

Sonel – ambitne cele strategiczne na 2027 rok

Spadek kursu akcji Sonela w ostatnich miesiącach zdyskontował już naszym zdaniem pogorszenie wyników, z którym mamy obecnie do czynienia. Oczekujemy stopniowej odbudowy wyników (lekki wzrost w 2026 i przyspieszenie w 2027 roku) i osiągnięcia celów zaprezentowanych w aktualizacji Strategii Rozwoju (20 mln zł zysku netto w 2027 r.). Motorem wzrostu pozostaje wysoko rentowna sprzedaż mierników przy poprawie w obszarze montażu kontraktowego. Oczekujemy powrotu marż do średnich poziomów z lat ubiegłych po zachwianiu w roku ubiegłym. Ewentualny negatywny wpływ implementacji zapisów o promowaniu krajowych produktów (tzw. local content) jest ograniczony po dekonsolidacji Foxytecha. Ostatecznie ustaliliśmy cenę docelową na poziomie 14,84 zł, zbliżonym do obecnej wyceny rynkowej. Wydajemy rekomendację TRZYMAJ.

Aktualizacja strategii Sonela do 2027 r.

W związku ze zmianami organizacyjnymi w Grupie zarząd spółki zaktualizował cele finansowe na 2027 r.: nie są już uwzględniane przychody w segmencie licznikowym, utrzymano plan sprzedażowy dla core biznesu i określono wartościowo planowany zysk na 2027 r. (20 mln zł, P/E=10,5x). W naszej opinii cele te są realne, choć ambitne. Sonel ma pozostać spółką dywidendową, a cel ROE wskazuje na wysokie wypłaty z zysku w najbliższych latach.

Oczekiwana poprawa wyników w 2026 r. i przyspieszenie w 2027 r.

Sonel rozbudowuje działy sprzedażowe oraz R&D oczekując wzrostu przychodów w core biznesie (mierniki). Spółka aktywnie pozyskuje nowych klientów na usługi montażowe licząc jednocześnie na intensyfikację współpracy z firmą Lincoln z USA. Wzrost sprzedaży mierników wsparty usługami montażowymi powinien doprowadzić do odbudowy marż i wzrostu zysków. Spółka koncentruje się na optymalnym wykorzystaniu istniejących mocy produkcyjnych, co odczytujemy jako brak większych inwestycji w park maszynowy i niski CAPEX w 2026-27.

Promowanie local content negatywne dla Foxytecha

Zapowiedzi krajowych podmiotów o promowaniu rodzimych dostawców stwarzają zagrożenie dla działalności Foxytecha, który oferuje na polskim rynku liczniki energii elektrycznej produkcji chińskiej. Zakończenie działalności przez Foxytech nie powinno mieć dużego wpływu na wyniki Grupy Sonel w dłuższym terminie, może jednak oznaczać konieczność utworzenia jednorazowego odpisu na udziały w spółce.

Utrzymana polityka dywidendowa świadczy o poprawie perspektyw średnioterminowych

Pomimo spadku zysków Sonel zdecydował się na utrzymanie polityki dywidendowej i wypłatę dywidendy na poziomie wyższym r/r. Świadczy to, naszym zdaniem, o dobrym zarządzaniu płynnością w spółce oraz poprawiającym się perspektywom biznesowym.

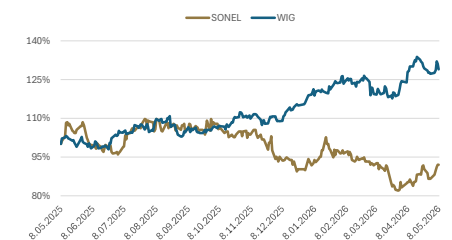
Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (13,4 zł) oraz porównawczą (13,4 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć cenę docelową (12M) na 14,84 zł. Podnosimy rekomendację do TRZYMAJ.

mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	242,0	209,5	178,4	198,1	218,6
EBITDA	37,9	27,1	28,0	32,0	35,6
EBIT	26,8	15,5	16,1	19,6	22,2
Zysk netto	21,3	13,0	16,7	19,5	21,9
P/E (x)	9,8	16,2	12,6	10,8	9,6
EV/EBITDA (x)	5,3	7,0	6,7	5,8	5,3

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

TRZYMAJ (aktualizacja - podwyższona)

Kurs	14,95 zł
Wycena (12M)	14,84 zł
Potencjał wzrostu	-1%
Kapitalizacja	209 mln zł
Free float	33%
Śr. Wolumen 6M	1 282



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

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

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

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

Spis treści

WYCENA.....	3
Wycena metodą DCF	4
Wycena metodą porównawczą.....	5
PODSUMOWANIE WYNIKÓW 4Q25 ORAZ CAŁEGO 2025 R.	6
Przychody i marże.....	6
Spadek zapotrzebowania na KO, niewielkie wydatki inwestycyjne.....	7
PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE	8
Aktualizacja strategii Sonela do 2027 r.....	8
Sygnały poprawy koniunktury w miernikach, rosnący backlog w usługach	8
Forsowanie local content zagrożeniem dla Foxytecha, niewielki wpływ na core biznes.....	8
OSTATNIE WYDARZENIA.....	9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	9
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	10
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE	11

WYCENA

Wartość jednej akcji Sonela wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej oraz DCF (przesuwając okres prognozy o rok w stosunku do październikowego raportu). W horyzoncie 12-miesięcznym cenę docelową wyznaczyliśmy na 14,84 zł (poprzednio stosowaliśmy 9-miesięczny horyzont). Wycena jest zbieżna z obecnym kursem giełdowym. Wydajemy rekomendację TRZYMAJ (poprzednio REDUKUJ).

