

## Sonel SA – dywidendowy high-tech

Sonel jest przedstawicielem branży Aparatury Kontrolno-Pomiarowej i Automatyki (AKPiA), która charakteryzuje się wysoką rentownością i silnymi przepływami gotówkowymi. Atrybutem spółki jest bezpieczny bilans i stabilna polityka dywidendowa. Z uwagi na mocną pozycję rynkową i dobre perspektywy rozwoju Sonel naszym zdaniem powinien być wyceniany z premią w relacji do innych firm z sektora. Wartość akcji oszacowaliśmy na 15,2 zł, co daje 29-proc potencjał wzrostu.

**Krajowy lider na rynku mierników bezpieczeństwa instalacji i urządzeń elektroenergetycznych**  
Podstawowym przedmiotem działalności Sonela jest produkcja elektronicznych przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji. Spółka działa na niszowym, ale konkurencyjnym rynku, jej głównymi rywalami są producenci zagraniczni. Z informacji podanych przez zarząd wynika, iż udział Sonela w Polsce w oferowanych grupach asortymentowych waha się od 12% w segmencie mierników cęgowych do nawet 85% w segmencie mierników małych rezystancji. Spółka ma również silną pozycję w innych krajach. Z uwagi na duże zaawansowanie technologiczne rynek mierników charakteryzuje się wysokimi barierami wejścia.

### Strategia rozwoju: wzrost organiczny oparty o własne technologie

Strategia Sonela koncentruje się na rozwoju organicznym z wykorzystaniem własnych technologii oraz zapewnieniu sprawnej sieci dystrybucji, w szczególności na rynkach eksportowych. Spółka operuje w branży technologicznej, stąd dla utrzymania pozycji konkurencyjnej konieczne jest stałe zwiększanie nakładów na badania i rozwój.

### Firma technologiczna z wysoką rentownością

Duże zaawansowanie technologiczne produktów Sonela pozwala generować wysokie marże EBITDA (15-20%) oraz netto (ok.10%). Przykład spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności (amerykański Fortive/Fluke czy fińska Vaisala) potwierdza te wskaźniki. Oparcie produkcji o własne rozwiązania stwarza możliwości wykreowania produktów odpowiadających potrzebom różnych rynków.

### Bezpieczny bilans, stabilna polityka dywidendowa

Charakterystyczna dla Sonela jest konserwatywna struktura finansowania aktywów. Spółka nieprzerwanie od debiutu giełdowego (2008 r.) dysponuje nadwyżką gotówkową, pomimo przeznaczenia na inwestycje ponad 100 mln zł w tym okresie. Sonel jest spółką dywidendową dzielącą się z akcjonariuszami zyskiem począwszy od 2009 r. Średniorocznie spółka płaciła 0,4 zł/akcję (DY=3,3%).

### Ryzyka dla prognoz i wyceny

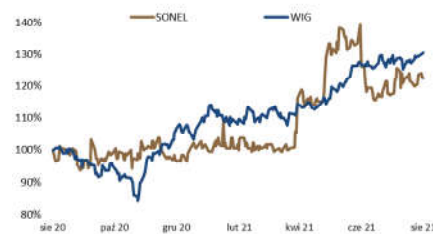
Wśród głównych ryzyk, jakie widzimy dla naszych prognoz jest zahamowanie trendu wzrostowego sprzedaży przy utrzymaniu wysokich nakładów na B+R, co wpłynie negatywnie na zdolność do generowania wolnych przepływów i wypłatę dywidendy. Na poziomie operacyjnym zagrożeniem jest przerwanie ciągłości produkcji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

**Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (19,9 zł) oraz porównawczą (10,5 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 15,2 zł.**

mln zł	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	91,7	109,0	116,1	141,6	138,8	143,2
EBITDA	14,6	17,4	21,6	24,3	26,9	28,2
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	8,7	9,5	13,4	14,9	15,6	15,9
EPS	0,62	0,68	0,96	1,06	1,12	1,13
DPS	0,50	0,40	1,00	0,82	0,88	0,90
P/E (x)	19,0	17,5	12,3	11,1	10,6	10,4
EV/EBITDA (x)	10,9	9,1	6,5	6,5	5,8	5,6

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

Kurs akcji	11,8 zł
Wycena	15,2 zł
Potencjał wzrostu	29%
Kapitalizacja	165 mln zł
Free float	34,2%
Śr. wolumen 6M	8 202



### 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	8,2%
T. Sołkiewicz	7,1%
J. Walulik	6,9%
Pozostali	24,2%

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 16.08.2021 o godz. 8:30. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 16.08.2021 o godz. 8:40.

## 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 15,2 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. Z uwagi na mocną pozycję rynkową i dobre perspektywy rozwoju Sonel naszym zdaniem powinien być wyceniany z premią w relacji do innych firm z sektora.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	50%	19,9
Wycena porównawcza - kraj	50%	10,5
Wycena porównawcza - zagranica	0%	28,9
<b>Wycena</b>		<b>15,2</b>
Kurs akcji		11,8
Potencjał wzrostu		29%

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 31.12.2020 w wysokości 24 mln zł,
- Niższa efektywna stopa podatkowa w latach 2021-2022 (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 1,80%, premia za ryzyko w wysokości 5,1%, beta na poziomie 1,0.

