

Sonel – wyższe prognozy wyników

Nowe kontrakty w obszarze liczników, uruchomienie nowej linii produktowej mierników i wejście na nowe rynki powinny wesprzeć wzrost przychodów Sonela w 2024 r. W dłuższej perspektywie liczymy na korzyści wynikające z transformacji energetyki (OZE, magazyny energii) i rozwoju elektromobilności. Bezpieczny bilans umożliwia finansowanie inwestycji oraz utrzymanie polityki dywidendowej. Po rewelacyjnej końcówce 2023 r. podwyższyliśmy nasze prognozy finansowe i na tej podstawie cenę docelową (9M) dla akcji oszacowaliśmy na 15,78 zł.

Wzrost przychodów napędzany rozbudową oferty i wejściem na nowe rynki

W roku bieżącym w ofercie Sonela pojawiły się nowe produkty oparte o rozwiązania cyfrowe, co ma podtrzymać wysoką dynamikę wzrostu sprzedaży. Ponadto spółka wchodzi na nowe rynki sprzedażowe (np. Niemcy). Prognozujemy, że segment mierników (core biznes) będzie napędzał wzrost przychodów w latach 2024-26. Sonel skutecznie pozyskuje też nowe kontrakty na dostawy liczników, systematycznie zwiększając obroty w tym obszarze działalności. Największą niewiadomą pozostaje segment montażu usługowego, którego przychody oparte są w dużej mierze na jednym kliencie.

Wzrost marży widoczny już w wynikach 4Q2023

Poprawa dostępności i spadek cen komponentów (wraz z energią stanowią >50% kosztów) przekładają się na wzrost marży na produkcji mierników. Zarząd wskazuje też na spadającą presję na wynagrodzenia. Oczekujemy stopniowej odbudowy rentowności wynikającej z: a) niższych kosztów produkcji, b) poprawy struktury przychodów w kierunku bardziej rentownej sprzedaży mierników.

Dodatkowe dochody z programów wsparcia prac badawczo-rozwojowych

Sonel aktywnie korzysta z różnych programów wspierających finansowo prace B+R (dotacje, ulgi podatkowe). W ostatnich latach dodatkowe dochody z tego tytułu wynosiły ok. 4 mln zł rocznie. Zakładamy utrzymanie wsparcia także w kolejnych latach.

Wyższy CAPEX, ale dywidenda utrzymana

Sonel pozostaje spółką z bezpiecznym bilansem i nadwyżką wolnych środków finansowych. Pozwala to planować długofalowy rozwój firmy i inwestować w nowe linie produktowe. Tegoroczny plan CAPEX zakłada wzrost wydatków o ok. 2 mln zł r/r, a w kolejnym roku należy spodziewać się utrzymania tej tendencji (zakładamy wydatki na poziomie 10% przychodów z produktów). Nie zmienia to jednak polityki dywidendowej spółki.

Podtrzymane cele strategiczne na 2024 r.

Sonel nie zweryfikował swoich planów zapisanych w aktualizacji Strategii na lata 2022-24: 250 mln zł skonsolidowanej sprzedaży i 17% ROE (czyli ok. 20 mln zł zysku netto) w 2024 r. Wykonanie roku 2023 (ROE=16,4%) potwierdza, że jest to plan realny.

Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (14,3 zł) oraz porównawczą (14,7 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć cenę docelową (9M) na 15,78 zł.

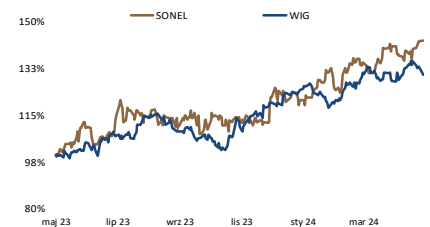
mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	158,1	180,0	214,5	241,7	229,1	240,4
EBITDA	23,2	24,1	31,3	36,8	39,9	42,9
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,7	14,6	17,1	19,7	22,1	23,4
EPS	1,05	1,04	1,22	1,41	1,58	1,67
DPS	0,50	0,60	0,70	1,13	1,26	1,34
P/E (x)	14,3	14,4	12,3	10,6	9,5	9,0
EV/EBITDA (x)	8,6	8,3	6,1	5,0	4,5	4,2

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 6.05.2024 o godz. 16:45. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 6.05.2024 o godz. 16:50.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

Kurs akcji	14,95 zł
Cena docelowa (9M)	15,78 zł
Potencjał wzrostu	5%
Kapitalizacja	210 mln zł
Free float	34,0%
Śr. wolumen 6M	1 554



