

Sunex

Kolejne cięcie prognoz

Obniżamy naszą wartość godziwą (FV) dla Sunex o kolejne 15,8%, ale podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ. Widzimy lekkie odbicie sprzedaży w 3Q24, co może być zwiastunem odbicia w 2025 roku. Ostatni kwartał roku jest sezonowo najslabszy; stąd spodziewamy się ponownego spadku sprzedaży w IV kw. 2024 r. w ujęciu kw/kw. Widać, że austriackie przejęcia zaczynają przynosić efekty i przyczyniają się do skonsolidowanej sprzedaży, uzupełniając słaby polski rynek. Sunex stara się przeciwstawić dekonstrukcji rynkowej aktywnością w zakresie fuzji i przejęć oraz wzrostem sprzedaży w Austrii (już trwa) i Niemczech (najprawdopodobniej wzrost zostanie odnotowany w 2025 roku). Po CAPEXie na poziomie 14,0 mln zł w I poł. 24, obecnie spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach spółka będzie minimalizować nakłady inwestycyjne, aby w 2024E osiągnąć łącznie 18,0 mln zł. Ogólnie oczekujemy, że Sunex zanotuje EBITDA na poziomie -11,2 mln zł w 2024E, +12,8 mln zł w 2025E i +32,4 mln zł w 2026E. Nie spodziewamy się, aby utrata EBITDA w bieżącym roku spowodowała ryzyko przyspieszonej spłaty zadłużenia, gdyż zakładamy, że banki kredytujące nie będą egzekwować kowenantów w tym roku. Obniżyliśmy naszą wycenę o 15,8% z 11,05 zł do 9,31 zł na akcję. Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ.

Trudna sytuacja na europejskim rynku pomp ciepła: Według Euractiv, w I półroczu 2024 r. łączna sprzedaż pomp ciepła na kilku rynkach Europy Zachodniej była prawie o połowę niższa niż w I półroczu 2023 r. Jak podaje brukselski portal, gdy w 2022 roku Europa zmagala się z kryzysem energetycznym, sprzedano rekordową liczbę 3 mln pomp ciepła. Rok 2023 przyniósł jednak nieznaczny spadek sprzedaży pomp ciepła, a dane za I półrocze 2024 roku wskazują na znaczny spadek. Według wyliczeń stowarzyszenia branżowego EHPA, w I półroczu 2024 r. zakupiono 765 tys. pomp ciepła wobec 1,44 mln w I półroczu 2023 r.

Przyczyny niższej sprzedaży pomp ciepła: Zdaniem Paula Kenny'ego, szefa EHPA, do przyczyn spadku sprzedaży zaliczają się takie czynniki, jak zbyt wysokie ceny energii elektrycznej w porównaniu do gazu oraz brak wykwalifikowanych instalatorów. To, czy pompa pomyślnie przejdzie testy, zależy w dużej mierze od prawidłowej instalacji. Nie bez znaczenia są także wysokie koszty początkowe związane z zakupem urządzenia, które w dłuższej perspektywie przynosi dopiero znaczne oszczędności w ogrzewaniu. Kenny zwraca także uwagę na zaniebdania lub nieprawidłowe działania władz.

Prognoza wyników za 3Q24: Sunex zaraportował już skonsolidowaną sprzedaż za 3Q24 na poziomie 66,9 mln zł (spadek o 17,9% r/r, wzrost o 25,3% q/q). Uważamy, że wzrost kwartał do kwartału wynika przede wszystkim z rosnącej sprzedaży w Austrii, na którą niedawno zwrócił uwagę przedstawiciel spółki podczas telekonferencji analityków za II kwartał. Za 3Q24 spodziewamy się dodatniej EBITDA na poziomie 2 mln zł i straty netto na poziomie -1,4 mln zł.

Figure 1. Sunex dane finansowe, (PLN m)

| | 2021 | 2022E | 2023 | 2024E | 2025E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 130.5 | 289.5 | 315.7 | 208.9 | 241.0 | 281.1 |
| EBIT | 10.2 | 51.4 | 30.4 | -21.3 | 3.9 | 22.3 |
| EBITDA | 13.8 | 55.5 | 38.6 | -11.2 | 12.8 | 32.4 |
| Zysk netto | 6.2 | 39.0 | 24.4 | -22.2 | -2.0 | 14.1 |
| EPS | 0.3 | 1.9 | 1.2 | -1.0 | -0.1 | 0.6 |
| DPS | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| P/E (x) | 28.9 | 4.6 | 7.4 | -8.5 | -99.4 | 14.0 |
| EV/EBITDA (x) | 15.8 | 4.3 | 7.5 | -25.7 | 24.1 | 9.8 |