DCF	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	142	139	143	148	153	157	160	165	169	173
NOPAT	16	16	16	17	18	19	19	20	20	20
Amortyzacja	7	8	8	9	9	9	8	6	7	8
Zmiany KON	-14	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
CAPEX	-10	-11	-11	-12	-12	-13	-13	-14	-14	-15
<b>FCFF</b>	<b>-1</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
WACC	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>
Współczynnik dyskonta	0,98	0,91	0,85	0,80	0,75	0,70	0,65	0,61	0,57	0,54
DFCF	-1	12	10	10	10	10	8	7	6	6
SUMA DFCFF do 2030	79									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2030	328									
Zdyskontowana wartość rezydualna	176									
Wartość Firmy (EV)	255									
Dług netto 31.12.2020	-24									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	278									
Liczba akcji (w tys.)	14,0									
Wartość na 1 akcję	19,9									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	19,1	21,2	24,1	28,5	36,1
WACC - 0,5%	17,7	19,4	21,8	25,2	30,7
WACC	16,5	18,0	19,9	22,6	26,7
WACC + 0,5%	15,5	16,7	18,3	20,5	23,6
WACC + 1,0%	14,6	15,6	16,9	18,7	21,2

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
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
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>
Efektywna stopa podatkowa	7,4%	15,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
Koszt długu po tarczy	3,52%	3,22%	3,08%	3,08%	3,08%	3,08%	3,08%	3,08%	3,08%	3,08%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>

Źródło: Noble Securities

**WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ**

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Aparator	778	11,3	11,1	10,5	5,5	5,2	4,9
Aplisens	156	10,3	9,3	9,2	5,1	4,2	3,7
<b>Mediana</b>		<b>10,8</b>	<b>10,2</b>	<b>9,9</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>
Implikowana wartość godziwa Sonel		11,4	11,4	11,2	9,8	9,8	9,2
Implikowana wartość godziwa Sonel				<b>10,5</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 16.08.2021 r. godz. 7:50

Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Honeywell	619 659	28,6	25,2	22,8	19,8	17,8	16,6
Schneider Electric	397 484	26,4	24,0	21,8	17,9	16,5	15,2
Emerson	240 168	25,5	23,0	21,0	16,2	14,6	13,7
Fortive	105 428	28,8	26,0	22,8	21,7	19,7	18,1
Yokogawa	16 473	21,6	24,9	19,4	8,4	9,0	7,8
Itron	14 015	55,8	32,1	23,6	25,8	17,4	13,4
Badger Meter	11 810	53,2	49,0	45,2	29,1	27,1	25,6
ESCO	9 065	35,7	26,9	22,5	17,8	14,4	11,6
Vaisala Oyj	6 321	35,0	31,7	29,3	20,3	17,9	17,3
Phoenix Mecano	1 951	14,1	11,9	10,9	8,2	6,9	7,0
NEDAP	1 891	23,2	19,4	16,4	13,2	11,6	10,4
Schaffner Holding	766	22,8	19,1	16,4	10,8	9,9	8,9
<b>Mediana</b>		<b>27,5</b>	<b>25,0</b>	<b>22,2</b>	<b>17,9</b>	<b>15,5</b>	<b>13,6</b>
Implikowana wartość godziwa Sonel		29,2	28,0	25,1	31,6	30,5	27,9
Implikowana wartość godziwa Sonel				<b>28,9</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 16.08.2021 r. godz. 7:50

## CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

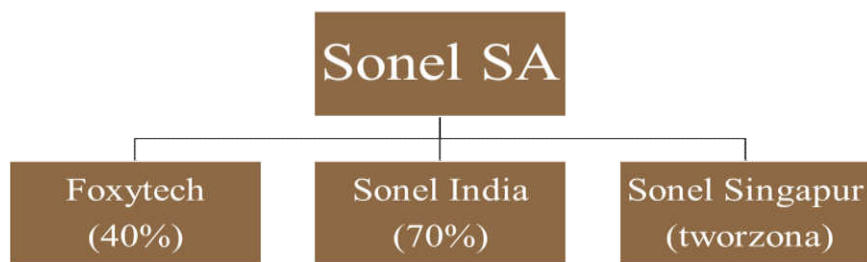
### Rys historyczny

Spółka działa od 1994 roku, początkowo jako TIM Spółka z o.o. z siedzibą w Świdnicy. Celem powołania spółki zależnej było stworzenie odrębnego centrum kompetencyjnego odpowiedzialnego za produkcję urządzeń pomiarowych własnej konstrukcji. W 1998 roku spółka zmieniła nazwę na Sonel oraz przekształciła się w spółkę akcyjną. Od 2008 r. akcje Sonela notowana są na GPW.

Działalność spółki prowadzona jest w dwóch lokalizacjach: w Świdnicy znajduje się zakład produkcyjny natomiast we Wrocławiu zakład konstrukcyjny. W ostatnich latach rozwijana jest działalność konstrukcyjna także w Świdnicy. Nie spodziewamy się, aby w najbliższym czasie miało to ulec zmianie, gdyż powyższy podział podyktowany jest względami ekonomicznymi: w Świdnicy spółka ma dostęp do tańszej, choć wykwalifikowanej siły roboczej, z kolei we Wrocławiu do uniwersyteckich ośrodków naukowych.