Model DCF bazuje na prognozach skonsolidowanych wyników finansowych przygotowanych przez Noble Securities. Szczegółowe prognozy zostały zaprezentowane w dalszej części raportu. Zaktualizowane prognozy finansowe są bardziej konserwatywne w porównaniu z poprzednimi (niższa baza wyjściowa roku 2025), niemniej liczymy, że spółka zdoła zrealizować cele finansowe zaprezentowane w strategii (20 mln zł zysku netto w 2027 r.).

Przy wycenie porównawczej wzięliśmy pod uwagę tylko 2 spółki z branży AKPiA (aparatura kontrolno-pomiarowa i automatyka): Aparator i Aplisens. Spółki zagraniczne wyceniane są z dużą premią do Sonela, co jest trwałą tendencją (w dużej części są to spółki globalne – dywersyfikacja geograficzna, nierzadko operujące w wielu segmentach – dywersyfikacja produktowa) i dlatego zostały wyłączone z wyceny i podane jedynie dla celów poglądowych.

Nieznaczne obniżenie wyceny wynika ze zmiany prognoz finansowych (obniżenie prognoz z uwagi na niższą bazę 2025 r.), parametrów modelu DCF oraz niższych wycen grupy porównawczej.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana
Wycena DCF	50%	13,39	12,69	6%
Wycena porównawcza - kraj	50%	13,39	14,42	-7%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	32,49	34,42	-6%
Średnia ważona metod		13,39	13,56	-1%
Cena docelowa (9M)			14,67	
Cena docelowa (12M)		14,84	15,04	-1%
Cena aktualna		14,95		
Potencjał		-1%		

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Gotówka netto na dzień 31.12.2025 w wysokości 19 mln zł, udziały niesprawujące kontroli w kwocie 2 mln zł,
- Niższa efektywna stopa podatkowa (ulga B+R),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0% (bez zmian),
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,49% (poprzednio 5,45%), premia za ryzyko w wysokości 5,33% (poprzednio 5,46%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	178	198	219	241	267	295	326	360	399	442
NOPAT	15	18	21	23	26	29	33	37	42	42
Amortyzacja	12	12	13	13	7	9	10	12	14	16
Zmiany KON	-5	-5	-5	-6	-7	-7	-8	-9	-10	-11
CAPEX	-11	-14	-22	-29	-17	-19	-22	-24	-27	-30
FCFF	10	12	6	1	9	11	13	16	19	17
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,76	0,69	0,62	0,56	0,51	0,46	0,41	0,37
DFCF	9	10	5	1	6	6	7	7	8	6
SUMA DFCFF do 2035	65									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2035	287									
Zdyskontowana wartość rezydualna	107									
Wartość Firmy (EV)	171									
Dług netto 31.12.2025	-19									
Udziałowcy mniejszościowi	2									
Wartość kapitałów własnych	187									
Liczba akcji (w mln)	14,0									
Wartość na 1 akcję	13,39									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	13,45	14,22	15,15	16,29	17,72
WACC - 0,5%	12,73	13,41	14,22	15,21	16,43
WACC	12,08	12,68	13,39	14,25	15,31
WACC + 0,5%	11,48	12,01	12,64	13,40	14,31
WACC + 1,0%	10,93	11,41	11,97	12,63	13,42

Źródło: Noble Securities

Kalkulacja kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%
Premia za ryzyko	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Efektywna stopa podatkowa	6,0%	6,7%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,4%	7,6%	19,0%
Koszt długu	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Koszt długu po tarczy	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%	6,1%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą porównawczą

