązania krótkookresowe             | 54,1  | 20,4  | 20,5  | 23,0  | 25,8  |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 6,5   | 0,7   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Zobowiązania handlowe                   | 7,0   | 10,7  | 11,1  | 12,5  | 14,0  |
| Inne                                    | 40,5  | 9,1   | 9,4   | 10,5  | 11,9  |

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

| Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych | 2024  | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P |
|------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Zysk netto                                     | 20,1  | 10,4  | 14,7  | 17,0  | 19,5  |
| Amortyzacja                                    | 11,1  | 11,6  | 11,9  | 12,4  | 13,3  |
| Zmiana kapitału obrotowego                     | 14,7  | -21,9 | 1,5   | 5,4   | 6,0   |
| CF operacyjny                                  | 21,2  | 31,6  | 25,1  | 24,0  | 26,8  |
| CAPEX                                          | -19,1 | -6,9  | -11,5 | -13,0 | -22,0 |
| Inwestycje kapitałowe                          | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Inne (m.in. zarządzanie płynnością)            | 0,0   | 0,0   | -14,4 | 3,4   | 11,8  |
| CF inwestycyjny                                | -19,1 | -6,9  | -25,9 | -9,7  | -10,2 |
| Podwyższenie kapitału                          | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Zmiana zadłużenia odsetkowego                  | 6,8   | -6,3  | -0,7  | 0,0   | 0,0   |
| Dywidenda + buyback                            | -10,9 | -13,1 | -9,8  | -13,2 | -15,3 |
| CF finansowy                                   | -4,9  | -19,7 | -10,5 | -13,2 | -15,3 |
| CF                                             | -2,8  | 4,9   | -11,3 | 1,1   | 1,2   |
| Stan środków pieniężnych na początek okresu    | 18,1  | 15,3  | 20,2  | 8,9   | 10,0  |
| Stan środków pieniężnych na koniec okresu      | 15,3  | 20,2  | 8,9   | 10,0  | 11,3  |

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

| Wybrane wskaźniki      | 2024  | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, Adj *             | 1,52  | 0,93  | 1,05  | 1,22  | 1,39  |
| Revenue                | 242,0 | 209,5 | 163,2 | 183,6 | 206,3 |
| EBIT                   | 26,8  | 12,9  | 14,7  | 17,3  | 20,1  |
| EBITDA                 | 37,9  | 24,5  | 26,6  | 29,6  | 33,4  |
| Net Income Adj *       | 21,3  | 13,0  | 14,7  | 17,0  | 19,5  |
| Net debt               | -7,4  | -18,6 | -23,7 | -21,5 | -10,9 |
| BPS                    | 8,56  | 8,51  | 8,86  | 9,13  | 9,42  |
| DPS                    | 0,65  | 0,70  | 0,95  | 1,10  | 1,14  |
| Return on Equity (ROE) | 18%   | 9%    | 12%   | 14%   | 15%   |
| Return on Assets (ROA) | 11%   | 6%    | 10%   | 11%   | 12%   |
| Depreciation           |       |       |       |       |       |
| Amortization           | 11,1  | 11,6  | 11,9  | 12,4  | 13,3  |
| Free Cash Flow         | 2,1   | 24,6  | 13,6  | 11,0  | 4,8   |
| CAPEX                  | -19,1 | -6,9  | -11,5 | -13,0 | -22,0 |

\* zyski skorygowane o koszty rozliczenia dekonsolidacji Foxytech

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

## OBIĄśNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

**BV** – wartość księgową  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**IIR** – 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  
**LTM** – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

## 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 w dniu jego sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które publikuje Emitent w ramach wykonywania swoich obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocen, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 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.

### System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Akumuluj – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

### SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

- Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

**Metoda porównawcza** – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmienne, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

**Metoda sum częściowych** – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

### INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNĄĆ 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;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakiegokolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości 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**

Ogólny opis *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A. zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu *Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A.* zamieszczonego na stronie internetowej: [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty*.

Na życzenie Klienta, NS przekazuje przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl), dodatkowe informacje na temat *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. 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, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiąganych przez 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. Ma on 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. Są to tzw. chińskie mury, czyli 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.

