

Sunex

Długie spowolnienie gospodarcze

Obniżamy naszą rekomendację dla Sunex z KUPUJ do TRZYMAJ, gdyż spowolnienie na krajowym i niemieckim rynku pomp ciepła nie maleje tak szybko jak wcześniej zakładaliśmy. W 2024 roku zostaną naruszone kowenanty dług netto/EBITDA. Mimo to spodziewamy się, że spółka otrzyma od banków czasowe zwolnienie z wypełnienia tego warunku w drugiej połowie 2024 roku. Sunex pozyskał dotację NCBiR w wysokości 15,2 mln zł na wart 45 mln zł projekt budowy kompozytowych zbiorników na wodór (uwzględniany już wcześniej w naszej wycenie). Oczekujemy, że pod koniec roku wygeneruje to kilkumilionową dodatkową płynność. Sunex obniżył także wypłatę dywidendy w bieżącym roku do zera, co wpływa na naszą wycenę DDM. Po CAPEXie na poziomie 6,8 mln zł w I kw. 2024 r. oczekujemy, że w kolejnych kwartałach spółka będzie minimalizować nakłady inwestycyjne, do łącznie 9,8 mln zł w 2024E. W sumie oczekujemy, że Sunex zanotuje EBITDA na poziomie 16,6 mln zł w 2024E (spadek o 27,3% w stosunku do naszego poprzedniego szacunku), 19,4 mln zł w 2025E (spadek o 41,1% w stosunku do poprzedniego szacunku) i 34,7 mln zł w 2026E (spadek o 15,4% w stosunku do naszego poprzednia prognoza). Oczekujemy, że trend wzrostowy będzie napędzany wzrostem makroekonomicznym, a ożywienie nastąpi w końcówce 2024 i w 2025 roku. Brak dywidendy, niższa EBITDA i wyższa stopa wolna od ryzyka obniżyły naszą wycenę o 10,6%, z 12,37 zł do 11,05 zł na akcję. Obniżamy naszą rekomendację z KUPUJ do TRZYMAJ.

Przekroczenie kowenantów dług netto/EBITDA w 2024 r.: Wskaźnik dług netto/EBITDA firmy złamał kowenanty w I kw. 2024 r.; wierzymy, że tak będzie również w II kwartale br. Prognozujemy wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 3,7x w 2024 roku; spodziewamy się również, że banki finansujące Sunex tymczasowo odstąpią od egzekwowania kowenantów w drugiej połowie 2024 roku. Zakładamy, że zysk netto Sunexu wyjdzie na plus w 3Q24 (1 mln zł) i 4Q24 (8,3 mln zł). Jednak w dalszym ciągu oznacza to stratę na poziomie netto na poziomie -0,4 mln zł w całym 2024 r. Jednocześnie wskazujemy na poprawę w 2025 r., wynikającą z odbicia na rynku austriackim i stabilizacji sytuacji na rynku polskim po wdrożeniu zatwierdzonej listy urządzenia objęte refundacją (tj. lista ZUM).

Prognoza wyników na 2 kwartał 2024 r.: Oczekujemy, że Sunex opublikuje wstępne wyniki sprzedaży za 2 kw. 2024 r. na początku lipca. Szacujemy, że sprzedaż w tym okresie wyniesie 45 mln zł (spadek o 48,9% r/r, wzrost o 26% kw/kw). Zakładamy stratę netto w II kw.24 na -0,9 mln zł, po stracie w I kw. 24 na poziomie -8,8 mln zł. EBITDA za 2Q24 wyniesie prawdopodobnie 3,1 mln zł.

Dotacja na nowy projekt zgodna z oczekiwaniami: Zgodnie z oczekiwaniami Sunex otrzymał od NCBiR dotację w wysokości 15,2 mln zł z przeznaczeniem na rozwój zbiorników kompozytowych przeznaczonych dla gospodarstw domowych. Realizacja najnowszego projektu planowana jest na lata 2023–2025.