Source: Company, IPOPEMA Research

Technology

Sunex

TRZYMAJ

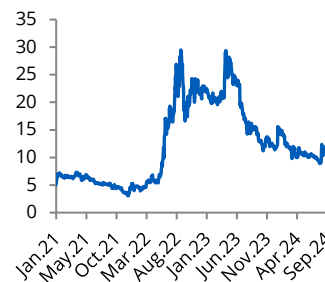
Wartość godziwa PLN

9.31

5.0% potencjału wzrostu

Cena zamknięcia na 09 października 2024 PL
8.86

Rekomendacja utrzymana



Share data

| | |
|---------------------------------|----------|
| Liczba akcji (m) | 21.3 |
| Kapitalizacja (EUR m) | 44.0 |
| 12M dzienny średni wolumen (k) | 29.9 |
| 12M średni dzienny obrót (EURm) | 0.1 |
| 12M max/min (PLN) | 16.2/8.5 |
| WIG waga (%) | 0.02 |
| Reuters | SNXP.WA |
| Bloomberg | SNX.PW |

Total performance

| | |
|-----|--------|
| 1M | 0.2% |
| 3M | 5.5% |
| 12M | -18.3% |

Shareholders

| | |
|------------------|--------|
| Polska Ekologia | 43.84% |
| Romuald Kalyciok | 24.68% |
| Others | 31.48% |

Analitik

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

SUNEX**TRZYMAJ****Wartość godziwa PLN 9.31**

Kapitalizacja EUR 44.0m

Potencjał wzrostu +5.0%

| Wskaźniki | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---------------------|------|------|------|-------|-------|
| P/E (x) | 28.9 | 4.6 | 7.4 | na | -99.4 |
| EV/EBITDA (x) | 15.8 | 4.3 | 7.5 | -25.7 | 24.1 |
| EV/Sprzedaż (x) | 1.7 | 0.8 | 0.9 | 1.4 | 1.3 |
| P/Wk (x) | 4.2 | 2.2 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| Stopa cash flow (%) | -0.1 | -0.1 | 0.0 | -0.1 | 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 | -1.0 | -0.1 |
| BVPS (PLN) | 2.1 | 4.0 | 4.9 | 4.7 | 4.4 |
| FCFPS (PLN) | -0.7 | -0.7 | -0.1 | -0.4 | -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% | -33.8% | 15.4% |
| EBITDA | 11.5% | 302.2% | -30.5% | -129.0% | -214.9% |
| EBIT | 0.7% | 404.6% | -40.8% | -170.1% | -118.2% |
| Zysk przed podatkiem | 4.4% | 460.9% | -45.0% | -202.3% | na |
| Zysk Netto | -4.9% | 526.5% | -37.5% | -191.0% | na |

| Dźwignia finansowa | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------------------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Marża brutto (%) | 16.8% | 25.4% | 29.6% | 16.7% | 24.3% |
| Marża EBITDA (%) | 10.6% | 19.2% | 12.2% | -5.3% | 5.3% |
| Marża EBIT (%) | 7.8% | 17.7% | 9.6% | -10.2% | 1.6% |
| Marża netto (%) | 4.8% | 13.5% | 7.7% | -10.6% | -0.8% |
| Dług netto / EBITDA (x) | 2.80 | 1.04 | 2.82 | -8.81 | 8.75 |
| Dług netto/ Kapitał (x) | 0.90 | 0.72 | 1.10 | 0.98 | 1.14 |
| Dźwignia finansowa (x) | 0.33 | 0.26 | 0.30 | 0.36 | 0.39 |
| ROE (%) | 15.5% | 63.4% | 27.2% | -22.3% | -2.0% |
| ROA (%) | 46.2% | 243.3% | 91.1% | -61.9% | -5.2% |
| ROIC (%) | 7.6% | 28.3% | 11.7% | -11.2% | -0.9% |

| Założenia | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Sprzedaż (PLN m) | 131 | 290 | 316 | 209 | 241 |
| 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 | 208.9 | 241.0 | 281.1 |
| Koszty | -108.5 | -215.8 | -222.2 | -174.1 | -182.4 | -194.9 |
| EBIT | 22.0 | 73.7 | 93.6 | 34.8 | 58.6 | 86.1 |
| General constr. | -8.5 | -18.6 | -46.3 | -36.4 | -42.0 | -49.0 |
| PV | -3.8 | -7.6 | -22.9 | -23.9 | -17.5 | -20.4 |
| R&D | 3.3 | 6.2 | 7.8 | 6.0 | 7.0 | 8.1 |
| Unallocated | -2.8 | -2.3 | -1.8 | -1.9 | -2.1 | -2.5 |
| Quantum Glass | 10.2 | 51.4 | 30.4 | -21.3 | 3.9 | 22.3 |
| 2D Glass | 0.1 | 0.3 | 2.0 | 1.3 | 0.3 | 0.4 |
| Active Glass | -1.7 | -3.6 | -6.0 | -6.9 | -6.4 | -7.1 |
| EBITDA | 13.8 | 55.5 | 38.6 | -11.2 | 12.8 | 32.4 |
| Działalność finansowa | -1.6 | -3.3 | -4.0 | -5.6 | -6.1 | -6.7 |
| Zysk przed podatkiem | 8.6 | 48.0 | 26.4 | -27.0 | -2.2 | 15.6 |
| Podatek | -2.3 | -9.0 | -2.0 | 4.8 | 0.2 | -1.6 |
| Zysk netto | 6.2 | 39.0 | 24.4 | -22.2 | -2.0 | 14.1 |