### Grupa kapitałowa

Obecnie w skład Grupy Kapitałowej Sonel wchodzi 3 podmioty, a jeden (w Singapurze) jest na etapie tworzenia.



Gros działalności produkcyjnej realizowany jest w ramach spółki Sonel SA, która to odpowiada za największą część przychodów i zysków Grupy Kapitałowej. Na potrzeby rozwoju produkcji liczników i wejścia na rynek przetargów publicznych utworzona została spółka Foxytech (obecnie ok. 60% spółki należy do chińskiego partnera). Pozostałe spółki dedykowane są do wsparcia sprzedaży na wybranych rynkach (Indie, Azja Płd.-Wsch., w przeszłości także USA).

	2016		2017		2018		2019		2020	
	Przychody	Zyski	Przychody	Zyski	Przychody	Zyski	Przychody	Zyski	Przychody	Zyski
Sonel SA	78 510	8 504	83 919	5 003	85 466	6 285	95 251	9 964	106 632	13 350
Foxytech	577	bd	147	-1 244	299	-91	10 580	522	6 214	-147
Sonel Indie	2 595	bd	1 566	-407	2 391	-724	2 100	-86	3 298	120
Sonel T&M *	-	-	1 580	-1 966	3 515	-3 040	1 109	-1 899	-	-
Sonel Singapur **	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>RAZEM</b>	<b>81 681</b>	<b>8 504</b>	<b>87 213</b>	<b>1 386</b>	<b>91 671</b>	<b>2 430</b>	<b>109 040</b>	<b>8 501</b>	<b>116 144</b>	<b>13 323</b>

\* działalność w USA zakończono w 2019 r.

\*\* spółka na etapie tworzenia

Źródło: Sonel, Noble Securities

### Przedmiot działalności

Podstawowym przedmiotem działalności Sonela jest produkcja elektronicznych przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji.

Od 2 lat Sonel rozwija także działalność polegającą na produkcji i sprzedaży liczników energii elektrycznej. Produkcja liczników realizowana jest we współpracy z chińskim partnerem, który posiada

obecnie 60% udziałów w spółce zależnej dedykowanej tej działalności, tj. Foxytech. Sprzedaż odbywa się w systemie przetargowym. Po kilku latach przygotowań i legalizacji produktów na rynku krajowym, Foxytech w 2019 r. pozyskał pierwszy duży kontrakt o wartości ok. 12 mln zł na dostawę 1-fazowych liczników energii elektrycznej dla spółki Tauron Dystrybucja (realizacja zakończona w 2020 r.). Tym samym udało się nowemu podmiotowi zaistnieć na rynku, czego efektem były kolejne pozyskane zlecenia (też od Taurona), tym razem o wartości ponad 25 mln zł, z opcją zwiększenia zamówienia o kolejne 7,5 mln zł.

Oprócz produkcji aparatury pomiarowej spółka prowadzi także działalność w zakresie usług montażu elektronicznego (tzw. CEMS- Contract Electronic Manufacturing Services ). Choć charakteryzuje się ona niską rentownością, to jednak pozwala bardziej efektywnie wykorzystywać posiadane zasoby (przede wszystkim park maszynowy) oraz daje korzyści skali przy zakupach komponentów. Udział tych usług wynosił w ostatnich 3 latach ok. 30%. Wraz ze wzrostem produkcji własnych rozwiązań działalność ta może tracić na znaczeniu.

	2016		2017		2018		2019		2020	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
Sprzedaż produktów, w tym	51 058	63%	54 576	63%	64 532	70%	63 101	58%	76 561	66%
- mierniki kraj	27 572	34%	29 566	34%	33 784	37%	35 839	33%	42 341	36%
- mierniki zagranica	23 487	29%	25 010	29%	30 749	34%	27 263	25%	34 220	29%
Usługi montażu	30 623	37%	32 637	37%	27 138	30%	35 550	33%	33 369	29%
Liczniki	0	0%	0	0%	0	0%	10 388	10%	6 214	5%
<b>RAZEM</b>	<b>81 682</b>	<b>100%</b>	<b>87 213</b>	<b>100%</b>	<b>91 671</b>	<b>100%</b>	<b>109 040</b>	<b>100%</b>	<b>116 144</b>	<b>100%</b>

Źródło: Sonel, Noble Securities

W produkowanym asortymencie Sonel posiada bardzo silną pozycję na rynku krajowym, dlatego szanse na znaczący wzrost sprzedaży upatrujemy w intensywnie rozwijanej działalności eksportowej. Wartość sprzedaży zagranicznej systematycznie wzrasta: z 2,6 mln zł w 2004 r. (ok. 24% sprzedaży mierników) do 34 mln zł w 2020 r. (ok. 45%).