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%
Allianz OFE	10,0%
M. Nowakowski	8,4%
T. Sołkiewicz	7,1%
J. Walulik	6,9%
Pozostali	24,0%

Źródło: Sonel, Noble Securities

Michał Sztabler

Analitik akcji

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

SPIS TREŚCI:

WYCENA.....	3
OSTATNIE WYDARZENIA.....	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
ZASADY ESG.....	7
AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH.....	8
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE.....	9
ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	11

WYCENA

Wartość jednej akcji Sonel SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2024-26) oraz DCF. Na tej podstawie **wyzaczyliśmy cenę docelową akcji na 15,78 zł** (koszt kapitału 11,6%). Dla porównania poprzednio wyznaczyliśmy wartość bieżącą w wysokości 12,36 zł. Spółki zagraniczne wyceniane są z dużą premią do Sonela, co jest trwałą tendencją (w dużej części są to spółki globalne – dywersyfikacja geograficzna, nierzadko operujące w wielu segmentach – dywersyfikacja produktowa) i dlatego zostały wyłączone z wyceny i podane jedynie dla celów poglądowych.

Podwyższenie wyceny wynika przede wszystkim z wyższych prognoz, ale też ze zmiany parametrów modelu DCF.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	14,33	12,5	15%
Wycena porównawcza - kraj	50%	14,71	10,2	44%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	37,18	27,3	36%
Średnia ważona metod		14,52	11,4	28%
Cena docelowa (9M)		15,78	12,4	28%
Cena aktualna		15,00		
Potencjał		5%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Gotówka netto na dzień 31.12.2023 w wysokości 17,6 mln zł, udziały niesprawujące kontroli na kwotę 5,7 mln zł,
- Niższa efektywna stopa podatkowa (ulga B+R),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%,
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7% (poprzednio 5,9%), premia za ryzyko w wysokości 5,8% (poprzednio 7,4%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	242	229	240	247	250	253	236	240	244	248
NOPAT	22	23	24	23	24	26	22	23	23	23
Amortyzacja	13	14	16	19	20	20	21	21	21	22
Zmiany KON	2	2	-2	-1	-1	-1	3	-1	-1	-1
CAPEX	-18	-18	-19	-20	-20	-21	-21	-21	-22	-22
FCFF	19	21	19	21	23	25	25	22	22	22
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,83	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,39	0,35
DFCF	18	18	14	14	14	13	12	9	8	8
SUMA DFCFF do 2033	128									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2033	173									
Zdyskontowana wartość rezydualna	60									
Wartość Firmy (EV)	189									
Dług netto 31.12.2023	-18									
Udziałowcy mniejszościowi	6									
Wartość kapitałów własnych	201									
Liczba akcji (w tys.)	14,0									
Wartość na 1 akcję	14,3									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	14,6	15,0	15,5	16,1	16,9
WACC - 0,5%	14,1	14,5	14,9	15,4	16,1
WACC	13,6	13,9	14,3	14,8	15,3
WACC + 0,5%	13,2	13,5	13,8	14,2	14,7
WACC + 1,0%	12,7	13,0	13,3	13,7	14,1

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Efektywna stopa podatkowa	10,6%	10,3%	10,2%	9,5%	9,8%	10,4%	9,1%	9,2%	9,2%	9,2%
Koszt długu	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%
Koszt długu po tarczy	6,91%	6,93%	6,93%	6,99%	6,96%	6,92%	7,02%	7,01%	7,01%	7,01%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Aparator	481	16,8	10,1	8,6	5,3	4,5	4,0
Aplisens	258	8,8	7,6	7,3	4,4	3,6	3,2
Mediana		12,8	8,8	8,0	4,8	4,1	3,6
Implikowana wartość godziwa Sonel		13,4	9,2	9,7	8,9	7,6	9,3
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość godziwa Sonel				14,7			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.05.2024 r. godz. 10:19

Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Honeywell	512 636	19,7	18,0	16,6	14,2	13,2	12,6
Schneider Electric	537 420	25,9	23,2	20,7	17,1	15,5	14,1
Emerson	244 878	19,7	18,1	16,5	17,0	15,4	14,5
Fortive	107 676	19,9	18,3	16,2	16,4	15,3	14,0
Yokogawa	24 591	15,7	19,0	17,9	8,9	9,4	8,9
Itron	19 734	26,5	23,6	20,2	19,7	16,9	14,8
Badger Meter	22 335	46,1	41,1	40,0	29,9	27,4	25,6
ESCO	11 127	25,5	22,5	bd	14,3	13,0	bd
Vaisala Oyj	5 925	25,5	20,9	18,8	14,2	12,9	12,0
Nedap	1 809	16,2	14,3	13,3	10,0	9,0	8,1
Mediana		22,7	19,9	17,9	15,3	14,3	14,0
Implikowana wartość godziwa Sonel		23,8	20,8	21,9	26,2	25,2	32,6
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość godziwa Sonel				37,2			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.05.2024 r. godz. 10:19