Figure 1. Sunex dane finansowe, (PLN m)

	2021	2022E	2023	2024E	2025E	2025E
Przychody	130.5	289.5	315.7	200.7	232.6	279.4
EBIT	10.2	51.4	30.4	4.6	10.7	25.0
EBITDA	13.8	55.5	38.6	16.6	19.4	34.7
Zysk netto	6.2	39.0	24.4	-0.4	6.5	18.9
EPS	0.3	1.9	1.2	0.0	0.3	0.8
DPS	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1
P/E (x)	34.4	5.5	8.8	na	36.4	12.4
EV/EBITDA (x)	18.3	4.9	8.4	17.3	15.8	9.0

Source: Company, IPOPEMA Research

Technology

Sunex

TRZYMAJ Wartość godziwa PLN 11.05

4.7% potencjału wzrostu

Cena zamknięcia na 27 czerwca 2024 PLN
10.56

Rekomendacja obniżona



Share data

Liczba akcji (m)	20.3
Kapitalizacja (EUR m)	49.7
12M dzienny średni wolumen (k)	33.2
12M średni dzienny obrót (EURm)	0.1
12M max/min (PLN)	24.3/9.44
WIG waga (%)	0.02
Reuters	SNXP.WA
Bloomberg	SNX.PW

Total performance

1M	-1.5%
3M	-12.0%
12M	-54.7%

Shareholders

Polska Ekologia	48.16%
Romuald Kalyciok	17.26%
Others	34.58%

Analitik

Robert Maj
robert.maj@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 90

SUNEX**TRZYMAJ****Wartość godziwa PLN 11.05**

Kapitalizacja EUR 49.7m

Potencjał wzrostu +4.7%

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024E	2025E
P/E (x)	34.4	5.5	8.8	na	36.4
EV/EBITDA (x)	18.3	4.9	8.4	17.3	15.8
EV/Sprzedaż (x)	1.9	0.9	1.0	1.4	1.3
P/Wk (x)	5.0	2.7	2.2	1.8	1.8
Stopa cash flow (%)	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0
Stopa dywidendy (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Na akcje	2021	2022	2023	2024E	2025E
Liczba akcji (m)	20.3	20.3	20.3	21.3	22.3
EPS (PLN)	0.3	1.9	1.2	0.0	0.3
BVPS (PLN)	2.1	4.0	4.9	5.7	5.8
FCFPS (PLN)	-0.7	-0.7	1.7	-0.3	-0.2
DPS (PLN)	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0

Zmiana r/r (%)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Przychody	54.4%	121.8%	9.1%	-36.4%	15.9%
EBITDA	11.5%	302.2%	-30.5%	-57.0%	17.0%
EBIT	0.7%	404.6%	-40.8%	-84.8%	133.0%
Zysk przed podatkiem	4.4%	460.9%	-45.0%	-101.8%	na
Zysk Netto	-4.9%	526.5%	-37.5%	-101.5%	na

Dźwignia finansowa	2021	2022	2023	2024E	2025E
Marża brutto (%)	16.8%	25.4%	29.6%	28.9%	28.4%
Marża EBITDA (%)	10.6%	19.2%	12.2%	8.3%	8.3%
Marża EBIT (%)	7.8%	17.7%	9.6%	2.3%	4.6%
Marża netto (%)	4.8%	13.5%	7.7%	-0.2%	2.8%
Dług netto / EBITDA (x)	2.80	1.04	2.82	3.73	3.62
Dług netto / Kapitał (x)	0.90	0.72	1.10	0.51	0.55
Dźwignia finansowa (x)	0.33	0.26	0.30	0.32	0.29
ROE (%)	15.5%	63.4%	27.2%	-0.3%	5.2%
ROA (%)	46.2%	243.3%	91.1%	-1.0%	17.8%
ROIC (%)	7.6%	28.3%	11.7%	-0.2%	3.3%