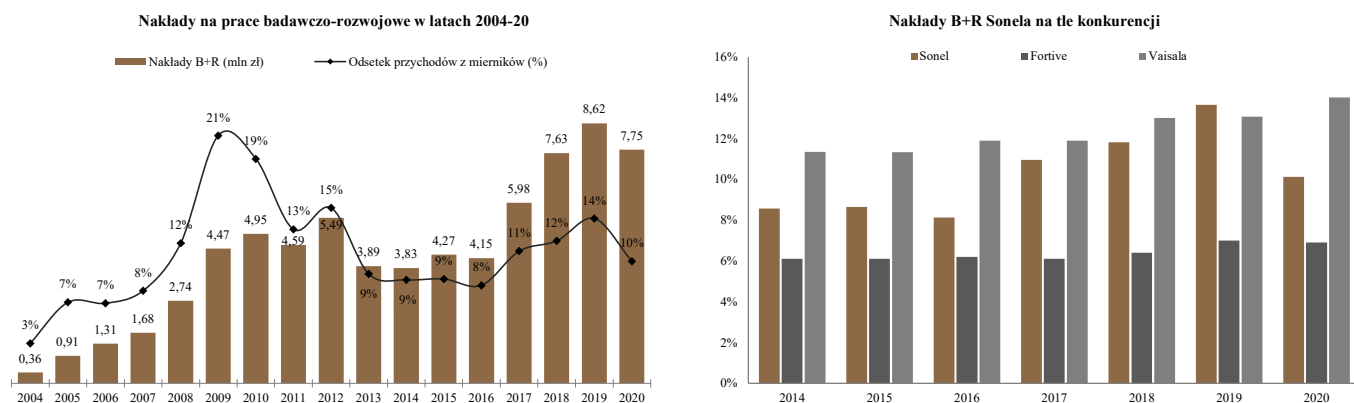
### Przewagi konkurencyjne. Innowacyjność

Konstrukcje wszystkich sprzedawanych urządzeń pomiarowych opracowywane są przez specjalistów konstruktorów, programistów i technologów zatrudnionych w Sonelu. W grupie Kapitałowej zatrudnionych było na koniec 2020 r. 314 pracowników (304 w samej Sonel SA), z czego 37 to konstruktorzy i programiści.

Sonel, będąc spółką innowacyjną, ponosi wysokie nakłady na prace badawczo-rozwojowe (B+R), stanowiące każdego roku ok. 75% łącznego CAPEX-u spółki (a w ostatnich 2 latach przekroczyły 80% wydatków inwestycyjnych). Część wydatków B+R jest finansowana ze środków pozyskanych w ramach programów wsparcia Unii Europejskiej. Dotacje rozliczane są w czasie w pozycji „Pozostałe przychody operacyjne”, a ich roczna wartość to ponad 1 mln zł.

Wydatki B+R stanowią zazwyczaj ok. 10% przychodów spółki ze sprzedaży produktów (mierników), choć zdarzały się w przeszłości lata, w których udział tej grupy wydatków dochodził do 20%. Taki udział inwestycji w rozwój własnych produktów jest typowy dla firm innowacyjnych z branży AKPiA (Aparatura Kontrolno-Pomiarowa i Automatyka).

## Nakłady na B+R kluczowe dla utrzymania przewagi konkurencyjnej



Źródło: Sonel, Fortive, Vaisala, Noble Securities

Oparcie produkcji o własne rozwiązania pozwala generować wysokie marże EBITDA (po skorygowaniu o jednorazowe odpisy ok. 20%). Rentowność na sprzedaży własnych rozwiązań jest znacząco wyższa od uzyskiwanej na usługach montażowych.

Wśród spółek o zbliżonym profilu działalności i jednocześnie notowanych na giełdzie wymienić można przede wszystkim amerykańską firmę Fortive, właściciela m.in. znanej marki Fluke (potentat na rynku urządzeń pomiarowych) oraz fińską Vaisalę (producenta różnego typu urządzeń pomiarowych - mierników temperatury, ciśnienia, siły wiatru itp.). Fortive operuje na wielu rynkach, oprócz mierników oferuje też urządzenia medyczne, urządzenia służące do oczyszczania wody, czytniki kodów kreskowych i całe elektroniczne systemy identyfikacji towarów. W 2020 r. spółka ta wypracowała 4,6 mld USD sprzedaży, 0,54 mld USD zysku operacyjnego i 0,4 mld USD znormalizowanego zysku netto. Najwyższą rentownością charakteryzuje się segment urządzeń pomiarowych: ok. 26% marży EBITDA w 2020 r., a więc o ok. 6 p.p. powyżej średniej dla całej firmy. Bardzo dobre wyniki osiąga też Vaisala, która w ub.r. wykazała 33 mln EUR zysku netto i 45 mln EUR zysku operacyjnego przy 380 mln EUR sprzedaży. Jak widać na tych przykładach innowacyjność biznesu pozwala generować wysokie rentowności. Na tej podstawie można wnioskować, iż marża EBITDA na poziomie ok. 20% dla biznesu pomiarowego jest jak najbardziej realna.

