

Sonel – wyższy CAPEX, niższa dywidenda

Rok 2022 zapowiada się trudniejszy dla firm przemysłowych, niż wcześniej sądziliśmy. Na problemy z dostępnością i wysokimi cenami komponentów nałożyły się rosnące oczekiwania płacowe oraz wyższe ceny energii. Dodatkowo Zarząd Sonela zapowiedział wzrost wydatków inwestycyjnych, co negatywnie wpłynie na poziom wypłacanej dywidendy. Pozostawiamy niezmienione nasze założenia dotyczące wyników 2021 r., jednak obniżyliśmy prognozy na lata kolejne. Wartość akcji oszacowaliśmy na 11,8 zł, co daje 12-proc potencjał wzrostu.

Wciąż realne jest wykonanie naszych prognoz na 2021 r.

Po 3 kwartałach Sonel zrealizował ok. 65-70% naszej całorocznej prognozy. Zarząd zapowiedział jednak bardzo dobry IV kwartał, na co składać się mają dobre dane z obszaru mierników (core business) jak i wysoka sprzedaż w segmencie liczników energii.

Ambitna strategia na lata 2022-24

Nowa strategia Sonela zakłada wzrost przychodów w spółce-matce do 135 mln zł w 2024 r. (CAGR=10%), przy wzroście wskaźnika ROE do 17% (co implikuje zysk netto ok. 15 mln zł, P/E=10x). Wzrost przychodów odbywać się ma przede wszystkim w obszarze mierników, gdyż sprzedaż usług ma systematycznie maleć (obecnie ok. 30 mln zł, docelowo 10-15 mln zł). Zmiana ta byłaby korzystna dla zysku, gdyż marże w core businessie są zdecydowanie wyższe niż na usługach.

Wyzwania kosztowe

W 2021 r. Sonel musiał mierzyć się z wyzwaniami dotyczącymi płynności produkcji (ceny i dostępność komponentów), a w przyszłym roku dojdzie do tego presja płacowa oraz dynamicznie rosnące koszty energii. Spółki w wysokim udziale eksportu nie mają możliwości obrony marż poprzez adekwatne podwyżki cen produktów, gdyż klient zagraniczny nie akceptuje tak dużych zmian. Dodatkowo utrzymujący się wysoki poziom zamówień w obszarze montażu usługowego nie pozwoli na poprawę marż w wyniku lepszej struktury sprzedaży.

Wzrost CAPEX, niższa dywidenda

Zarząd zapowiedział znaczący wzrost wydatków inwestycyjnych w latach 2022-23 (15-16 mln zł rocznie vs zakładane 10 mln zł) wynikające z realizacji strategii rozwoju (B+R, program eSonel) i rozbudowy zakładu. Przy konserwatywnym podejściu do finansowania aktywów (przede wszystkim środki własne) odbije się to negatywnie na poziomie wypłacanej dywidendy. Zakładamy, że poziom wypłaty zbliżony do 1 zł/akcję (dywidenda za 2020 r.) pojawi się dopiero za 2-3 lata, choć Sonel utrzyma politykę dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami.

Ryzyka dla prognoz i wyceny

Wśród głównych czynników ryzyka, jakie widzimy dla naszych prognoz jest zahamowanie trendu wzrostowego sprzedaży przy utrzymaniu wysokich nakładów na B+R, co wpłynie negatywnie na zdolność do generowania wolnych przepływów i wypłatę dywidendy. Na poziomie operacyjnym zagrożeniem jest przerwanie ciągłości produkcji z uwagi na brak komponentów, szczególnie w obszarze dostaw liczników, gdzie występują wysokie kary finansowe.

Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (14,0 zł) oraz porównawczą (9,7 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 11,8 zł.