Założenia	2021	2022	2023	2024E	2025E
Sprzedaż (PLN m)	131	290	316	201	233
Generalne wykonawstwo	52.8	88.5	49.9	25.7	45.9
PV	70.6	177.9	156.2	104.0	111.0
R&D	0.0	0.0	99.8	66.4	70.9
Niealokowane	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2
Quantum Glass	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Active Glass	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
Polska GDP (%)	6.8%	5.1%	0.2%	2.4%	4.1%
Polska CPI (%)	5.1%	14.3%	11.6%	4.7%	4.6%
Rynek budowlany (%)	2.8%	1.9%	1.9%	2.9%	2.7%
USD PLN (średni)	3.86	4.46	4.20	3.92	3.76
EUR PLN (średni)	4.56	4.68	4.54	4.29	4.22

RZIS (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	130.5	289.5	315.7	200.7	232.6	279.4
Koszty	-108.5	-215.8	-222.2	-142.7	-166.6	-188.1
EBIT	22.0	73.7	93.6	58.0	65.9	91.3
General constr.	-8.5	-18.6	-46.3	-36.7	-42.6	-51.1
PV	-3.8	-7.6	-22.9	-20.3	-16.9	-20.3
R&D	3.3	6.2	7.8	5.6	6.5	7.8
Unallocated	-2.8	-2.3	-1.8	-1.9	-2.2	-2.7
Quantum Glass	10.2	51.4	30.4	4.6	10.7	25.0
2D Glass	0.1	0.3	2.0	1.8	0.3	0.4
Active Glass	-1.7	-3.6	-6.0	-6.8	-3.9	-4.3
EBITDA	13.8	55.5	38.6	16.6	19.4	34.7
Działalność finansowa	-1.6	-3.3	-4.0	-5.0	-3.6	-3.9
Zysk przed podatkiem	8.6	48.0	26.4	-0.5	7.2	21.0
Podatek	-2.3	-9.0	-2.0	0.1	-0.7	-2.1
Zysk netto	6.2	39.0	24.4	-0.4	6.5	18.9

Bilans (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Aktywa trwałe	54.9	73.3	140.7	137.9	152.0	160.8
Aktywa niematerialne	3.5	3.7	23.6	30.5	30.6	30.7
Aktywa trwałe	44.8	61.4	101.7	94.6	107.8	115.5
Należności	6.6	8.2	15.4	12.8	13.5	14.6
Aktywa krótkoterminowe	61.7	125.8	128.3	85.5	99.5	114.9
Zapasy	39.4	83.8	85.4	54.7	63.9	72.1
Należności handlowe	16.5	37.3	33.2	25.8	29.9	36.0
Gotówka	0.8	2.9	2.0	2.0	2.3	2.8
Inne krótkoterminowe aktywa	5.0	1.9	7.6	2.9	3.3	4.0
Aktywa Razem	116.6	199.1	269.0	223.3	251.5	275.7
Kapitał	42.8	80.2	98.7	122.1	128.6	145.6
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długotermin.	22.7	32.8	66.9	56.8	59.3	62.5
Pożyczki i leasing	15.5	23.4	51.0	47.4	48.4	49.8
Inne	7.2	9.4	16.0	9.3	10.9	12.6
Zobowiązania krótkotermin.	51.1	86.2	103.4	44.5	63.7	67.7
Zobowiązania handlowe	24.7	39.7	33.3	21.5	32.0	28.3
Pożyczki i leasing	23.9	37.0	59.8	16.4	24.1	30.3
Inne	2.5	9.4	10.3	6.6	7.6	9.0
Kapitał i zobowiązania	116.6	199.1	269.0	223.3	251.5	275.7
Obrót zapasów (dni)	132.4	141.7	140.4	140.0	140.0	140.0
Obrót należności (dni)	46.1	47.1	38.4	47.0	47.0	47.0
Net debt (PLN m)	38.6	57.6	108.7	61.8	70.2	77.4