Wycena porównawcza (kraj)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Spółki krajowe (AKPiA)							
Aparator	743	9,6	9,4	9,3	5,7	4,5	4,3
Aplisens	203	13,5	10,8	9,0	6,1	4,9	4,3
Średnia		11,5	10,1	9,1	5,9	4,7	4,3
Implikowana wartość Sonel		13,73	13,98	14,31	13,40	12,46	12,42
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość Sonel		13,39					
Spółki zagraniczne (AKPiA)							
Schneider Electric	619 075	28,7	25,3	22,3	18,7	17,0	15,4
Honeywell	486 095	20,0	18,5	17,0	15,2	14,2	13,4
Emerson	271 697	22,2	20,4	18,8	17,2	15,7	14,8
Fortive	61 111	19,8	18,0	16,4	16,6	15,8	14,9
Yokogawa	28 551	20,7	19,4	18,1	9,9	9,3	8,8
Itron	20 501	20,5	19,7	17,8	16,5	15,0	13,3
Badger Meter	19 220	37,7	33,4	31,9	24,1	22,0	21,0
ESCO	19 767	36,1	29,1	29,8	23,4	18,6	17,1
Vaisala Oyj	7 055	26,8	22,0	19,3	15,4	13,9	12,6
Nedap	2 717	26,6	21,1	17,7	15,2	12,8	11,3
Średnia		24,4	20,7	18,4	16,6	15,3	14,1
Implikowana wartość Sonel		29,06	28,82	28,81	34,64	36,85	37,32
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość Sonel		32,49					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 12.05.2026 r. godz. 17:11

PODSUMOWANIE WYNIKÓW 4Q25 ORAZ CAŁEGO 2025 R.

Wyniki oceniamy neutralnie. Choć IV kwartał pod względem osiągniętych zysków był najlepszym okresem 2025 r., to jednak zarówno EBITDA jak i zysk netto były o ponad połowę niższe niż przed rokiem. Również w całym roku zyski spadły wyraźnie: EBIT do 13 mln zł (-50%) a netto do 10 mln zł (-50%). Na tym tle bardzo ambitnie wyglądają cele postawione przez zarząd w aktualizacji strategii: 20 mln zł zysku netto w 2027 r.

Zwracamy też uwagę na utrzymujące się niskie marże (na poziomie brutto na sprzedaży tylko 23%, co oznacza zaledwie 1 pp wyżej kw/kw, a pamiętajmy, że nie jest już konsolidowana nisko marżowa działalność Foxytecha), ponadto zyski wsparte były wysokim dodatnim saldem pozostałej działalności operacyjnej (2 mln zł dotacji) oraz rozliczeniem ulgi B+R na poziomie podatku (ok. 1,5 mln zł).

Dobrze oceniamy zarządzanie płynnością w Sonelu. W samym 4Q25 spółka wygenerowała 17 mln zł dodatnich przepływów operacyjnych praktycznie nie realizując żadnych inwestycji. Pozwoliło to odbudować poziom wolnych środków finansowych do 20 mln zł (prawie 19 mln zł gotówki netto), wcześniej naruszony wypłatą dywidendy w 3Q25. Przypominamy, że również w tym roku Sonel planuje podzielić się zyskiem (propozycja wypłaty dywidendy na poziomie 9,8 mln zł, tj. 0,7 zł/akcję).

mln zł	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	r/r	Prognoza NS	% prog. NS	2024	2025	r/r
Przychody ze sprzedaży	83,9	66,9	59,8	40,0	42,8	-49%	44,1	97%	242,0	209,5	-13%
Zysk brutto na sprzedaży	19,0	13,4	11,1	8,7	9,8	-48%	11,0	89%	57,7	43,0	-26%
SG&A	8,5	8,5	7,9	7,0	7,2	-15%	7,4	97%	33,0	30,5	-8%
Pozostała działalność oper.	2,5	0,9	0,2	-2,9	2,3	-7%	0,0	-	2,2	0,5	-79%
EBIT	13,0	5,8	3,4	-1,3	4,9	-62%	3,6	136%	26,8	12,9	-52%
EBITDA	15,7	8,5	6,2	3,0	6,7	-57%	7,6	88%	37,9	24,5	-36%
Saldo finansowe	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	-0,1	-	0,0	-	-0,5	-1,1	-
Zysk przed podatkiem	13,0	5,7	2,7	-1,5	5,1	-60%	4,6	112%	26,3	12,1	-54%
Raport. zysk netto akcj. j. d.	10,4	4,2	2,0	-1,4	5,5	-47%	5,6	99%	20,1	10,4	-49%
Skor. zysk netto akcj. j. d.	10,4	4,2	2,0	0,7	5,5	-47%	5,6	99%	21,3	12,4	-42%
Przepływy operacyjne	13,0	17,3	-1,8	-0,7	16,8	29%	-	-	21,2	31,6	49%
CAPEX	2,5	2,5	2,5	2,1	-0,1	-	-	-	19,1	6,9	-64%
Gotówka netto	7,4	22,0	17,5	6,1	18,6	152%	-	-	7,4	18,6	152%
Marża brutto na sprzedaży	22,6%	20,0%	18,6%	21,7%	22,8%		25,0%		23,8%	20,5%	
Marża EBIT	15,5%	8,7%	5,7%	-3,1%	11,5%		8,2%		11,1%	6,1%	
Marża EBITDA	18,8%	12,6%	10,5%	7,6%	15,7%		17,3%		15,7%	11,7%	
Marża netto (skor.)	12,4%	6,3%	3,4%	1,7%	12,9%		12,8%		8,8%	5,9%	