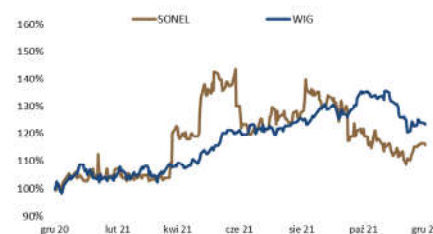
mln zł	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	91,7	109,0	116,1	141,6	148,8	143,2
EBITDA	14,6	17,4	21,6	24,3	22,5	25,8
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	8,7	9,5	13,4	14,9	12,0	13,7
EPS	0,62	0,68	0,96	1,06	0,86	0,98
DPS	0,50	0,40	1,00	0,50	0,33	0,92
P/E (x)	16,9	15,6	11,0	9,9	12,3	10,8
EV/EBITDA (x)	9,7	8,1	5,7	5,8	6,1	5,2

Źródło: Sonel, Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 22.12.2021 o godz. 11:30. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 22.12.2021 o godz. 11:40.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLESKI

Kurs akcji	10,6 zł
Wycena	11,8 zł
Potencjał wzrostu	12%
Kapitalizacja	148 mln zł
Free float	34,2%
Śr. wolumen 6M	2 883



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Producent przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji.

STRUKTURA AKCJONARIATU

K. Wieczorkowski	22,5%
K. Folta	21,1%
Aviva OFE	10,0%
M. Nowakowski	8,3%
T. Sołkiewicz	7,1%
J. Walulik	6,9%
Pozostali	24,1%

Źródło: Sonel, Noble Securities

Michał Sztabler

Analitik akcji

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

WYCENA

Wartość jednej akcji Sonel SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2021-23) oraz DCF. Na tej podstawie **wyznaczyliśmy bieżącą wartość akcji na 11,8 zł.**

Spółki zagraniczne wyceniane są z dużą premią do Sonela, co jest trwałą tendencją (w dużej części są to spółki globalne – dywersyfikacja geograficzna, nierzadko operujące w wielu segmentach – dywersyfikacja produktowa) i dlatego zostały wyłączone z wyceny i podane jedynie dla celów poglądowych. Z kolei spółki krajowe dają niższe wskazania.

Obniżenie wyceny wynika przede wszystkim ze zmiany parametrów modelu DCF, ale też z niższych prognoz (szczególnie w latach 2022-23, które naszym zdaniem będą bardziej wymagające dla spółki - duży wpływ na wycenę porównawczą). Przy wycenie DCF wpływ zmiany parametrów szacujemy na 4,2 zł, pozostałe 1,7 zł to efekt zmiany prognoz (niższy zysk, wyższy CAPEX).

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	14,0	19,9	-30%
Wycena porównawcza - kraj	50%	9,7	10,5	-8%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	25,3	28,9	-13%
Wycena		11,8	15,2	-22%
Kurs akcji		10,6		
Potencjał wzrostu		12%		

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 31.12.2021 w wysokości 8 mln zł (prognozy NS),
- Niższa efektywna stopa podatkowa w 2022 r. (ulga podatkowa), potem 19%,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1%,
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,47% (poprzednio 1,80%), premia za ryzyko w wysokości 5,1% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	149	143	143	143	146	150	154	158	162	166
NOPAT	13	14	17	18	17	17	18	18	18	19
Amortyzacja	8	8	9	9	10	8	6	7	7	8
Zmiany KON	6	1	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
CAPEX	-16	-16	-10	-10	-11	-11	-11	-12	-12	-13
FCFF	11	8	16	17	15	14	11	12	13	13
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Współczynnik dyskonta	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44
DFCFF	10	7	12	12	10	8	6	6	6	6
SUMA DFCFF do 2031	84									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2031	238									
Zdyskontowana wartość rezydualna	104									
Wartość Firmy (EV)	188									
Dług netto 31.12.2021	-8									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	196									
Liczba akcji (w tys.)	14,0									
Wartość na 1 akcję	14,0									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	13,9	14,9	16,3	18,1	20,7
WACC - 0,5%	13,1	13,9	15,1	16,5	18,6
WACC	12,3	13,1	14,0	15,2	16,9
WACC + 0,5%	11,7	12,3	13,1	14,1	15,5
WACC + 1,0%	11,1	11,6	12,3	13,2	14,3

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Efektywna stopa podatkowa	14,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%
Koszt długu po tarczy	4,70%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Aparator	615	11,0	11,4	10,3	5,5	5,1	4,7
Aplisens	165	10,8	10,2	10,1	5,2	4,6	4,0
Mediana		10,9	10,8	10,2	5,4	4,9	4,4
Implikowana wartość godziwa Sonel		11,6	9,3	9,9	9,9	8,6	9,1
Waga		15%	20%	15%	15%	20%	15%
Implikowana wartość godziwa Sonel		9,7					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 22.12.2021 r. godz. 8:50

Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Honeywell	569 290	25,0	22,3	20,2	17,4	16,0	14,8
Schneider Electric	437 378	28,5	25,4	22,6	19,1	17,5	15,9
Emerson	222 350	22,3	18,9	17,3	14,0	12,7	11,8
Fortive	106 733	26,5	23,9	21,8	21,4	19,1	17,9
Yokogawa	19 981	25,8	28,7	22,2	10,2	10,4	8,8
Itron	11 987	52,9	29,2	20,5	23,5	16,7	12,3
Badger Meter	12 410	49,5	45,2	29,1	27,7	25,8	0,0
ESCO	9 323	34,7	27,4	23,1	18,3	15,1	13,6
Vaisala Oyj	8 553	36,0	35,8	32,4	23,9	21,6	20,9
Phoenix Mecano	1 703	13,6	11,9	10,1	7,3	6,5	6,1
NEDAP	1 825	21,8	18,5	15,5	12,5	11,1	9,9
Schaffner Holding	846	116,7	14,8	13,2	19,5	7,1	6,8
Mediana		27,5	24,6	21,1	18,7	15,5	12,0
Implikowana wartość godziwa Sonel		29,2	21,2	20,6	33,0	25,8	23,1
Waga		15%	20%	15%	15%	20%	15%
Implikowana wartość godziwa Sonel		25,3					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 22.12.2021 r. godz. 8:50

PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

Mając na uwadze zmiany w strukturze sprzedaży, rosnącą presję kosztową jak i zapowiedziane przez Zarząd Sonela zwiększenia wydatków inwestycyjnych dokonaliśmy korekty naszych prognoz finansowych na kolejne lata:

- Po 3 kwartałach Sonel zrealizował ok. 65-70% naszej całorocznej prognozy. Zarząd zapowiedział jednak bardzo dobry IV kwartał, na co składać się mają dobre dane z obszaru mierników (core business) jak i wysoka sprzedaż w segmencie liczników energii (realizacja kontraktu na dostawy dla Tauronu w wersji rozszerzonej). Dlatego za wciąż realne uznajemy wykonanie naszych prognoz na 2021 r. i nie zmieniamy naszych tegorocznych założeń.
- Nowa strategia spółki na lata 2022-24 zakłada wzrost przychodów jednostkowych do 135 mln zł (CAGR=10%), jednak przy stopniowym ograniczaniu sprzedaży usług montażu na rzecz wyższej dynamiki wzrostu sprzedaży produktów (mierników). Zmiana struktury w kierunku bardziej marżowych obszarów miała przynieść wzrost rentowności. Założenie to było zbieżne z naszymi prognozami z sierpnia br., choć mieliśmy bardziej konserwatywne podejście w kwestii potencjału poprawy przychodów z produktów.
- Podczas ostatniej konferencji Zarząd spółki wskazał na bardzo wysokie zamówienia od głównego odbiorcy w obszarze usług (amerykańska grupa Lincoln), których przyjęcie nie pozwoli jeszcze obniżyć przychody z tego segmentu w 2022 r. Na tej podstawie zmieniliśmy nasze prognozy odnośnie ścieżki zmniejszania przychodów z usług montażu (pozostawiając na rok 2022 poziom porównywalny z latami 2020-21, tj. ok. 30 mln zł). Zdecydowaliśmy się też utrzymać przychody z usług na docelowym poziomie ok. 10 mln zł od roku 2025 wobec wcześniejszych prognoz zakładających całkowitą rezygnację z tej linii biznesowej. Założenia dotyczące przychodów z produktów (mierniki) oraz liczników (spółka zależna Foxytech) utrzymaliśmy na niezmiennym poziomie. Przychody Foxytech na 2022 r. bazują wyłącznie na już podpisanych kontraktach.
- Prognozowany poziom sprzedaży w miernikach i licznikach uznajemy na konserwatywny, zważywszy na oczekiwane przez Zarząd (patrz nowa strategia Sonela) tempo wzrostu przychodów z core biznesu (powyżej 10% vs ok. 5% rocznie w prognozach NS) oraz kolejne możliwe do wygrania przetargi na dostawy liczników energii elektrycznej. Spółka zależna Foxytech bierze udział m.in. w przetargu na dostawy liczników dla PGE (łącznie ok. 50 mln zł, podzielone na 4 zadania, Sonel liczy na wygranie co najmniej jednego, realizacja od połowy 2022 r.).
- Presja kosztowa (komponenty, koszty pracy, koszty energii – łącznie te 3 elementy stanowią ok. 85% kosztów ogółem, ok. 80% przychodów z produktów i usług) będzie negatywnie wpływała na marżę. Dodatkowo niższe tempo „schodzenia” z mniej rentownych usług montażu nie pozwoli kompensować rosnących kosztów poprawą miksu produktowego.
- Zarząd zapowiedział wzrost wydatków inwestycyjnych do poziomu ok. 15-16 mln zł w latach 2022-23 (vs ok. 10 mln zł w naszych poprzednich prognozach). Część z nich dotyczy rozbudowy siedziby spółki (5-6 mln zł), natomiast pozostała różnica wiąże się z wdrażaniem programu eSonel (rozwój internetowych kanałów sprzedaży, digitalizacja procesów wewnętrznych, rozwój mobilnych funkcjonalności w przyrządach). Po okresie wzmożonych wydatków, CAPEX powinien spaść do ok. 10 mln zł (zgodnie z naszymi wcześniejszymi prognozami). W konsekwencji wzrośnie amortyzacja.
- Wzrost nakładów na kapitał obrotowy obserwowany w 2021 r. (zapasy +16,5 mln zł za 3 kwartały) wynikał z trudnej sytuacji na rynku komponentów do produkcji. Zarząd wskazuje, że sytuacja nie