CASH FLOW (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash Flow operacyjny	-12.7	2.9	23.4	41.7	17.6	16.5
Zysk netto	6.2	39.0	24.4	-0.4	6.5	18.9
Amortyzacja	3.6	4.1	8.1	12.0	8.6	9.7
Zmiana w kapitale obrotowym	-22.6	-49.2	-1.0	30.9	-3.3	-18.5
Inne	0.0	9.1	-8.1	-0.8	5.7	6.3
Cash flow inwestycyjny	-1.9	-16.5	-58.7	-11.8	-22.0	-17.5
Inwestycje	-2.6	-17.0	-40.0	-11.8	-22.0	-17.5
Otrzymane dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	0.7	0.5	-18.7	0.0	0.0	0.0
Cash flow finansowy	13.9	15.6	34.6	-30.0	4.8	1.4
Zmiana w kapitale	0.0	0.0	0.0	23.8	0.0	0.0
Zmiana długu	12.6	18.0	43.7	-46.9	8.7	7.7
Dywidenda	-0.8	-2.0	-5.7	0.0	0.0	-1.9
Inne	2.1	-0.3	-3.4	-6.8	-3.9	-4.3
Zmiana w gotówce	-0.8	2.0	-0.7	0.0	0.3	0.5
Gotówka na koniec okresu	0.8	2.9	2.0	2.0	2.3	2.8

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spis treści

Spis treści.....	3
Wycena	4
Wycena porównawcza	5
Ryzyka	6
Zmiana w prognozach.....	6
Finanse.....	7

Wycena

Nasze podejście do wyceny firm budowlanych wykorzystuje dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz model zdyskontowanych dywidendy (DDM). Wartość godziwą dla Sunex wyliczamy na podstawie średniej z tych dwóch wyników. Obie metody są zbieżne, ponieważ obie opierają się na tym samym modelu finansowym. Model zakłada prognozy przepływów pieniężnych przez okres 10 lat dla spółki w oparciu o nasze prognozy dotyczące rynku budowlanego, PKB w Polsce, a także inne parametry, w tym wzrost wolumenu, zmiany asortymentu produktów, zmiany modelu finansowania, wzrost efektywności, wzrost kosztów produkcji, nakłady inwestycyjne i potrzeby kapitału obrotowego. Nasze prognozy dywidendowe są pochodną prognoz wyników w naszym modelu finansowym. DDM jest również użytecznym narzędziem do zrozumienia wskaźnika P/E [$P/E = (D/E)/(k-g)$], przy czym różnice należy wytłumaczyć zarówno wzrostem zysków jak i wypłatą dywidendy. Nasze modele DCF i DDM mają wartości końcowe ze stopą wzrostu na poziomie 2%.

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału własnego zostały ustalone poprzez zastosowanie zmiennej stopy wolnej od ryzyka (równej 12-miesięcznej terminowej stopie procentowej) i dodanie 5,5% premii za ryzyko kapitałowe w każdym roku. 12-miesięczne terminowe stopy procentowe zostały wyprowadzone z krzywej dochodowości w latach 2024-2033. Jednocześnie konsekwentnie używamy bety 1, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