Regulamin świadczenia przez Noble Securities S.A. usług maklerskich oraz prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych określa:

- zasady wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz 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,
- 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.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz
- zawierać transakcji osobistych 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. Analityk oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał 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, (zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie), lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż 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 fragmentów nie stanowi:**

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

**Raport: Michał Sztabler - Analityk Departamentu Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A**

• sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- 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 tym 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,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

#### UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Michał Sztabler - Analityk Departamentu Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 12.10.2026 o godz. 17:01. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 12.10.2026 godz. 17:04.

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

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

#### Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dla Sonel S.A.

| Rekomendacja/aktualizacja | nd         | nd         | nd         | nd         | nd         | Redukuj    | Trzymaj    |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Data wydania              | 2023-05-17 | 2023-12-05 | 2024-05-06 | 2024-12-12 | 2025-05-08 | 2025-10-03 | 2026-05-12 |
| Kurs z dnia rekomendacji  | 10,6       | 11,7       | 14,95      | 15,4       | 16,5       | 17,5       | 14,95      |
| Cena docelowa             | 12,9       | 12,4       | 15,78      | 16,61      | 15,14      | 14,67      | 14,84      |
| WIG w dniu rekomendacji   | 63519,2    | 76867,53   | 86575,3    | 81725,18   | 101010,2   | 108016,8   | 130148,5   |

## Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

| Spółka               | Zalecenie | Cena docelowa (4) | Cena przy<br>wydaniu | Cena bieżąca | Różnica do Ceny<br>Docelowej | Data wydania (1) | Data ważności<br>(2) | Sporządził (3)       |
|----------------------|-----------|-------------------|----------------------|--------------|------------------------------|------------------|----------------------|----------------------|
| Torpol               | Redukuj   | 59,70             | 69,60                | 67,50        | -12%                         | 25.09.2026       | 12M                  | Dariusz Nawrot       |
| Bioton               | Kupuj     | 5,00              | 3,50                 | 3,85         | 30%                          | 25.09.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Huuuge               | Akumuluj  | 27,10             | 23,25                | 23,15        | 17%                          | 24.09.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Budimex              | Sprzedaj  | 562,00            | 713,00               | 690,00       | -19%                         | 17.09.2026       | 12M                  | Dariusz Nawrot       |
| Eurocash             | Trzymaj   | 5,70              | 5,76                 | 5,01         | 14%                          | 10.09.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| MO-BRUK              | Akumuluj  | 462,00            | 388,00               | 409,00       | 13%                          | 31.08.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| Enea                 | Trzymaj   | 19,94             | 19,67                | 22,50        | -11%                         | 25.08.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| Inter Cars           | Akumuluj  | 1117,00           | 977,00               | 991,00       | 13%                          | 13.08.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Auto Partner         | Akumuluj  | 34,90             | 29,60                | 31,45        | 11%                          | 06.08.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| XTB                  | Akumuluj  | 151,70            | 138,00               | 139,72       | 9%                           | 29.07.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Celon Pharma         | Kupuj     | 29,30             | 20,60                | 18,70        | 57%                          | 23.07.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Ten Square Games     | Kupuj     | 152,70            | 89,40                | 99,30        | 54%                          | 23.07.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| PGE                  | Trzymaj   | 9,56              | 9,63                 | 16,70        | -43%                         | 06.07.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| 11 bit studios       | Redukuj   | 116,00            | 138,00               | 122,30       | -5%                          | 25.06.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Unibep               | Kupuj     | 16,00             | 12,80                | 14,76        | 8%                           | 24.06.2026       | 12M                  | Dariusz Nawrot       |
| Ailleron             | Trzymaj   | 16,80             | 16,10                | 16,72        | 0%                           | 23.06.2026       | 12M                  | Dariusz Dadej        |
| CD Projekt           | Akumuluj  | 250,00            | 226,00               | 263,00       | -5%                          | 18.06.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Pepco Group          | Redukuj   | 27,90             | 34,30                | 43,82        | -36%                         | 09.06.2026       | 12M                  | Dariusz Dadej        |
| Selvita              | Kupuj     | 41,90             | 30,30                | 21,20        | 98%                          | 09.06.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Ryvu Therapeutics    | Kupuj     | 31,40             | 17,40                | 16,50        | 90%                          | 27.05.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens             | Akumuluj  | 21,52             | 18,65                | 19,85        | 8%                           | 26.05.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| Captor Therapeutics  | Kupuj     | 110,80            | 78,00                | 64,00        | 73%                          | 25.05.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Apator               | Akumuluj  | 30,31             | 25,75                | 25,60        | 18%                          | 21.05.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| Eurocash             | Akumuluj  | 6,30              | 5,40                 | 5,01         |                              | 19.05.2026       | 12M                  | Dariusz Dadej        |
| Amica                | Kupuj     | 74,00             | 51,70                | 45,90        | 61%                          | 14.05.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Sonel                | Trzymaj   | 14,84             | 14,95                | 12,70        | 17%                          | 12.05.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| MO-BRUK              | Kupuj     | 456,90            | 347,50               | 409,00       |                              | 12.05.2026       | 12M                  | Dariusz Dadej        |
| Creepy Jar           | Trzymaj   | 616,00            | 598,00               | 437,00       | 41%                          | 11.05.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Creotech Instruments | Trzymaj   | 667,00            | 640,00               | 853,00       | -22%                         | 08.05.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| MCI Capital ASI      | Kupuj     | 39,90             | 26,90                | 26,90        | 48%                          | 06.05.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Unibep               | Akumuluj  | 17,50             | 14,74                | 14,76        |                              | 21.04.2026       | 12M                  | Dariusz Nawrot       |
| Answer.com           | Akumuluj  | 20,70             | 17,98                | 22,20        | -7%                          | 21.04.2026       | 12M                  | Dariusz Dadej        |
| Molecule             | Kupuj     | 7,50              | 5,20                 | 6,66         | 13%                          | 20.04.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Huuuge Games         | Akumuluj  | 25,60             | 23,00                |              |                              | 17.04.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Inter Cars           | Kupuj     | 892,00            | 722,00               | 991,00       |                              | 16.04.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Auto Partner         | Akumuluj  | 24,60             | 21,40                | 31,45        | -22%                         | 16.04.2026       | 12M                  | Mateusz Chrzanowski  |