OSTATNIE WYDARZENIA

31.01.2024 Podpisanie przez Foxytech umów na dostawy liczników dla Tauron Dystrybucja

Wartość umowy wynosi 48,6 mln zł z opcją zwiększenia zamówień o 14,4 mln zł. Realizacja pierwszej dostawy przewidziana jest w VI/2024. W przypadku nie skorzystania przez zamawiającego z prawa opcji, umowa powinna zostać zrealizowana do X/2024. Rozpoczęcie dostaw w ramach nowo podpisanego kontraktu zapewnia ciągłość produkcji i sprzedaży Foxytecha. W optymistycznym wariantcie Foxytech może w tym roku osiągnąć sprzedaż powyżej 80 mln zł (20 mln zł ze starego kontraktu + 50 mln zł z nowego kontraktu + opcja 14 mln zł), a w wariacie podstawowym ok. 70 mln zł

12.03.2024 Opóźnienie w powołania spółki JV operującej na rynku niemieckim

Sonel poinformował o opóźnieniu w powołaniu wspólnej z partnerem niemieckim spółki mającej obsługiwać sprzedaż na rynku niemieckim. Wyjaśnienie było dość lakoniczne i nie tłumaczyło naszym zdaniem powodów opóźnienia w procesie rejestracji spółki. Nie jest to jednak kluczowy projekt w strategii rozwoju Sonela i opóźnienie w jego uruchomieniu nie będzie się wiązało z istotnym negatywnym wpływem na wyniki spółki.

17.04.2024 Rekomendacja zarządu dotycząca wypłaty dywidendy za 2023 r.

Zarząd zarekomendował wypłatę 9,8 mln zł dywidendy za 2023 rok, co dałoby 0,7 zł/akcję (DY=5%). Rok temu spółka wypłaciła 0,6 zł dywidendy na akcję. Propozycja zarządu jest zgodna z naszymi oczekiwaniami.

26.04.2024 Raport okresowy roczny 2023

Sonel zaraportował historycznie najwyższe wyniki kwartalne i całoroczne W 4Q2023 Sonel uzyskał wyniki dużo lepsze r/r, wyraźnie wyższe od naszych prognoz. Zwracamy uwagę na dynamiczny wzrost przychodów, wyższą marżę i stabilne koszty ogólne. Największą poprawę zysków zanotował Foxytech. Spółka ma ultra bezpieczny bilans i zamierza kontynuować politykę dywidendową.

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Przerwy w produkcji

Zarząd Sonela dużą wagę przywiązuje do optymalizacji procesu produkcyjnego polegającej na jak najbardziej efektywnym wykorzystaniu maszyn. Stąd dążenie do wydłużenia produkcji jednej serii wyrobu bez konieczności przestawiania urządzeń. Każda awaria automatu lub brak jakiegoś komponentu może wstrzymać produkcję na dłuższy czas powodując straty. Spółka zarządza ciągłością produkcji m.in. poprzez utrzymywanie wysokiego poziomu magazynu komponentów i półproduktów (bufora).

Kary za opóźnienia w realizacji kontraktów

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

Ryzyko istotnego spadku zamówień od podmiotów z grupy Lincoln

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

Uzależnienie od kluczowych pracowników

Wysokie zaawansowanie technologiczne produktów Sonela powoduje, że spółka jest bardzo wrażliwa na rotację kadry inżynierskiej, zwłaszcza konstruktorów i programistów. Dlatego jednym z priorytetów polityki personalnej Sonela jest zachowanie stabilności kadr w obszarach krytycznych.

Ryzyko związane z utratą dofinansowania

Ryzyko związane jest z ewentualnym brakiem pozytywnej oceny realizacji programu przez organy kontrolne (krajowe i unijne). Kwota dofinansowania jest na tyle znaczna, że zarząd liczy się z wieloma kontrolami i potencjalnym zagrożeniem podważania poprawności realizacji programu. Spółka przeciwdziała temu zagrożeniu poprzez szkolenie pracowników i ścisłą współpracę z instytucjami sprawującymi nadzór nad rozdziałem i rozliczaniem środków.