Figure 2. Wycena DCF

PLN m	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Wartość terminalna
Przychody	200.7	232.6	279.4	320.3	345.8	373.4	403.3	435.7	470.7	508.6	508.6
EBIT	4.6	10.7	25.0	32.0	35.8	42.2	50.4	60.6	71.9	84.2	84.2
Podatek na EBIT	1.2	1.1	2.5	3.2	6.8	8.0	9.6	11.5	13.7	16.0	16.0
NOPLAT	3.4	9.7	22.5	28.8	29.0	34.2	40.9	49.1	58.2	68.2	68.2
Amortyzacja	12.0	8.6	9.7	10.6	11.4	12.2	13.0	13.8	14.6	15.4	15.4
Wydatki inwestycyjne	-11.8	-22.0	-17.5	-14.9	-16.0	-17.1	-15.8	-15.6	-15.3	-16.1	-16.1
Zmiana w kapitale pracującym	30.9	-3.3	-18.5	-11.5	-7.3	-7.3	-7.7	-8.0	-8.6	-9.3	-9.3
Wolny przepływ gotówki	34.6	-7.0	-3.8	13.0	17.1	21.9	30.5	39.3	48.9	58.2	58.2
Stopa wolna od ryzyka	5.75%	5.89%	5.98%	6.05%	6.11%	6.11%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%
Premia za ryzyko	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Koszt kapitału	11.25%	11.39%	11.48%	11.55%	11.61%	11.61%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%
Koszt długu (przed podatkiem)	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
Efektywna stopa podatkowa	27.3%	18.8%	7.7%	25.6%	10.0%	10.0%	10.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.0%	6.8%	7.8%	6.4%	7.7%	7.7%	8.0%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
Waga długu	19.4%	19.6%	19.3%	16.8%	15.7%	14.4%	13.3%	12.6%	12.3%	12.3%	12.3%
Waga kapitału	80.6%	80.4%	80.7%	83.2%	84.3%	85.6%	86.7%	87.4%	87.7%	87.7%	87.7%
WACC	10.2%	10.5%	10.8%	10.7%	11.0%	11.1%	11.4%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
Współczynnik dyskontujący	0.91	0.82	0.74	0.67	0.60	0.54	0.49	0.44	0.39	0.35	0.32
Wartość bieżąca przepływu gotówki	31.3	-5.7	-2.8	8.7	10.3	11.9	14.9	17.2	19.2	20.6	18.5
Suma	125.6										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku		2.0%									
Wartość końcowa	637.0										
Wartość bieżąca wartości końcowej	202.3										
Zwijanie dyskonta	16.0										
Wartość przedsiębiorstwa	343.9										
Dług netto 2023	108.7										
Zobowiązania pracownicze i inne	-4.4										
Dywidenda wypłacona w 2024	0.0										
Emisja akcji	23.8										
Dotacja NCBiR	15.2										
Wartość kapitału	269.8										
Wartość na akcje (PLN)	12.10										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 3. Wycena DDM

PLNm	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Wartość terminalna
Dywidendy	0.0	0.0	1.9	5.7	12.7	13.1	24.6	30.0	36.7	44.4	44.4
Stopa dyskonta	11.3%	11.4%	11.5%	11.6%	11.6%	11.6%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
Współczynnik dyskontujący	0.90	0.81	0.72	0.65	0.58	0.52	0.47	0.42	0.37	0.33	0.30
Zdyskontowana dywidenda	0.0	0.0	1.4	3.7	7.4	6.8	11.4	12.5	13.7	14.8	13.2
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)	71.6										
Wzrost dywidendy w końcowym roku	2.0%										
Wartość końcowa	457.6										
Wartość bieżąca wartości końcowej	135.9										
Zwijanie dyskonta	15.5										
Wartość kapitału	223.0										
Wartość na akcje (PLN)	10.00										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 4. Podsumowanie wyceny

PLN m	
DCF	12.10
DDM	10.00
Średnia	11.05

Source: Company, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Nie ma w Polsce publicznych producentów pomp ciepła oprócz Sunex, jest natomiast ML System, producent fotowoltaiki, którego umieściliśmy w poniższej tabeli. Szwecja jest jednym z najbardziej rozwiniętych krajów pod względem notowanych na giełdzie krajów w zakresie pomp ciepła/rozwiązań klimatyzacyjnych.

W porównaniu do mediany EV/EBITDA za rok 2025 wynoszące 2025E EV/EBITDA of 12.8x, Sunex wyceniany jest z 23% premią.