| Bilans (PLN m) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 54.9 | 73.3 | 140.7 | 146.1 | 160.8 | 169.8 |
| Aktywa niematerialne | 3.5 | 3.7 | 23.6 | 30.5 | 30.6 | 30.7 |
| Aktywa trwałe | 44.8 | 61.4 | 101.7 | 102.6 | 116.4 | 124.4 |
| Należności | 6.6 | 8.2 | 15.4 | 13.0 | 13.7 | 14.6 |
| Aktywa krótkoterminowe | 61.7 | 125.8 | 128.3 | 98.8 | 106.9 | 117.8 |
| Zapasy | 39.4 | 83.8 | 85.4 | 66.8 | 70.0 | 74.8 |
| Należności handlowe | 16.5 | 37.3 | 33.2 | 26.9 | 31.0 | 36.2 |
| Gotówka | 0.8 | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.4 | 2.8 |
| Inne krótkoterminowe aktywa | 5.0 | 1.9 | 7.6 | 3.0 | 3.5 | 4.0 |
| Aktywa Razem | 116.6 | 199.1 | 269.0 | 244.8 | 267.7 | 287.6 |
| Kapitał | 42.8 | 80.2 | 98.7 | 100.3 | 98.3 | 112.4 |
| Mniejszości | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zobowiązania długotermin. | 22.7 | 32.8 | 66.9 | 58.3 | 60.3 | 62.8 |
| Pożyczki i leasing | 15.5 | 23.4 | 51.0 | 47.7 | 48.7 | 49.9 |
| Inne | 7.2 | 9.4 | 16.0 | 10.6 | 11.6 | 12.9 |
| Zobowiązania krótkoterm. | 51.1 | 86.2 | 103.4 | 86.2 | 109.1 | 112.4 |
| Zobowiązania handlowe | 24.7 | 39.7 | 33.3 | 26.2 | 35.0 | 29.4 |
| Pożyczki i leasing | 23.9 | 37.0 | 59.8 | 52.8 | 66.1 | 73.9 |
| Inne | 2.5 | 9.4 | 10.3 | 7.2 | 8.0 | 9.1 |
| Kapitał i zobowiązania | 116.6 | 199.1 | 269.0 | 244.8 | 267.7 | 287.6 |
| 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 | 98.4 | 112.3 | 121.0 |

| CASH FLOW (PLN m) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash Flow operacyjny | -12.7 | 2.9 | 23.4 | 11.4 | 15.4 | 16.6 |
| Zysk netto | 6.2 | 39.0 | 24.4 | -22.2 | -2.0 | 14.1 |
| Amortyzacja | 3.6 | 4.1 | 8.1 | 10.2 | 8.9 | 10.1 |
| Zmiana w kapitale obrotowym | -22.6 | -49.2 | -1.0 | 22.5 | 1.0 | -16.1 |
| Inne | 0.0 | 9.1 | -8.1 | 1.0 | 7.5 | 8.5 |
| Cash flow inwestycyjny | -1.9 | -16.5 | -58.7 | -18.0 | -22.9 | -18.2 |
| Inwestycje | -2.6 | -17.0 | -40.0 | -18.0 | -22.9 | -18.2 |
| 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 | 6.6 | 7.8 | 2.0 |
| Zmiana w kapitale | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 23.8 | 0.0 | 0.0 |
| Zmiana długu | 12.6 | 18.0 | 43.7 | -10.3 | 14.2 | 9.1 |
| Dywidenda | -0.8 | -2.0 | -5.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Inne | 2.1 | -0.3 | -3.4 | -6.9 | -6.4 | -7.1 |
| Zmiana w gotówce | -0.8 | 2.0 | -0.7 | 0.0 | 0.3 | 0.4 |
| Gotówka na koniec okresu | 0.8 | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.4 | 2.8 |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spis treści