ZASADY ESG

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

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

AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln zł	2021	2022	2023	2024P	2024P	zmiana	2025P	2025P	zmiana	2026P	2026P	zmiana
				nowa	stara		nowa	stara		nowa	stara	
Przychody	158,1	180,0	214,5	241,7	210,6	15%	229,1	227,0	1%	240,4	232,4	3%
mierniki	86,4	96,0	117,0	137,2	135,6	1%	154,1	152,0	1%	165,4	162,8	2%
usługi montażu	30,0	43,5	34,5	34,5	45,0	-23%	35,0	45,0	-22%	35,0	39,6	-12%
liczniki	41,7	40,6	62,9	70,0	30,0	133%	40,0	30,0	33%	40,0	30,0	33%
Zysk brutto na sprzedaży	39,1	39,1	44,3	51,6	49,5	4%	55,6	55,9	-1%	58,6	58,1	1%
<i>rentowność</i>	<i>25%</i>	<i>22%</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>		<i>24%</i>	<i>25%</i>		<i>24%</i>	<i>25%</i>	
EBITDA	23,2	24,1	31,3	36,8	30,7	20%	39,9	35,6	12%	42,9	38,1	13%
EBITDA skor.	23,2	24,1	31,3	36,8	30,7	20%	39,9	35,6	12%	42,9	38,1	13%
<i>rentowność</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>		<i>17%</i>	<i>16%</i>		<i>18%</i>	<i>16%</i>	
Amortyzacja	7,4	8,8	11,2	12,7	12,6	0%	14,4	14,0	3%	16,3	15,1	8%
EBIT	15,8	15,3	20,1	24,2	18,1	34%	25,5	21,7	17%	26,6	22,9	16%
Działalność finansowa	0,3	-0,8	0,3	0,8	0,4	96%	1,1	0,5	130%	1,3	0,5	167%
Zysk netto	14,7	14,6	17,1	19,7	16,4	20%	22,1	19,7	13%	23,4	20,8	13%
Zysk netto skor.	14,7	14,6	17,1	19,7	16,4	20%	22,1	19,7	13%	23,4	20,8	13%
<i>rentowność</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>		<i>10%</i>	<i>9%</i>		<i>10%</i>	<i>9%</i>	
Inwestycje i akwizycje	11,3	7,6	14,2	17,8	15,4	15%	18,3	15,8	16%	19,4	15,5	25%
Dywidenda	14,0	7,0	8,4	9,8	10,1	-3%	15,8	13,1	20%	17,7	15,7	13%
Dług netto	-11,8	-8,7	-17,6	-24,9	-11,0	126%	-29,8	-11,5	159%	-30,2	-14,8	104%
P/E	14,3	14,4	12,3	10,6	12,8		9,5	10,7		9,0	10,1	
EV/EBITDA	8,6	8,3	6,1	5,0	6,5		4,5	5,6		4,2	5,1	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	158,1	180,0	214,5	241,7	229,1	240,4
Zysk brutto na sprzedaży	39,1	39,1	44,3	51,6	55,6	58,6
Koszty sprzedaży i zarządu	22,3	25,4	26,2	28,9	31,8	33,7
Zysk na sprzedaży	16,8	13,8	18,1	22,7	23,8	24,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-1,0	1,6	2,0	1,5	1,7	1,8
EBIT	15,8	15,3	20,1	24,2	25,5	26,6
Koszty i przychody finansowe netto	0,3	-0,8	0,3	0,8	1,1	1,3
Zysk przed opodatkowaniem	16,1	14,6	20,4	25,0	26,6	28,0
Podatek dochodowy	-0,1	-0,2	0,9	2,6	2,7	2,9
Zysk netto raportowany	14,7	14,6	17,1	19,7	22,1	23,4
Zysk netto powtarzalny	14,7	14,6	17,1	19,7	22,1	23,4
Amortyzacja	7,4	8,8	11,2	12,7	14,4	16,3
EBITDA	23,2	24,1	31,3	36,8	39,9	42,9

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

Skonsolidowany bilans	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa	153,6	171,8	164,8	182,7	186,6	194,5
Aktywa trwałe	55,1	56,3	59,3	64,5	68,4	71,5
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	52,5	52,9	56,2	60,2	64,0	67,1
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,4	0,4	0,0	1,2	1,2	1,2
Inne aktywa trwałe	2,2	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1
Aktywa obrotowe	98,5	115,6	105,4	118,2	118,2	123,0
Zapasy	47,3	51,7	46,3	49,7	47,1	49,4
Należności handlowe	38,8	49,4	40,5	43,0	40,8	42,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	12,4	14,5	18,7	25,5	30,4	30,8
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	153,6	171,8	164,8	182,7	186,6	194,5
Kapitał własny razem	92,3	99,5	109,0	118,9	125,3	131,0
Zobowiązania długookresowe	0,1	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,1	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	45,1	56,1	38,4	46,4	43,9	46,1
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,5	5,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	34,6	18,7	9,5	13,2	12,6	13,2
Inne	10,0	32,4	28,5	33,1	31,4	32,9