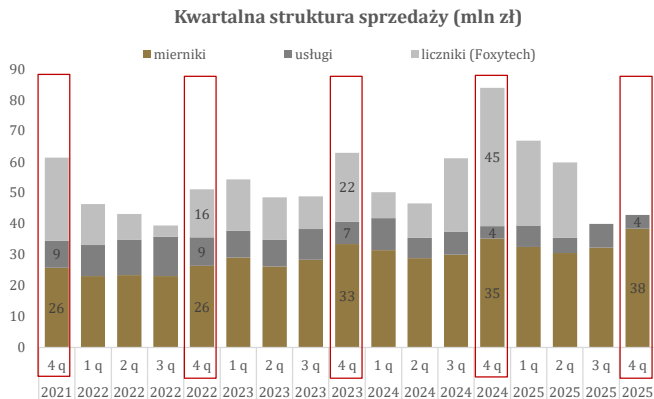
Źródło: spółka, prognoza Noble Securities

Przychody i marże

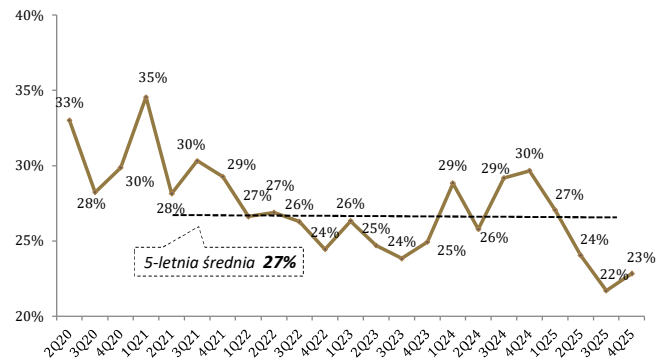
Skonsolidowane przychody Sonela w IV kwartale spadły o prawie 50% (-41mln zł), na co wpływ miała przede wszystkim dekonsolidacja Foxytecha od 3Q25. Przychody z core biznesu były wyższe (w miernikach +9% r/r, w usługach +10% r/r), co jest jednym z niewielu pozytywnych elementów. Niestety rozczarowująca była rentowność, szczególnie że raportowane za Q4 zyski nie były już zaniżane bardzo słabą marżą uzyskiwaną w obszarze licznikowym (Foxytech). Spadek marży brutto na sprzedaży w core biznesie (mierniki + usługi) poniżej 23% odbieramy negatywnie. Choć w ostatnim kwartale ub.r. udało się nieco poprawić poziom marż, to jednak wciąż pozostają bardzo niskie – dla porównania średnia 5-letnia to ok. 27%. Zarząd tłumaczy spadek marży trudną sytuacją rynkową i presją cenową (szczególnie w eksporcie) oraz wzrostem kosztów organizacji (wyższe koszty pracownicze) i rozliczaniem inwestycji w nowe produkty.

Pozytywnie na wynik EBIT/EBITDA wpłynęło zaksięgowanie dotacji w kwocie ok. 2 mln zł (przed rokiem również była to zbliżona kwota), a na zysk netto rozliczenie ulgi B+R (1,5 mln zł vs ok. 2 mln zł przed rokiem).

Wciąż słaba rentowność pomimo dekonsolidacji nisko marżowego biznesu licznikowego



Marża brutto na sprzedaży w core biznesie



Źródło: Sonel, Noble Securities

Spadek zapotrzebowania na KO, niewielkie wydatki inwestycyjne

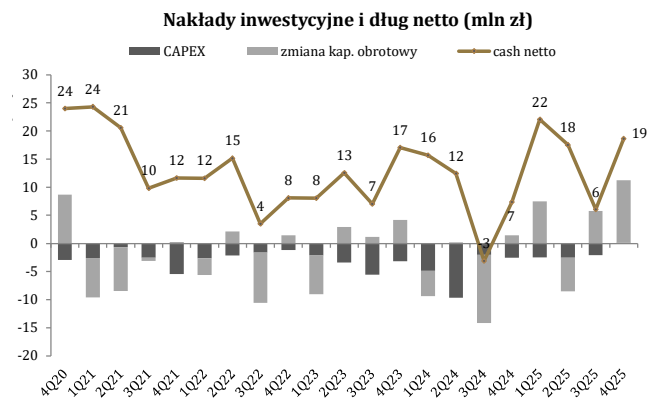
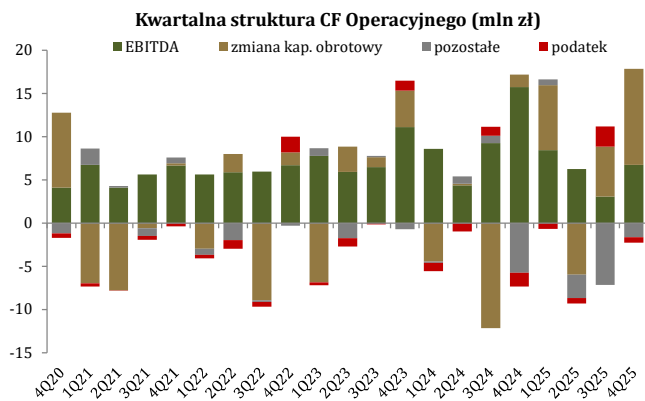
Finansowanie kapitału obrotowego w IV kwartale znacząco się obniżyło (-11 mln zł kw/kw). Nastąpił spadek zapasów (-5,5 mln zł kw/kw) oraz należności (-2 mln zł), przy wzroście zobowiązań handlowych (+3,5 mln zł). Jest to często spotykany trend w ostatnim kwartale roku.