	Sonel		Vaisala		Fortive		biznes pomiarowy*	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
rentowność EBITDA	16,0%	18,6%	16,0%	17,4%	17,2%	19,9%	24,8%	26,4%
rentowność operacyjna	9,9%	12,8%	10,2%	11,8%	9,7%	11,6%	15,2%	16,9%
rentowność netto **	8,7%	11,6%	8,3%	8,6%	5,9%	7,2%	11,3%	12,4%

\* biznes pomiarowy - segment pomiarowy Fortive

\*\* dla biznesu pomiarowego dane szacunkowe

Źródło: Sonel, Vaisala, Fortive, Noble Securities

### Ulgi podatkowe z tytułu działalności w SSE

Sonel korzysta z ulgi inwestycyjnej związanej z prowadzeniem działalności w Wałbrzyskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej (podstrefa świdnicka). Zezwolenie było pierwotnie udzielone do połowy 2017 r., jednak w rezultacie decyzji Ministra Gospodarki termin obowiązywania zezwolenia wygasa dopiero z upływem okresu na jaki została ustanowiona strefa, czyli 31.12.2026 r.

Wartość poniesionych wydatków inwestycyjnych to ok. 27 mln zł, z czego odliczeniu podlega 65% tej kwoty, a więc ok. 17 mln zł. Począwszy od 2008 r., kiedy rozpoczęto rozliczanie ulgi, Sonel w sumie wykorzystał ok. 14,5 mln zł tytułem obniżenia podatku CIT, a łączny dochód zwolniony to prawie

80 mln zł (średnio ok. 75% zysku do opodatkowania). Do rozliczenia pozostało ok. 2,5 mln zł, co powinno zostać wykorzystane najpóźniej do 2022 r.

### Pozycja konkurencyjna

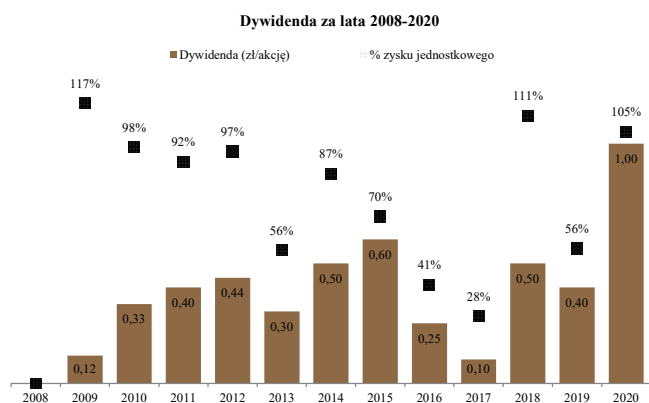
Rynek urządzeń pomiarowych charakteryzuje się wysoką barierą wejścia, co pozwala na generowanie wysokich zysków, a jednocześnie dość wysoką barierą wyjścia, co obniża ryzyko prowadzenia działalności i obecności na rynku. Oznacza to, że niezbyt szybko przybywa konkurentów w branży (trudności inwestycyjne, organizacyjne, a przede wszystkim know-how do otwarcia produkcji mierników), a jednocześnie małe jest prawdopodobieństwo, że produkt będzie niepotrzebny. Regulacje prawne nawet jak ulegają modyfikacji, nie przestają obowiązywać, a kwestia bezpieczeństwa eksploatacji sieci elektrycznych i energetycznych jest w każdym państwie jednym z najważniejszych aspektów. Stawia to Sonel w dość komfortowej sytuacji rynkowej pozwalającej na długotrwałe generowanie zysków na zadowalającym akcjonariuszy poziomie.

### Polityka dywidendowa

Sonel jest spółką systematycznie płacącą dywidendę. Generalnie celem spółki jest przeznaczenie do wypłaty dla akcjonariuszy całego wypracowanego zysku. Wyjątkiem były lata 2013-17, kiedy Sonel dużo inwestował w rozwój nowych produktów (np. w ramach projektu Foxytech) oraz kanałów sprzedaży (np. nowa spółka w USA). Z kolei niski poziom dywidendy wypłaconej za rok 2019 (w 2020 r.) wynikał z konserwatywnego podejścia w obliczu rozwijającej się pandemii COVID-19.

Od początku obecności na GPW Sonel przeznaczył na dywidendę łącznie 69 mln zł, co stanowi ok. 77% wypracowanego w tym okresie jednostkowego zysku netto.

### Sonel spółką dywidendową



Źródło: Sonel, Noble Securities

### Strategia rozwoju: wzrost organiczny oparty o własne technologie

Strategia Sonela koncentruje się na rozwoju organicznym, w tym przede wszystkim na rozbudowie potencjału wykonawczego oraz zapewnieniu sprawnej sieci dystrybucji. Spółka operuje w branży technologicznej, stąd dla utrzymania pozycji konkurencyjnej konieczne jest także stałe zwiększanie nakładów na badania i rozwój.

Celem firmy jest osiągnięcie zwrotu z kapitału własnego (ROE) na poziomie przekraczającym 17%. Jeśli odniesiemy ten cel do wyników skonsolidowanych, Sonel zdołał go zrealizować tylko raz w swojej historii giełdowej, tj. w roku 2015 (ROE=17,4%).