| Tauron PE            | Redukuj   | 9,37              | 10,33                | 9,64         | -3%                          | 09.04.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| LPP                  | Akumuluj  | 26300,00          | 22500,00             | 25040,00     | 5%                           | 08.04.2026       | 12M                  | Dariusz Dadej        |
| Ryvu Therapeutics    | Kupuj     | 43,10             | 20,70                | 16,50        |                              | 31.03.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Toya                 | Kupuj     | 15,50             | 8,90                 | 10,40        | 49%                          | 27.03.2026       | 12M                  | Dariusz Nawrot       |
| Dino Polska          | Akumuluj  | 46,90             | 41,50                | 35,81        | 31%                          | 18.03.2026       | 12M                  | Dariusz Dadej        |
| Torpol               | Sprzedaj  | 53,00             | 66,20                |              |                              | 18.03.2026       | 12M                  | Dariusz Nawrot       |
| Bioton               | Kupuj     | 4,98              | 4,10                 |              |                              | 16.03.2026       | 12M                  | Krzysztof Radojewski |
| Budimex              | Sprzedaj  | 619,00            | 785,00               |              |                              | 05.03.2026       | 12M                  | Dariusz Nawrot       |
| Bogdanka             | Sprzedaj  | 13,97             | 20,00                | 27,20        | -49%                         | 26.02.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| Wielton              | Akumuluj  | 7,25              | 6,07                 | 4,95         | 46%                          | 16.02.2026       | 12M                  | Michał Sztabler      |
| Forte                | Redukuj   | 19,60             | 23,30                | 15,30        | 28%                          | 16.02.2026       | 12M                  | Dariusz Dadej        |
| XTB                  | Kupuj     | 95,70             | 75,00                | 139,72       |                              | 16.01.2026       | 9M                   | Mateusz Chrzanowski  |
| MO-BRUK              | Kupuj     | 424,80            | 352,50               | 409,00       |                              | 14.01.2026       | 9M                   | Dariusz Dadej        |
| Creepy Jar           | Trzymaj   | 802,00            | 798,00               | 437,00       |                              | 12.01.2026       | 9M                   | Mateusz Chrzanowski  |
| Creepy Jar           | Trzymaj   | 416,00            | 414,00               | 437,00       |                              | 05.01.2026       | 9M                   | Mateusz Chrzanowski  |
| Ailleron             | Akumuluj  | 17,30             | 15,40                | 16,72        |                              | 23.12.2025       | 9M                   | Dariusz Dadej        |
| 11bit studios        | Trzymaj   | 156,00            | 142,00               | 122,30       |                              | 22.12.2025       | 9M                   | Mateusz Chrzanowski  |
| Budimex              | Redukuj   | 590,00            | 648,00               |              |                              | 22.12.2025       | 9M                   | Dariusz Nawrot       |
| Creotech Instruments | Akumuluj  | 390,00            | 355,00               | 853,00       |                              | 17.12.2025       | 9M                   | Krzysztof Radojewski |
| PGE                  | Trzymaj   | 8,95              | 8,64                 | 16,70        |                              | 11.12.2025       | 9M                   | Michał Sztabler      |
| CD Projekt           | Akumuluj  | 283,00            | 253,00               | 263,00       |                              | 11.12.2025       | 9M                   | Mateusz Chrzanowski  |
| Ryvu Therapeutics    | Kupuj     | 45,40             | 28,20                | 16,50        |                              | 27.11.2025       | 9M                   | Krzysztof Radojewski |
| Molecule             | Kupuj     | 9,20              | 6,50                 | 6,66         |                              | 27.11.2025       | 9M                   | Krzysztof Radojewski |
| Celon Pharma         | Kupuj     | 34,60             | 21,60                | 18,70        |                              | 27.11.2025       | 9M                   | Krzysztof Radojewski |
| Captor Therapeutics  | Kupuj     | 94,40             | 60,40                | 64,00        |                              | 27.11.2025       | 9M                   | Krzysztof Radojewski |
| Selvita              | Kupuj     | 63,90             | 44,00                | 21,20        |                              | 26.11.2025       | 9M                   | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens             | nd        | 20,45             | 17,95                | 19,85        |                              | 25.11.2025       | 9M                   | Michał Sztabler      |
| Apator               | Kupuj     | 29,60             | 22,70                | 25,60        |                              | 21.11.2025       | 9M                   | Michał Sztabler      |
| Amica                | Kupuj     | 97,90             | 55,00                | 45,90        |                              | 21.11.2025       | 9M                   | Mateusz Chrzanowski  |
| Pepco Group          | Trzymaj   | 25,50             | 26,83                | 43,82        |                              | 19.11.2025       | 9M                   | Dariusz Dadej        |
| Dino Polska          | Trzymaj   | 41,00             | 41,79                | 35,81        |                              | 19.11.2025       | 9M                   | Dariusz Dadej        |
| PGE                  | Redukuj   | 9,95              | 11,37                | 16,70        |                              | 12.11.2025       | 9M                   | Michał Sztabler      |
| Answer.com           | Akumuluj  | 33,70             | 29,00                | 22,20        |                              | 20.10.2025       | 9M                   | Dariusz Dadej        |
| MCI Capital          | Kupuj     | 43,20             | 29,30                | 26,90        |                              | 14.10.2025       | 9M                   | Krzysztof Radojewski |

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 12 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Dariusz Nawrot - Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa, Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**

**Dariusz Nawrot**

[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Krzysztof Radojewski**

[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

**Mateusz Chrzanowski, DI**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

**Michał Sztabler**

[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Jacek Borawski**

[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

**Szymon Pogoda**

[szymon.pogoda@noblesecurities.pl](mailto:szymon.pogoda@noblesecurities.pl)

tel. +48 785 925 184

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**

**Jacek Paszkowski, CFA**

[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**

[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 04