Generowane zyski i spadek KON znacząco poprawiły przepływy operacyjne, które przyniosły Sonelowi prawie 17 mln gotówki. W całym 2025 r. OCF był dodatni i wyniósł 31,5 mln zł (vs 24,5 mln zł EBITDA w tym okresie).

CAPEX w ujęciu skonsolidowanym nie był istotny (praktycznie w samym Q4 spółka mało inwestowała, co jest dość zaskakujące zważywszy na długoterminowe plany rozwoju). W całym roku wydatki inwestycyjne także były niskie: 6 mln zł vs 19 mln zł przed rokiem.

Pozycja gotówkowa mocno wzrosła, odbudowując poziom z końca Q2, tj. przed wypłatą dywidendy. Gotówka netto na koniec roku wyniosła prawie 19 mln zł.

Przepływy pieniężne



Źródło: Sonel, Noble Securities

PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE

Aktualizacja strategii Sonela do 2027 r.

W związku ze zmianami organizacyjnymi w Grupie Sonela (dekonsolidacja Foxytecha) zarząd spółki zaktualizował cele finansowe na 2027 r. Przede wszystkim nie są już uwzględniane przychody w segmencie licznikowym, za co odpowiadał Foxytech (planowano 100 mln zł przychodów w 2027 r.). Utrzymano plan sprzedażowy dla core biznesu (tj. mierniki i usługi) na poziomie 200 mln zł. W pierwotnej wersji dokumentu założono co najmniej 10-proc. wzrost jednostkowego zysku netto (co dawałoby wynik na poziomie ok. 23,7 mln zł w 2027 r., przyjmując jako punkt odniesienia zysk netto za 2024 r. wynoszący 17,8 mln zł). W zaktualizowanej strategii zarząd zdecydował się wprost podać planowany do osiągnięcia wynik w 2027 r. na poziomie 20 mln zł (po wyłączeniu Foxytecha wynik jednostkowy nie różni się znacząco od skonsolidowanego). W naszej opinii oba parametry są realne, choć ambitne, gdyż zakładają wzrost sprzedaży o ok. 45 mln zł (12% średniorocznie w latach 2026-27) i poprawę marży (cel 25% marży brutto na sprzedaży nie jest wygórowany, historycznie Sonel osiągał ok. 27%).

Zachowano cel co najmniej 17% dla wskaźnika ROE, co naszym zdaniem wskazuje na utrzymanie polityki dywidendowej i planowanych wysokich wypłatach z zysku. Przy kapitałach własnych na poziomie ok. 120 mln zł (stan na koniec 2025 r.) osiągnięcie planowanego na 2027 r. zysku netto w kwocie 20 mln zł oznaczałoby wskaźnik ROE ok. 16,7%, a więc poniżej celu. Aby przekroczyć 17% Sonel musiałby się zdecydować na obniżenie kapitałów, a więc wypłatę dywidendy nie tylko z zysku 2027 r., ale nawet sięgnięcie po zyski z lat poprzednich. Alternatywnym rozwiązaniem jest osiągnięcie w 2027 r. zysku netto powyżej 20 mln zł. Naszym zdaniem oba te rozwiązania są trudne do realizacji, stąd uznajemy cel ROE za bardzo ambitny. W modelu konserwatywnie przyjęliśmy niższy wskaźnik wypłaty z zysku (na poziomie ok. 60% osiągniętego wyniku netto, vs 98% planowane do wypłaty za 2025 r.). Historycznie Sonel tylko raz zdecydował się na wypłatę dywidendy powyżej osiągniętego zysku netto (104% za 2020 r.), a średnia za cały okres obecności spółki na GPW (tj. od 2008 r.) wynosi 70%.