zmieniała się istotnie i planuje co najmniej do połowy 2022 r. utrzymać podwyższone stany magazynowe (w myśl zasady *just in case*). Dodatkowo konieczność realizacji wyższych zamówień w segmencie usług montażowych oraz plany związane z rozwojem sprzedaży liczników (i wynikający z tego obowiązek dotrzymania terminów dostaw pod groźbą wysokich kar umownych) wymuszają ostrożną politykę zarządzania zapasami. Założyliśmy, że możliwość zmniejszenia zapasów pojawi się w II półroczu 2022 r. i na koniec przyszłego roku zapasy spadną o ok. 10 mln zł (vs stan na 30.09.2021).

- Skutkiem spadku zysków i wzrostu CAPEX w kolejnych latach jest zmniejszenie (ale nie całkowite wstrzymanie) wypłaty dywidendy.
- Niższe prognozowane zyski oraz niższa dywidenda mocno ograniczają możliwość zrealizowania celu zapisanego w strategii i dotyczącego wskaźnika ROE na poziomie min. 17%.

	2019	2020	2021P Nowa	2021P Stara	zmiana	2022P Nowa	2022P Stara	zmiana	2023P Nowa	2023P Stara	zmiana
Przychody	109,0	116,1	141,6	141,6	0%	148,8	138,8	7%	143,2	143,2	0%
mierniki	63	77	82	82	0%	89	89	0%	93	93	0%
usługi montażu	36	33	30	30	0%	30	20	50%	20	20	0%
liczniki	10	6	30	30	0%	30	30	0%	30	30	0%
EBITDA	17,4	21,6	24,3	24,3	0%	22,5	26,9	-16%	25,8	28,2	-9%
Amortyzacja	6,6	6,8	7,3	7,3	0%	7,8	7,7	2%	8,3	7,9	5%
EBIT	10,8	14,8	17,0	17,0	0%	14,7	19,2	-23%	17,5	20,3	-14%
zysk netto	9,5	13,4	14,9	14,9	0%	12,0	15,6	-23%	13,7	15,9	-14%
CAPEX	10,4	9,0	10,2	10,2	0%	15,7	11,1	41%	15,7	11,2	40%
DN	-6,8	-24,1	-7,7	-7,7	0%	-10,9	-9,3	18%	-13,8	-8,2	69%
Dywidenda (zł/akcję)	0,40	1,00	0,50	0,82	-39%	0,33	0,88	-62%	0,92	0,90	2%
ROE	11%	15%	16%	16%		13%	17%		14%	16%	
P/E	15,6	11,0	9,9	9,9		12,3	9,4		10,8	9,3	
EV/EBITDA	8,1	5,7	5,8	5,8		6,1	5,2		5,2	5,0	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (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. W szczególności spółka dąży do zmniejszania negatywnego wpływu na środowisko naturalne i pracy poprzez:

- optymalizację zużycia zasobów,
- ochronę środowiska i zapobieganie zanieczyszczeniom,
- szkolenia podnoszące świadomość i kształtujące zachowania zmniejszające ryzyko wystąpienia zagrożeń dla ludzi i środowiska,
- eliminowanie zagrożeń i ograniczanie ryzyka dotyczącego bezpieczeństwa i higieny pracy,
- zapewnianie mechanizmów wspierających konsultację i współudział pracowników oraz ich przedstawicieli.

W ramach Zintegrowanego Systemu Zarządzania, w skład którego wchodzi m.in. System Zarządzania Środowiskowego, monitoruje się:

- emisję zanieczyszczeń gazowych i pyłowych wprowadzanych w sposób zorganizowany do powietrza z emitorów,
- wielkość pobranej i wytwarzanej energii elektrycznej,
- ilość i rodzaj wytwarzanych odpadów,
- ilość i rodzaj wprowadzanego sprzętu elektrycznego i elektronicznego oraz baterii i akumulatorów,
- ilość i rodzaj wprowadzanych opakowań.

Firma 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.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	91,7	109,0	116,1	141,6	148,8	143,2
Zysk brutto na sprzedaży	28,7	29,1	34,1	37,4	36,0	38,6
Koszty sprzedaży i zarządu	20,2	19,7	18,6	21,6	22,9	22,8
Zysk na sprzedaży	8,5	9,4	15,5	15,8	13,1	15,8
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,1	1,4	-0,7	1,2	1,7	1,7
EBIT	8,4	10,8	14,8	17,0	14,7	17,5
Koszty i przychody finansowe netto	0,4	-0,2	-0,4	0,0	0,3	0,5
Zysk przed opodatkowaniem	8,8	10,6	14,5	17,0	15,0	18,0
Podatek dochodowy	1,1	1,1	1,1	1,3	2,1	3,4
Zysk netto raportowany	7,7	9,5	13,4	14,9	12,0	13,7
Zysk netto powtarzalny	8,7	9,5	13,4	14,9	12,0	13,7
Amortyzacja	6,1	6,6	6,8	7,3	7,8	8,3
EBITDA	14,6	17,4	21,6	24,3	22,5	25,8

Źródło: Sonel (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Skonsolidowany bilans	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	95,4	105,4	115,6	118,7	124,3	132,8
Aktywa trwałe	46,2	51,7	52,5	55,4	63,2	70,6
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	45,6	51,2	51,8	54,6	62,5	69,9
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inne aktywa trwałe	0,6	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa obrotowe	49,2	53,7	63,1	63,3	61,1	62,2
Zapasy	24,0	28,6	21,7	34,9	28,5	27,5
Należności handlowe	18,2	17,1	15,7	19,4	20,4	19,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6,8	8,0	25,7	9,0	12,2	15,2
Inne aktywa obrotowe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	95,4	105,4	115,6	118,7	124,3	132,8
Kapitał własny razem	80,9	83,6	90,4	91,2	96,2	105,2
Zobowiązania długookresowe	0,0	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	10,2	13,1	11,4	13,6	14,3	13,7
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,6	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	5,2	12,7	11,1	13,6	14,3	13,7
Inne	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: Sonel (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	7,7	9,5	13,4	14,9	12,0	13,7
Amortyzacja	6,1	6,6	6,8	7,3	7,8	8,3
Zmiana kapitału obrotowego	-0,4	-0,3	6,6	-14,4	6,1	1,3
CF operacyjny	11,8	15,1	27,6	7,8	25,9	23,2
CAPEX	-8,7	-10,4	-9,0	-10,2	-15,7	-15,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinwestycje i inne	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	-1,2	-2,9	-3,2
CF inwestycyjny	-8,6	-10,2	-8,9	-11,4	-18,5	-18,9
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-0,9	0,6	0,4	-0,3	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-1,4	-7,0	-5,6	-14,0	-7,0	-4,6
CF finansowy	-1,3	-3,7	-1,1	-14,3	-7,0	-4,6
CF	1,8	1,3	17,6	-17,9	0,4	-0,3
Stan środków pieniężnych na początek okresu	4,9	6,8	8,0	25,6	7,8	8,2
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	6,8	8,0	25,6	7,8	8,2	7,8