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

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zysk netto	14,7	14,6	17,1	19,7	22,1	23,4
Amortyzacja	7,4	8,8	11,2	12,7	14,4	16,3
Zmiana kapitału obrotowego	-15,2	-8,5	1,2	2,4	2,4	-2,2
CF operacyjny	11,1	12,8	31,4	34,8	39,0	37,5
CAPEX	-11,3	-7,6	-14,2	-16,6	-18,3	-19,4
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0	0,0
Dezinwestycje i inne	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	-11,7	-5,6	0,2
CF inwestycyjny	-11,4	-7,7	-14,1	-29,5	-23,9	-19,2
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-1,0	5,2	-4,8	-0,4	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-14,0	-7,0	-8,4	-9,8	-15,8	-17,7
CF finansowy	-13,1	-3,4	-13,2	-10,2	-15,8	-17,7
CF	-13,3	1,7	4,2	-4,9	-0,7	0,6
Stan środków pieniężnych na początek okresu	25,6	12,2	13,9	18,1	13,2	12,6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	12,2	13,9	18,1	13,2	12,6	13,2

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

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
marża EBITDA	14,7%	13,4%	14,6%	15,2%	17,4%	17,9%
marża EBIT	10,0%	8,5%	9,4%	10,0%	11,1%	11,1%
marża netto	9,3%	8,1%	8,0%	8,2%	9,7%	9,7%
Dług netto	-11,8	-8,7	-17,6	-24,9	-29,8	-30,2
Dług netto/EBITDA	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Liczba akcji	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Dywidenda na akcję	0,50	0,60	0,70	1,13	1,26	1,34
P/BV	2,3	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6

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

Roczne stopy wzrostu	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	36%	14%	19%	13%	-5%	5%
EBITDA	7%	4%	30%	18%	8%	8%
EBIT	7%	-3%	31%	20%	5%	5%
Zysk netto	10%	-1%	17%	15%	12%	6%
Zysk netto powtarzalny	10%	-1%	17%	15%	12%	6%

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

OBJAŚNIENIE 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
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
IFI – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

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

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

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

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

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

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

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

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

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowane 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: 6.05.2024, godz. 16.45 . Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 6.05.2024, godz. 16.50.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Sonel SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	16.08.2021	22.12.2021	06.06.2022	12.12.2022	17.05.2023	05.12.2023
Kurs z dnia rekomendacji	11,8	10,6	9,8	9,7	10,6	11,7
Cena docelowa	15,2	11,8	10,2	10,2	12,9	12,4
WIG w dniu rekomendacji	68 811,77	67 361,43	57 588,03	57 588,03	63 519,20	76 867,53

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Mabion	nd	19,0	16,2	16,24	17%	29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,5	3,5	3,51	27%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,5	7,2	7,58	52%	11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0	79,80	64%	11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,7	33,7	29,34	-23%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,7	25,1	27,40	49%	05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,5	38,0	32,75	8%	19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,1	412,0	389,20	14%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	13,72	14%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	117,85	64%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,5	30,4	32,75	-4%	05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,5	14,9	15,24	67%	05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	2,93	5%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0	15840,00	22%	16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,2	23,8	22,90	10%	12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	70,60	55%	12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	31,8	31,2	23,70	34%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7	14,65	-16%	05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2	17,16	32%	04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8			30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8	79,80	72%	29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0	330,00	18%	23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0	62,30	9%	23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3	68,00	7%	22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	16,9	14,9	14,70	15%	21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	14,72	60%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	22,40	31%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8	19,50	-3%	15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0	48,85	59%	10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Zakończona	40,6	47,7			06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0			20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8	26,80	26%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	543,00	30%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0			02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	7,89	30%	19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8			19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Unibep	nd	12,5	10,4	9,58	30%	15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8	7,62	83%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3			07.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Mabion	nd	22,9	18,0			07.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0			30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6			31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0			18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0			17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	Kupuj	4,2	2,8			07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3			04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answear.com	Kupuj	48,0	34,5			04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	19,2	16,2			27.06.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4			18.05.2023	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6			17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2			16.05.2023	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0			09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6			08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

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

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**Sobiesław Kozłowski, MPW**

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel: +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Mateusz Chrzanowski

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

Przemysł, automotive, gaming, XTB

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

Analiza techniczna