Sygnaly poprawy koniunktury w miernikach, rosnący backlog w usługach

Na ostatnim spotkaniu zarząd spółki podtrzymał cele strategiczne na 2027 r. wskazując, że już na rok bieżący Sonel ma ambitne plany rozwoju. Spółka koncentruje się na odpowiednim wykorzystaniu istniejących mocy produkcyjnych (obecnie praca odbywa się tylko na 1 zmianę, co oznacza ok. 50-proc. wykorzystanie majątku produkcyjnego). Odczytujemy to jako brak konieczności realizacji większych inwestycji w park maszynowy (decyzja o rozbudowie fabryki zapewne nie wcześniej niż za 2 lata), czego potwierdzeniem jest relatywnie niski CAPEX zakładany na 2026 r.: ok. 11,5 mln zł (vs 15 mln zł w naszych prognozach z października'25). Sonel zatrudnia nowych pracowników rozbudowując przede wszystkim działy sprzedażowe (głównie eksport) oraz R&D (inżynierowie odpowiedzialni za rozwój produktów). Spodziewanym efektem jest wzrost przychodów w core biznesie (mierniki). Spółka aktywnie pozyskuje nowych klientów na usługi montażowe licząc jednocześnie na intensyfikację współpracy na tym polu ze swoim największym klientem, tj. firmą Lincoln z USA. Wzrost sprzedaży mierników wsparty usługami montażowymi powinien doprowadzić do odbudowy marż (przyjęliśmy wzrost marży brutto do 25% w 2026 r. i 26% w 2027 r. vs ok. 24% w 2025 r. po wyłączeniu Foxytecha).

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

Ważnym elementem poprawiającym wyniki Sonela oraz wspierającym cash flow są ulgi podatkowe. Spółka korzysta z ulgi na prace badawczo-rozwojowe (B+R), która w 2025 r. obniżyła CIT o ok. 1,25 mln zł. Poziom ten jest istotnie niższy niż osiągnięty w latach poprzednich (ok. 2 mln zł), co wynika z wyraźnego spadku zysku netto w spółce-matce. Zakładana poprawa wyników powinna zwiększyć możliwości odliczenia ulgi B+R, w prognozach przyjęliśmy odpowiednio 2,3 mln zł w 2026 r. i 2,5 mln zł w 2027 r.

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

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

Zmienione podejście klienta do oceny dostawców jest dużo większym wyzwaniem w przypadku Foxytecha (segment liczników), który oferuje na polskim rynku liczniki energii elektrycznej produkcji chińskiej. Większościowym udziałowcem Foxytecha jest podmiot chiński (Sonel ma 40% i nie sprawuje kontroli na tą spółką), co przy restrykcyjnej interpretacji zasady local content (a taką zaprezentował ostatnio Tauron) oznacza wyeliminowanie Foxytecha z przetargów na dostawy liczników dla polskiej energetyki. Sytuację dodatkowo komplikuje fakt, iż dotychczas jedynym odbiorcą produktów Foxytecha był właśnie Tauron, a próby wejścia do innych koncernów energetycznych jak na razie się nie powiodły. Zarząd Sonela pozostawił decyzję w kwestii strategii działania na rynku polskim dominującemu akcjonariuszowi. W naszych prognozach konserwatywnie założyliśmy spadek przychodów Foxytecha do 40 mln zł od 2027 r. i zysku netto poniżej 1 mln zł (od połowy 2025 r. Sonel konsoliduje wyniki tej spółki metodą praw własności, a więc tylko zysk netto proporcjonalnie do posiadanych udziałów). Decyzja o zamknięciu Foxytecha nie będzie

więc miała dużego wpływu na wyniki Grupy Sonel (<1% prognozowanych zysków skonsolidowanych w 2027 r.), może jednak oznaczać konieczność utworzenia jednorazowego odpisu na udziały w spółce (2,3 mln zł, ok. 13% prognozowanych zysków skonsolidowanych w 2027 r.).

OSTATNIE WYDARZENIA

- 26.11.2025 Nabycie znaczącego pakietu akcji przez Fundację Rodzinną Rodziny Foltów
- 28.11.2025 Raport kwartalny 3Q25
- 09.12.2025 Przeniesienie wszystkich akcji należących do Jana Walulika do Flis Fundacji Rodzinnej
- 12.01.2026 Podpisanie umowy z firmą audytorską na badania sprawozdań za lata 2026 i 2027
- 27.03.2026 Zatwierdzenie korekty "Strategii SONEL S.A. na lata 2025-2027"
- 15.04.2026 Rekomendacja Zarządu dotycząca wypłaty dywidendy akcjonariuszom za 2025 r. (0,7 zł/akcję)
- 22.04.2026 Raport roczny za 2025 r.
- 06.05.2026 Zwołanie WZA na dzień 29 maja 2026 r.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Kary za opóźnienia w realizacji kontraktów

Wejście w rynek zamówień publicznych (dotyczy segmentu liczników energii elektrycznej – firma zależna Foxytech) stwarza ryzyka wynikające z bardzo restrykcyjnych warunków kontraktów, szczególnie dotyczących opóźnień w dostawach produktów. Wysoka jednostkowa wartość umów na dostawę liczników (rzędu kilkudziesięciu mln zł) sprawia, że kary umowne również są dotkliwe.

Wykluczenia Foxytecha z przetargów publicznych z uwagi na pochodzenie oferowanych liczników

Przetargi licznikowe dotyczą przede wszystkim podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa, a wprowadzona reguła local content i preferowanie rodzimych producentów może skutecznie ograniczyć udział dostawców zewnętrznych, szczególnie spoza UE. Dodatkowo coraz częściej podnoszona jest kwestia bezpieczeństwa (w tym cyberbezpieczeństwa), a na „cenzurowanym” są urządzenia pochodzące od producentów azjatyckich (głównie chińskich). Ponieważ Foxytech oferuje liczniki produkowane w Chinach, widzimy realne zagrożenie związane z jego wykluczeniem jako dostawcy w ramach kontraktów publicznych.