## CZYNNIKI RYZYKA

### **Przerwy w produkcji**

Zarząd Sonela dużą wagę przywiązuje do optymalizacji procesu produkcyjnego polegającej na jak najbardziej efektywnym wykorzystaniu maszyn (minimalizacja okresów przestoju). Stąd dążenie do wydłużenia produkcji jednej serii wyrobu bez konieczności przestawiania urządzeń (przerwa z tym związana trwa nawet kilka godzin). Każda awaria automatu lub brak jakiegoś komponentu może wstrzymać produkcję na dłuższy czas powodując straty. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na sposób, w jakim produkowane są wyroby Sonela. Na jednej maszynie mogą być wytwarzane różne układy – płytki drukowane (zgodnie z podanym schematem). Unieruchomienie jednego z ogniw ciągu produkcyjnego może skutecznie zatrzymać produkcję wielu różnych wyrobów spółki, bazujących na tych samych komponentach wytwarzanych właśnie na zepsutej maszynie. 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 dla działania spółki.

### **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.

## ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁĄD KORPORACYJNY (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. 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 współdziałanie 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.

## WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

### Przychody

W naszych prognozach na kolejne lata zakładamy dalszy wzrost przychodów.

**Mierniki.** W 2021 r. oczekujemy kontynuacji wzrostów sprzedaży na rynku krajowym, gdzie popyt utrzymuje się na wysokim poziomie. Słabiej może być w obszarze eksportu, z uwagi problemy logistyczne wynikające z pandemii. Sytuacja powinna się ustabilizować w kolejnych latach.

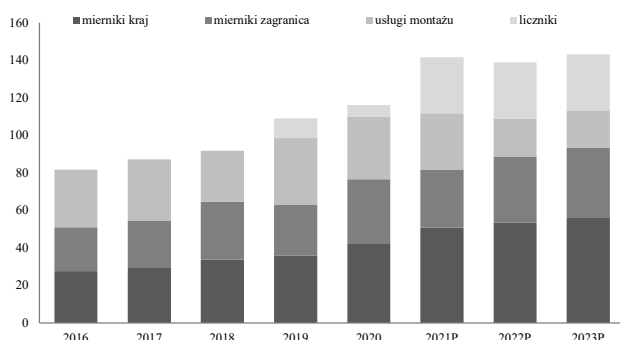
**Montaż usługowy.** Zakładamy stopniowe wygaszanie tego typu działalności z uwagi na:

- rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych na potrzeby podstawowej działalności, tj. produkcji mierników własnych,
- zmniejszenie zamówień ze strony głównego klienta, Grupa Lincoln Electric, w związku ze spadkiem popytu na wybrane produkty tej firmy (wytwarzanych przy udziale Sonela).

**Liczniki.** Spodziewamy się wzrostu sprzedaży liczników na bazie już podpisanych umów (25 mln zł + 7,5 mln zł opcji, z Tauronem) oraz udziału w kolejnych przetargach na rozwijającym się rynku liczników typu SMART (w ramach kilkuletniego procesu wymiany liczników w Polsce na tzw. urządzenia inteligentne). Przyjęliśmy, iż spółka utrzyma wartość sprzedaży na poziomie ok. 30 mln zł w kolejnych latach.

### Wzrost udziału mierników i liczników

Struktura przychodów w latach 2016-23P (mln zł)



Źródło: Sonel, Noble Securities

**Marże.** Najbardziej rentowna jest sprzedaż mierników, gdzie marże przekraczają 30%. O połowę niższa jest rentowność usług montażu, dlatego stopniowe ograniczanie tej działalności na rzecz rozwoju produkcji własnej powinno poprawić rentowność całej spółki. Z uwagi na dużą konkurencję na rynku i silną presję na cenę najniższe marże uzyskiwane są na sprzedaży liczników energii elektrycznej (<10%).

### Ulga podatkowa z tytułu inwestycji w SSE

Rozliczenie ulgi z tytułu inwestycji w SSE przewidziane jest do końca 2026 r. jednak najprawdopodobniej całość kwoty zostanie odliczona najpóźniej w 2022 r. Obecnie spółka jest w trakcie konsultacji w sprawie ewentualnego zwiększenia kosztów kwalifikowanych o nakłady poniesione w latach późniejszych. W modelu nie uwzględniliśmy podniesienia ulgi, dlatego nasze prognozy zakładają wzrost stopy opodatkowania w 2022 r. i powrót do nominalnej stawki podatku w 2023 r.

## CAPEX i zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Dotacje

Sonel jest w trakcie realizacji kilkuletniego intensywnego programu inwestycyjnego. Opracowywane obecnie nowe konstrukcje produktów są coraz silniej zorientowane na odbiorców zagranicznych, a główny akcent położony jest na takie rynki jak: Indie, Ameryka Południowa, kraje azjatyckie oraz rozwinięte rynki europejskie. W szczególności nowe produkty mają wspierać rozwój fotowoltaiki i elektromobilności, czyli dynamicznie rozwijające się segmenty rynku elektro-energetycznego. W prognozach założyliśmy, iż wydatki na B+R w latach 2021-22 pozostaną na wysokim poziomie ok. 10% wartości przychodów (ze sprzedaży mierników). W następnych latach udział ten może nieznacznie spaść, choć wciąż inwestycje w rozwój produktów będą miały zdecydowanie największy udział w strukturze CAPEX (75-80%).