Figure 5. Wycena porównawcza

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	P/E			EV/EBITDA			EV/SALES		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
333.7	TT	TRANE TECHNOLOGIES PLC	31.7	28.1	24.8	21.9	19.9	18.2	4.1	3.9	3.6
94.4	LEGD.PA	LEGRAND SA	20.1	18.9	17.8	13.6	12.8	12.2	3.2	3.0	2.9
45.5	NIBEB.ST	NIBE INDUSTRIER AB	42.6	24.4	20.9	20.4	13.8	12.3	2.4	2.2	2.0
79.9	SYSR.ST	SYSTEMAIR AB	23.9	20.1	17.7	11.2	10.5	9.6	1.4	1.3	1.3
162.5	BEIJ.B.ST	BEIJER REF AB	35.8	30.6	27.6	16.8	15.2	14.0	2.1	2.0	1.8
455.4	BEAN.S	BELIMO HOLDING AG	43.1	37.9	34.0	27.9	25.1	22.7	6.1	5.6	5.1
17.4	CRLI.MI	CAREL INDUSTRIES SPA	30.7	24.0	21.1	16.9	13.9	12.5	3.2	2.8	2.6
202.0	MTRS.ST	MUNTERS GROUP AB	28.6	23.7	21.4	16.2	14.5	13.9	2.6	2.4	2.3
451.0	FAN.L	VOLUTION GROUP PLC	16.7	15.9	14.7	11.4	11.0	10.6	2.8	2.7	2.6
53.4	ZEHN.S	ZEHNDER GROUP AG	17.2	13.2	11.4	6.6	5.3	4.7	0.6	0.6	0.6
223.0	NMAN.ST	NEDERMAN HOLDING AB	20.1	15.7	14.1	10.4	9.0	8.6	1.5	1.5	1.4
26.0	LUVE.MI	LU-VE SPA	17.8	15.4	14.1	8.6	7.8	7.3	1.1	1.0	1.0
31.3	METG.S	MEIER TOBLER GROUP AG	12.5	10.5	9.3	7.2	6.5	6.1	0.7	0.6	0.6
198.7	ATCOA.ST	ATLAS COPCO AB	31.6	29.5	27.3	20.2	19.0	17.7	5.4	5.0	4.8
463.4	ALFA.ST	ALFA LAVAL AB	23.7	21.5	20.0	15.1	13.9	13.1	2.9	2.7	2.6
39.5	G1AG.DE	GEA GROUP AG	14.7	13.7	12.5	8.3	7.8	7.4	1.2	1.2	1.1
3.9	ARIS.MI	ARISTON HOLDING NV	9.4	8.0	7.4	2.8	2.6	2.4	0.4	0.3	0.3
12.9	ARBNO.S	ARBONIA AG	316.9	70.8	34.2	20.9	16.1	12.8	2.0	1.8	1.7
41.4	MLSP.WA	ML SYSTEM	124.2	25.0	11.2	11.3	6.8	5.2	2.0	1.3	1.0
		MEDIAN	23.9	21.5	17.8	13.6	12.8	12.2	2.1	2.0	1.8
10.6	SNXP.WA	SUNEX	NaN	36.4	12.4	17.3	15.8	9.0	1.4	1.3	1.1
		Premium/discount to median									
		SUNEX	NaN	69.5%	-30.2%	26.9%	22.7%	-26.0%	-33.4%	-33.1%	-38.5%
		Our valuation									
		SUNEX	NaN	41.73	14.25	19.28	17.53	10.00	1.59	1.46	1.24
		Premium/discount to median									
		SUNEX	NaN	94.3%	-20.1%	41.4%	36.5%	-17.9%	-25.8%	-25.6%	-31.8%

Source: Reuters, IPOPEMA Research

Zmiana w prognozach

Figure 6. Zmiana w prognozach

	2024			2025			2026		
	OLD	NEW	change	OLD	NEW	change	OLD	NEW	change
Revenues	251.1	200.7	-20.1%	262.7	232.6	-11.5%	291.3	279.4	-4.1%
EBIT	10.0	4.6	-53.9%	23.2	10.7	-53.8%	30.1	25.0	-17.1%
EBITDA	22.8	16.6	-27.3%	32.9	19.4	-41.1%	41.0	34.7	-15.4%
Net profit	6.4	-0.4	na	16.5	6.5	-60.8%	22.8	18.9	-17.0%

Source: Company, IPOPEMA Research

Ryzyka

Zmienność popytu

Sunex ma ekspozycję na rynek pomp ciepła, fotowoltaiki i kolektorów słonecznych, który obecnie przeżywa spowolnienie. Dotacje, ceny gazu i oczekiwania dotyczące rachunków za prąd w dużej mierze napędzają popyt na produkty spółki.