Ryzyko dalszego spadku zamówień od podmiotów z grupy Lincoln

Ryzyko ograniczenia zamówień od podmiotów z tej grupy związane z pogorszeniem sytuacji finansowej partnera lub dywersyfikacją jego łańcucha dostaw może istotnie odbić się na wynikach Sonela. Spółka korzysta na skali produkcji uzyskując synergię w różnych obszarach działalności (np. wzrosła siła przetargowa u dostawców). Zahamowanie współpracy skutkowałoby dużą bezwładnością w zakresie ograniczania aktualnie rozwiniętych zasobów. Czynniki te częściowo zmaterializował się w ostatnich kwartałach.

Ryzyko związane z utratą dofinansowania

Ryzyko związane jest z ewentualnym brakiem pozytywnej oceny realizacji programu przez organy kontrolne (krajowe i unijne). Kwota dofinansowania jest na tyle znaczna (w ostatnich latach ok. 2 mln zł ulgi CIT rocznie), że zarząd liczy się z wieloma kontrolami i potencjalnym zagrożeniem podważania poprawności realizacji programu. Spółka przeciwdziała temu zagrożeniu poprzez szkolenie pracowników i ścisłą współpracę z instytucjami sprawującymi nadzór nad rozdziałem i rozliczaniem środków.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

mln zł	2024	2025	2026P			2027P			2028P		
			nowa	stara	%	nowa	stara	%	nowa	stara	%
Przychody	242,0	209,5	178,4	178,0	0%	198,1	194,6	2%	218,6	214,6	2%
mierniki	125,4	133,8	149,9	148,0	1%	168,1	164,6	2%	187,1	183,1	2%
usługi montażu	28,5	23,9	28,5	30,0	-5%	30,0	30,0	0%	31,5	31,5	0%
liczniki *	88,1	51,7	0,0	0,0	nd	0,0	0,0	nd	1,0	0,0	nd
Zysk brutto na sprzedaży	57,7	43,0	44,6	49,8	-10%	51,5	54,5	-5%	56,8	60,1	-5%
rentowność	24%	21%	25%	28%		26%	28%		26%	28%	
EBITDA	37,9	24,5	28,0	35,0	-20%	32,0	38,1	-16%	35,6	42,2	-16%
EBITDA skor.	37,9	24,5	28,0	35,0	-20%	32,0	38,1	-16%	35,6	42,2	-16%
rentowność	16%	12%	16%	20%		16%	20%		16%	20%	
Amortyzacja	11,1	11,6	11,9	12,1	-2%	12,4	13,1	-5%	13,4	14,6	-9%
EBIT	26,8	12,9	16,1	22,9	-30%	19,6	25,0	-21%	22,2	27,6	-19%
Działalność finansowa	-0,5	-1,1	0,9	0,9	1%	1,0	0,9	8%	1,1	0,7	64%
Zysk netto	20,1	10,4	16,7	22,2	-25%	19,5	24,3	-20%	21,9	26,5	-17%
Zysk netto skor.	21,3	13,0	16,7	22,2	-25%	19,5	24,3	-20%	21,9	26,5	-17%
rentowność	9%	6%	9%	12%		10%	12%		10%	12%	
Inwestycje i akwizycje	19,1	6,9	11,5	14,8	-22%	13,7	23,4	-41%	22,5	30,4	-26%
Dywidenda (Y-1)	10,9	13,1	9,8	10,6	-7%	10,0	12,7	-22%	11,1	9,3	20%
Dług netto	-7,4	-18,6	-21,6	-20,2	7%	-24,6	-15,4	60%	-20,8	-9,5	120%
P/E	9,8	16,2	12,6	9,4		10,8	8,6		9,6	7,9	
EV/EBITDA	5,3	7,8	6,7	5,4		5,8	5,1		5,3	4,7	

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

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	242,0	209,5	178,4	198,1	218,6
Zysk brutto na sprzedaży	57,7	43,0	44,6	51,5	56,8
Koszty SG&A	33,0	30,5	30,3	33,3	36,3
Zysk na sprzedaży	24,6	12,4	14,3	18,2	20,5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2,2	0,5	1,8	1,4	1,7
EBIT	26,8	12,9	16,1	19,6	22,2
EBIT skorygowany *	26,8	15,5	16,1	19,6	22,2
Koszty i przychody finansowe netto	-0,5	-1,1	0,9	1,0	1,1
Zysk przed opodatkowaniem	26,3	12,1	17,7	20,9	23,6
Podatek dochodowy	2,2	0,5	1,1	1,4	1,7
Zysk netto	20,1	10,4	16,7	19,5	21,9
Zysk netto skorygowany *	21,3	13,0	16,7	19,5	21,9
Amortyzacja	11,1	11,6	11,9	12,4	13,4
EBITDA	37,9	24,5	28,0	32,0	35,6
EBITDA skorygowana *	37,9	27,1	28,0	32,0	35,6