Uznaliśmy także, że spółka w dalszym ciągu będzie aktywnie wykorzystywała wsparcie z funduszy europejskich, co pozwoli nieco zmniejszyć obciążenie finansowe. Środki z pozyskanych dotacji będą rosły wraz ze wzrostem kosztów B+R, stanowiąc ok. 15% wydatków na ten cel.

W 2020 r. spółka ograniczyła poziom zapasów o prawie 7 mln zł (wskaźnik rotacji spadł do ok. 70 dni z ok. 100 dni w latach poprzednich) poprawiając tym samym poziom gotówki dostępnej na koniec roku. Spadek ten uznajemy za jednorazowy przypadek związany m.in. z kłopotami z dostępnością wybranych komponentów w końcówce ub.r. Mając na uwadze płynność procesu produkcyjnego przy występujących obecnie dużych zawirowaniach w dostawach niektórych komponentów zakładamy wyraźne zwiększenie stanów magazynowych w 2021 r. i powrót wskaźnika rotacji zapasów do średnich poziomów z lat poprzednich. Wzrost zapasów widoczny był już na koniec 1Q2021 (+4 mln zł), w naszych prognozach założyliśmy jego wzrost w całym 2021 r. o ok. 13 mln zł, co częściowo wynika z prognozowanego zwiększenia przychodów. Wartość pozostałych pozycji kapitału obrotowego (należności i zobowiązania) będzie rosła w tempie określonym przez wzrost sprzedaży.

## Dywidenda

Ważnym atrybutem Sonela jest polityka dywidendowa. Zakładamy utrzymanie wypłat dla akcjonariuszy na maksymalnym możliwym poziomie, tj. po uwzględnieniu niezbędnych wydatków inwestycyjnych. Przyjęliśmy, iż wypracowany zysk będzie finansował dwa główne cele:

- a) lukę między poziomem CAPEX a roczną amortyzacją (ok. 3-3,5 mln zł rocznie w najbliższych kilku latach),
- b) dywidendę.

Wzrost kapitału obrotowego (szczególnie widoczny w 2021 r.) finansowany byłby z nadwyżki wolnych środków pozostających obecnie na rachunkach spółki (25 mln zł na koniec 2020 r.; w lipcu stan środków pieniężnych uległ zmniejszeniu o 14 mln zł w związku z wypłatą dywidendy).

Takie podejście oznacza zmniejszenie kwoty dywidendy w kolejnych latach vs wypłata z zysku za rok 2020, jednak w dalszym ciągu wskaźnik zwrotu z inwestycji pozostaje bardzo atrakcyjny (średni DY'21-23=7,5%).

## Realizacja celów strategii

Cel strategiczny założony na lata 2019-21 zakłada uzyskanie wskaźnika ROE>17%. O ile przyjmiemy formułę liczenia tego wskaźnika jako stosunek skonsolidowanego zysku netto do średniej wartości kapitałów własnych (liczonej dla początku i końca roku bilansowego) to Sonel ma szansę zbliżyć się do tego poziomu, jednak dopiero w 2022 r.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>91,7</b>	<b>109,0</b>	<b>116,1</b>	<b>141,6</b>	<b>138,8</b>	<b>143,2</b>
Zysk brutto na sprzedaży	28,7	29,1	34,1	37,4	39,8	41,8
Koszty sprzedaży i zarządu	20,2	19,7	18,6	21,6	21,9	22,8
Zysk na sprzedaży	8,5	9,4	15,5	15,8	17,8	19,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,1	1,4	-0,7	1,2	1,3	1,3
<b>EBIT</b>	<b>8,4</b>	<b>10,8</b>	<b>14,8</b>	<b>17,0</b>	<b>19,2</b>	<b>20,3</b>
Koszty i przychody finansowe netto	0,4	-0,2	-0,4	0,0	0,3	0,4
Zysk przed opodatkowaniem	8,8	10,6	14,5	17,0	19,5	20,7
Podatek dochodowy	1,1	1,1	1,1	1,3	3,0	3,9
Zysk netto raportowany	7,7	9,5	13,4	14,9	15,6	15,9
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>8,7</b>	<b>9,5</b>	<b>13,4</b>	<b>14,9</b>	<b>15,6</b>	<b>15,9</b>
Amortyzacja	6,1	6,6	6,8	7,3	7,7	7,9
<b>EBITDA</b>	<b>14,6</b>	<b>17,4</b>	<b>21,6</b>	<b>24,3</b>	<b>26,9</b>	<b>28,2</b>