Niekorzystny trend cen materiałów i usług

Niekorzystne trendy, takie jak rosnące koszty surowców i inflacja wynagrodzeń pracowników, mogą obniżyć rentowność firmy.

Potencjalny wzrost konkurencji

Spółka narażona jest na konkurencję zarówno ze strony światowych, jak i lokalnych producentów pomp ciepła.

Siła robocza

Obecnie gospodarka spowalnia, stąd presja płacowa prawdopodobnie nieco osłabnie; jednak z czasem może się to zmienić wraz z ożywieniem gospodarczym.

Spowolnienie gospodarcze

Szacunki dla Polski, Niemiec i Austrii sugerują, że w przyszłości tempo wzrostu gospodarczego będzie niższe. W efekcie może dojść do zawieszenia części inwestycji, co rodzi pytania o poziom przyszłej produkcji Sunex. Zmniejszające się fundusze UE prawdopodobnie uwydatnią problem.

Finanse

Figure 7. Rachunek Zysków i Strat (PLN m)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	62.2	84.6	130.5	289.5	315.7	200.7	232.6	279.4
Koszty	-51.1	-67.4	-108.5	-215.8	-222.2	-142.7	-166.6	-188.1
Zysk Brutto	11.1	17.1	22.0	73.7	93.6	58.0	65.9	91.3
Koszty sprzedaży i administracji	-6.0	-7.1	-12.3	-26.1	-69.2	-57.1	-59.4	-71.4
Pozostała działalność operacyjna	-0.3	0.1	0.5	3.8	6.0	3.7	4.2	5.1
EBIT	4.7	10.1	10.2	51.4	30.4	4.6	10.7	25.0
Działalność finansowa	-0.3	-1.9	-1.6	-3.3	-4.0	-5.0	-3.6	-3.9
Zysk przed podatkiem	4.4	8.2	8.6	48.0	26.4	-0.5	7.2	21.0
Podatek	-1.0	-1.6	-2.3	-9.0	-2.0	0.1	-0.7	-2.1
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	3.5	6.5	6.2	39.0	24.4	-0.4	6.5	18.9
EBITDA	4.7	12.4	13.8	55.5	38.6	16.6	19.4	34.7