* zyski skorygowane o koszty rozliczenia dekonsolidacji Foxytech

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowany bilans	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	195,1	149,1	157,9	169,9	183,2
Aktywa trwałe	67,5	66,3	65,9	67,2	76,4
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	64,3	59,4	59,1	60,4	69,5
Inne aktywa trwałe	3,2	6,8	6,8	6,8	6,8
Aktywa obrotowe	127,6	82,9	92,0	102,6	106,8
Zapasy	72,3	37,1	42,0	46,6	51,4
Należności	38,8	24,3	27,5	30,5	33,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	16,5	21,5	22,6	25,5	21,8
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	195,1	149,1	157,9	169,9	183,2
Kapitał własny	119,8	119,1	126,0	135,4	146,2
Zobowiązania długookresowe	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	54,1	20,4	22,4	24,8	27,4
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	6,5	0,7	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	7,0	10,7	12,1	13,4	14,8
Inne	40,5	9,1	10,3	11,4	12,6

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk netto	20,1	10,4	16,7	19,5	21,9
Amortyzacja	11,1	11,6	11,9	12,4	13,4
Zmiana kapitału obrotowego	14,7	-21,9	5,5	5,2	5,4
CF operacyjny	21,2	31,6	23,1	26,6	29,9
CAPEX	-19,1	-6,9	-11,5	-13,7	-22,5
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne (m.in. zarządzanie płynnością)	0,0	0,0	-11,5	-1,9	4,9
CF inwestycyjny	-19,1	-6,9	-23,0	-15,6	-17,6
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	6,8	-6,3	-0,7	0,0	0,0
Dywidenda + buyback	-10,9	-13,1	-9,8	-10,0	-11,1
CF finansowy	-4,9	-19,7	-10,5	-10,0	-11,1
CF	-2,8	4,9	-10,4	1,1	1,1
Stan środków pieniężnych na początek okresu	18,1	15,3	20,2	9,8	10,8
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	15,3	20,2	9,8	10,8	12,0

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj *	1,52	0,93	1,19	1,39	1,57
Revenue	242,0	209,5	178,4	198,1	218,6
EBIT	26,8	12,9	16,1	19,6	22,2
EBITDA	37,9	24,5	28,0	32,0	35,6
Net Income Adj *	21,3	13,0	16,7	19,5	21,9
Net debt	-7,4	-18,6	-21,6	-24,6	-20,8
BPS	8,56	8,51	9,00	9,67	10,44
DPS	0,65	0,70	0,71	0,79	0,47
Return on Equity (ROE)	18%	9%	14%	15%	16%
Return on Assets (ROA)	11%	6%	11%	12%	12%
Depreciation					
Amortization	11,1	11,6	11,9	12,4	13,4
Free Cash Flow	2,1	24,6	11,6	12,9	7,4
CAPEX	-19,1	-6,9	-11,5	-13,7	-22,5

* zyski skorygowane o koszty rozliczenia dekonsolidacji Foxytech

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities

OBIĄśNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgową
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
I_{II} – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje w dniu jego sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które publikuje Emitent w ramach wykonywania swoich obowiązków informacyjnych.

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

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

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

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

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

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPLYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu, należne od NS:

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości od NS z innego tytułu), może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

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

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

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

Na życzenie Klienta, NS przekaze przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiąganych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

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

- zasady wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres.

NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów.

Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta,
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz
- zawierać transakcji osobistych w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością. Analityk oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał za wiarygodne, rzetelne i obiektywne. Jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, (zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie), lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdował się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:

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

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

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

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

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

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 12.05.2026 o godz. 17:35. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 12.05.2026 godz. 17:38.

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

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

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Sonela

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	Redukuj
Data wydania	5.12.2023	6.05.2024	12.12.2024	8.05.2025	3.10.2025
Kurs z dnia rekomendacji	11,70	14,95	15,40	16,50	17,80
Cena docelowa	12,36	15,78	16,61	15,14	14,67
WIG w dniu rekomendacji	76 868	86 575	81 725	101 010	108 017

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydanlu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,76	19%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	19,36	7%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,58	34%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	22,15	16%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	770,00	16%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	22,45	10%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,66	-3%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20600,00	28%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	23,50	83%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,00	72%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	29,60	58%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	71,90	-26%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,19	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	663,00	-7%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	23,80	-41%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,64	29%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	20,00	-2%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	107,12	-11%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	346,50	23%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	580,00	38%	12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	16,80	3%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	153,90	1%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	662,00	-41%	17.12.2025	12M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,92	-18%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	260,70	9%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,20	63%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	79,00	19%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	31,90	100%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,50	11%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Aparator	Kupuj	29,60	22,70	24,50	21%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	51,90	89%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	31,71	-20%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,20	53%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,10	-3%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	5,43	75%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30			18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70			25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,20	208%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	100,20	84%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,78	93%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski

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

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

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04