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

Skonsolidowany bilans	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa</b>	<b>95,4</b>	<b>105,4</b>	<b>115,6</b>	<b>118,7</b>	<b>122,6</b>	<b>126,5</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>46,2</b>	<b>51,7</b>	<b>52,5</b>	<b>55,4</b>	<b>58,8</b>	<b>62,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	45,6	51,2	51,8	54,6	58,0	61,4
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
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>49,2</b>	<b>53,7</b>	<b>63,1</b>	<b>63,3</b>	<b>63,8</b>	<b>64,4</b>
Zapasy	24,0	28,6	21,7	34,9	34,2	35,3
Należności handlowe	18,2	17,1	15,7	19,4	19,0	19,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6,8	8,0	25,7	9,0	10,6	9,5
Inne aktywa obrotowe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>95,4</b>	<b>105,4</b>	<b>115,6</b>	<b>118,7</b>	<b>122,6</b>	<b>126,5</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>80,9</b>	<b>83,6</b>	<b>90,4</b>	<b>91,2</b>	<b>95,4</b>	<b>99,0</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
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
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>10,2</b>	<b>13,1</b>	<b>11,4</b>	<b>13,6</b>	<b>13,3</b>	<b>13,7</b>
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	13,3	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	15,6	15,9
Amortyzacja	6,1	6,6	6,8	7,3	7,7	7,9
Zmiana kapitału obrotowego	-0,4	-0,3	6,6	-14,4	0,8	-1,3
<b>CF operacyjny</b>	<b>11,8</b>	<b>15,1</b>	<b>27,6</b>	<b>7,8</b>	<b>24,1</b>	<b>22,5</b>
CAPEX	-8,7	-10,4	-9,0	-10,2	-11,1	-11,2
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinvestycje 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	-1,7	1,3
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-8,6</b>	<b>-10,2</b>	<b>-8,9</b>	<b>-11,4</b>	<b>-12,8</b>	<b>-9,9</b>
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	-11,5	-12,3
<b>CF finansowy</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-14,3</b>	<b>-11,5</b>	<b>-12,3</b>
<b>CF</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>17,6</b>	<b>-17,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	4,9	6,8	8,0	25,6	7,8	7,6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	6,8	8,0	25,6	7,8	7,6	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%	19,4%	19,7%
marża EBIT	9,2%	9,9%	12,8%	12,0%	13,8%	14,2%
marża netto	8,4%	8,7%	11,6%	10,5%	11,3%	11,1%
Dług netto	-6,2	-6,8	-24,1	-7,7	-9,3	-8,2
Dług netto/EBITDA	-0,4	-0,4	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3
Liczba akcji	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Dywidenda na akcję	0,50	0,40	1,00	0,82	0,88	0,90
P/BV	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6

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

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	5%	19%	7%	22%	-2%	3%
EBITDA	12%	19%	24%	13%	10%	5%
EBIT	35%	28%	37%	15%	13%	6%
Zysk netto	75%	22%	42%	11%	5%	1%
Zysk netto powtarzalny	97%	8%	42%	11%	5%	1%

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 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 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 nieaktualne.

NS ani Analityk nie udziela 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 pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY 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](http://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.

Investowanie 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](http://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: 16.08.2021, godz. 8.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 16.08.2021, godz. 8.40.

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.



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)
LW Bogdanka	29,26	32,9	24,9	26,45	24%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32,9	20,0	23,00	43%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0	775,00	26%	09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87,0	84,0	78,00	12%	30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253,7	269,0	321,40	-21%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,5	12,8	13,10	34%	08.06.2020	9M	Michał Sztabler
Boombit	Kupuj	32,1	26,4	23,20	38%	26.05.2021	9M	Maciej Kietliński
MCI Capital	nd	30,9	19,2	20,90	48%	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	12,90	29%	06.05.2021	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50,0	49,1	46,10	8%	06.05.2021	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39,6	28,4	36,30	9%	05.05.2021	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23,1	17,0	14,90	55%	04.05.2021	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8,0	5,6	4,99	61%	20.04.2021	24M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Trzymaj	23,2	23,9	26,45	-12%	19.04.2021	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	172,2	183,0	168,90	2%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0	56,70	-3%	31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	163,80	34%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	58,60	13%	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	40,45	47%	17.02.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	687,9	529,0	531,00	30%	11.02.2021	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10,6	8,1	10,46	1%	05.02.2021	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422,5	476,0	467,00	-10%	11.01.2021	9M	Maciej Kietliński
CD Projekt	Kupuj	388,5	296,0			16.12.2020	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Redukuj	16,4	18,8			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	15,2	8,1	23,00	-34%	11.12.2020	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	30,4	15,0	20,90	45%	11.12.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	18,0	11,2			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	2,9	2,1	3,26	-11%	03.12.2020	9M	Michał Sztabler
TIM	Kupuj	27,3	16,2			04.12.2020	24M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	18,0	13,8			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Sprzedaj	211,1	253,6	321,40	-34%	02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Apator	Kupuj	28,9	22,3	23,70	22%	27.11.2020	9M	Michał Sztabler
Bioton	Kupuj	7,3	4,4			06.11.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Forte	Kupuj	48,3	34,5			05.11.2020	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	415,0	346,0			03.11.2020	9M	Maciej Kietliński
PKP Cargo	zawieszona		9,9			22.10.2020	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4			14.10.2020	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Sprzedaj	477,1	535,0			04.09.2020	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	11,8	7,8			31.08.2020	24M	Dariusz Dadej

(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, MPW**[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

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

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dądej**[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

**Krzysztof Ojczyk, MPW**[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Maciej Kietliński, MPW**[maciej.kietlinski@noblesecurities.pl](mailto:maciej.kietlinski@noblesecurities.pl)

Deweloperzy gier

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

Biotechnologia

**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