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 8. Bilans (PLN m)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Aktywa długoterminowe	47.9	52.8	54.9	73.3	140.7	137.9	152.0	160.8
Aktywa trwałe	37.0	42.9	44.8	61.4	101.7	94.6	107.8	115.5
Należności	2.4	2.4	2.4	2.4	6.8	6.8	6.8	6.8
Podatek odroczony	5.3	4.3	3.5	3.7	23.6	30.5	30.6	30.7
Pozostałe	3.2	3.2	4.2	5.8	8.6	6.0	6.7	7.8
Aktywa bieżące	22.2	31.1	61.7	125.8	128.3	85.5	99.5	114.9
Zapasy	10.3	12.7	39.4	83.8	85.4	54.7	63.9	72.1
Należności handlowe	0.0	0.0	4.2	1.7	7.4	2.7	3.2	3.8
Gotówka	11.2	16.0	16.5	37.3	33.2	25.8	29.9	36.0
Pozostałe	0.7	2.4	1.7	3.1	2.3	2.1	2.5	3.0
Aktywa razem	70.1	83.9	116.6	199.1	269.0	223.3	251.5	275.7
Kapitał Własny	31.5	37.7	42.8	80.2	98.7	122.1	128.6	145.6
Zobowiązania długoterminowe	13.2	18.6	22.7	32.8	66.9	56.8	59.3	62.5
Dług	7.1	9.1	11.1	17.0	41.2	41.2	41.2	41.2
Odroczony podatek	1.4	3.0	4.4	6.5	9.8	6.2	7.2	8.7
Rezerwy	2.5	4.3	4.1	5.7	7.7	4.0	4.7	5.6
Pozostałe zobowiązania	2.1	2.2	3.1	3.7	8.3	5.3	6.2	7.0
Zobowiązania krótkoterminowe	25.4	27.6	51.1	86.2	103.4	44.5	63.7	67.7
Dług	13.9	12.6	23.1	35.7	57.3	14.8	22.2	28.1
Zobowiązania finansowe	8.9	12.0	24.7	39.7	33.3	21.5	32.0	28.3
Rezerwy	0.9	0.0	0.2	0.8	1.9	1.2	1.4	1.7
Pozostałe	0.2	0.4	0.8	1.3	2.5	1.6	1.8	2.2
Zobowiązania handlowe	1.4	2.5	2.3	8.6	8.4	5.3	6.2	7.3
Zobowiązania i Kapitał Razem	70.1	83.9	116.6	199.1	269.0	223.3	251.5	275.7

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 9. Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Zysk netto	3.5	6.5	6.2	39.0	24.4	-0.4	6.5	18.9
Amortyzacja	0.0	2.3	3.6	4.1	8.1	12.0	8.6	9.7
Zmiana w kapitale pracującym	0.0	0.0	-22.6	-49.2	-1.0	30.9	-3.3	-18.5
Pozostałe	-1.8	-3.7	0.0	9.1	-8.1	-0.8	5.7	6.3
Przepływy z działalności operacyjnej	1.6	5.1	-12.7	2.9	23.4	41.7	17.6	16.5
Inwestycje	0.0	-0.1	-2.6	-17.0	-40.0	-11.8	-22.0	-17.5
Pozostałe	-12.8	-5.0	0.7	0.5	-18.7	0.0	0.0	0.0
Inwestycje	-12.8	-5.1	-1.9	-16.5	-58.7	-11.8	-22.0	-17.5
Zmiana długu	0.0	0.0	12.6	18.0	43.7	-46.9	8.7	7.7
Dywidendy	0.0	-0.4	-0.8	-2.0	-5.7	0.0	0.0	-1.9
Pozostałe	11.3	1.9	2.1	-0.3	-3.4	16.9	-3.9	-4.3
Przepływy z działalności finansowej	11.3	1.5	13.9	15.6	34.6	-30.0	4.8	1.4
Cały przepływ gotówki	0.1	1.5	-0.8	2.0	-0.7	0.0	0.3	0.5
Gotówka na początku okresu	0.0	0.1	1.6	0.8	2.9	2.0	2.0	2.3
Gotówka na końcu okresu	0.1	1.6	0.8	2.9	2.0	2.0	2.3	2.8

Source: Company, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniana bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Marvipol Development S.A., Medicalgorithmics S.A., Miraculum S.A., ML System S.A., Scope Fluidics S.A., Sunex S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A., Impact Developer & Contractor S.A., OMV Petrom S.A. and Safetech Innovations S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
- Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
- LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
- NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
- Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.
- ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Difference between FV and price at recommendation
Buy	Above 10%
Hold	In between (and including) -10% and 10%
Sell	Below -10%

IPOPEMA Research - Distribution by rating category (1 January – 31 March 2024)

	Number	%
Buy	12	75%
Hold	3	19%
Sell	1	6%
Total	16	100%

Rating History – Sunex

Date	Recommendation	Fair Value	Price at recommendation	Author
13/10/2023	HOLD	PLN 12.00	PLN 13.06	Robert Maj
24.05.2024	BUY	PLN 12.37	PLN 10.52	Robert Maj
28.06.2024	HOLD	PLN 11.05	PLN 10.56	Robert Maj