Źródło: Sonel (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
marża EBITDA	15,9%	16,0%	18,6%	17,2%	15,2%	18,0%
marża EBIT	9,2%	9,9%	12,8%	12,0%	9,9%	12,2%
marża netto	8,4%	8,7%	11,6%	10,5%	8,1%	9,5%
Dług netto	-6,2	-6,8	-24,1	-7,7	-10,9	-13,8
Dług netto/EBITDA	-0,4	-0,4	-1,1	-0,3	-0,5	-0,5
Liczba akcji	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Dywidenda na akcję	0,50	0,40	1,00	0,50	0,33	0,92
P/BV	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,4

Źródło: Sonel (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	5%	19%	7%	22%	5%	-4%
EBITDA	12%	19%	24%	13%	-7%	14%
EBIT	35%	28%	37%	15%	-13%	19%
Zysk netto	75%	22%	42%	11%	-19%	13%
Zysk netto powtarzalny	97%	8%	42%	11%	-19%	13%

Źródło: Sonel (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

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 przypadającego 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 ocen, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

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

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

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

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

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

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

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie 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: 22.12.2021, godz. 11.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 22.12.2021, godz. 11.40.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Sonel SA	
Rekomendacja/aktualizacja	nd
Data wydania	16.08.2021
Kurs z dnia rekomendacji	15,2
Cena docelowa	11,8
WIG w dniu rekomendacji	68 811,77

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Dino Polska	Redukuj	295.0	338.0	346.60	-15%	03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	12.2	10.9	10.85	12%	03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Apator	Trzymaj	19.1	18.7	18.75	2%	29.11.2021	9M	Michał Sztabler
OncoArendi	Kupuj	48.1	38.4	38.00	27%	16.11.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	157.6	131.6	110.80	42%	18.10.2021	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Kupuj	549.3	382.6	332.00	65%	18.10.2021	9M	Maciej Kietliński
TIM	nd	62.3	42.6	38.50	62%	14.10.2021	24M	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	51.5	53.5	39.15	32%	11.10.2021	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	41.2	22.5	21.20	94%	07.10.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Trzymaj	13.4	12.4	8.81	52%	28.09.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Akumuluj	71.7	51.4	59.10	21%	23.09.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7.7	5.0	4.22	82%	09.09.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	25.2	13.7	12.55	101%	02.09.2021	24M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17.8	13.1	13.90	28%	31.08.2021	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Trzymaj	455.3	460.2	541.00	-16%	27.08.2021	9M	Maciej Kietliński
Sonel	nd	15.2	11.8	10.55	44%	16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59.4	39.3	33.10	79%	12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	29.3	24.9	33.95	-14%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32.9	20.0	18.40	79%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977.0	836.0	770.00	27%	09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87.0	84.0	80.40	8%	30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253.7	269.0	346.60	-27%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17.5	12.8	13.90	26%	08.06.2021	9M	Michał Sztabler
Boombit	Kupuj	32.1	26.4	17.26	86%	26.05.2021	9M	Maciej Kietliński
MCI Capital	nd	30.9	19.2			14.05.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Krynicky Recykling	nd	25.1	19.8			10.05.2021	24M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	16.6	14.4	10.85	53%	06.05.2021	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50.0	49.1	38.00	32%	06.05.2021	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39.6	28.4			05.05.2021	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23.1	17.0	9.06	154%	04.05.2021	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8.0	5.6	4.22	90%	20.04.2021	24M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Trzymaj	23.2	23.9			19.04.2021	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	172.2	183.0	191.36	-10%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55.0	52.0			31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219.3	144.2	110.80	98%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	66.2	53.0	59.10	12%	26.03.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Artifex Mundi	Trzymaj	12.8	12.5			01.03.2021	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	59.6	45.8			17.02.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	687.9	529.0	332.00	107%	11.02.2021	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10.6	8.1			05.02.2021	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422.5	476.0			11.01.2021	9M	Maciej Kietliński

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

(2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPWsobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Maciej Kietliński, MPWmaciej.kietlinski@noblesecurities.pl

Deweloperzy gier

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Biotechnologia

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFAjacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04