| | |
|--------------------------|---|
| Spis treści..... | 3 |
| Wycena | 4 |
| Wycena porównawcza | 5 |
| Zmiana w prognozach..... | 6 |
| Prognoza na 3Q24..... | 6 |
| Ryzyka | 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 | 208.9 | 241.0 | 281.1 | 313.3 | 337.6 | 363.8 | 392.2 | 422.8 | 455.9 | 491.7 | 491.7 |
| EBIT | -21.3 | 3.9 | 22.3 | 25.6 | 28.8 | 34.5 | 41.9 | 51.3 | 61.6 | 73.0 | 73.0 |
| Podatek na EBIT | -3.8 | 0.4 | 2.2 | 2.6 | 5.5 | 6.6 | 8.0 | 9.7 | 11.7 | 13.9 | 13.9 |
| NOPLAT | -17.5 | 3.5 | 20.1 | 23.1 | 23.3 | 28.0 | 34.0 | 41.6 | 49.9 | 59.1 | 59.1 |
| Amortyzacja | 10.2 | 8.9 | 10.1 | 11.0 | 11.8 | 12.6 | 13.5 | 14.3 | 15.1 | 15.9 | 15.9 |
| Wydatki inwestycyjne | -18.0 | -22.9 | -18.2 | -15.5 | -16.6 | -17.8 | -16.4 | -16.2 | -15.9 | -16.7 | -16.7 |
| Zmiana w kapitale pracującym | 22.5 | 1.0 | -16.1 | -9.6 | -7.1 | -7.1 | -7.4 | -7.7 | -8.3 | -8.9 | -8.9 |
| Wolny przepływ gotówki | -2.9 | -9.5 | -4.1 | 8.9 | 11.4 | 15.6 | 23.7 | 32.0 | 40.9 | 49.5 | 49.5 |
| Stopa wolna od ryzyka | 5.45% | 5.62% | 5.69% | 5.79% | 5.85% | 5.89% | 6.01% | 6.01% | 6.01% | 6.01% | 6.01% |
| 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 | 10.95% | 11.12% | 11.19% | 11.29% | 11.35% | 11.39% | 11.51% | 11.51% | 11.51% | 11.51% | 11.51% |
| Koszt długu (przed podatkiem) | 7.9% | 8.1% | 8.2% | 8.3% | 8.3% | 8.4% | 8.5% | 8.5% | 8.5% | 8.5% | 8.5% |
| Efektywna stopa podatkowa | 27.3% | 18.8% | 7.7% | 17.8% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% |
| Koszt długu po podatku | 5.8% | 6.6% | 7.6% | 6.8% | 7.5% | 7.6% | 7.7% | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 6.9% |
| Waga długu | 32.5% | 32.9% | 32.0% | 29.7% | 28.5% | 27.0% | 25.7% | 24.7% | 24.2% | 23.4% | 23.4% |
| Waga kapitału | 67.5% | 67.1% | 68.0% | 70.3% | 71.5% | 73.0% | 74.3% | 75.3% | 75.8% | 76.6% | 76.6% |
| WACC | 9.3% | 9.6% | 10.0% | 10.0% | 10.3% | 10.4% | 10.5% | 10.4% | 10.4% | 10.4% | 10.4% |
| Współczynnik dyskontujący | 0.92 | 0.83 | 0.76 | 0.69 | 0.63 | 0.57 | 0.51 | 0.46 | 0.42 | 0.38 | 0.35 |
| Wartość bieżąca przepływu gotówki | -2.6 | -7.9 | -3.1 | 6.2 | 7.1 | 8.9 | 12.2 | 14.9 | 17.2 | 18.9 | 17.1 |
| Suma | 71.6 | | | | | | | | | | |
| Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku | 2.0% | | | | | | | | | | |
| Wartość końcowa | 598.1 | | | | | | | | | | |
| Wartość bieżąca wartości końcowej | 206.5 | | | | | | | | | | |
| Zwijanie dyskonta | 19.7 | | | | | | | | | | |
| Wartość przedsiębiorstwa | 297.8 | | | | | | | | | | |
| 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 | 223.7 | | | | | | | | | | |
| Wartość na akcje (PLN) | 10.04 | | | | | | | | | | |

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 3. Wycena DDM

| PLNm | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | Wartość terminalna |
|---|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| Dywidendy | 0.0 | 0.0 | 4.2 | 8.4 | 8.9 | 18.2 | 23.0 | 29.2 | 36.2 | 36.2 | 36.2 |
| Stopa dyskonta | 11.1% | 11.2% | 11.3% | 11.3% | 11.4% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% |
| Współczynnik dyskontujący | 0.90 | 0.81 | 0.73 | 0.65 | 0.59 | 0.53 | 0.47 | 0.42 | 0.38 | 0.34 | 0.30 |
| Zdyskontowana dywidenda | 0.0 | 0.0 | 3.1 | 5.5 | 5.2 | 9.5 | 10.9 | 12.3 | 13.7 | 12.3 | 11.0 |
| Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca) | 72.6 | | | | | | | | | | |
| Wzrost dywidendy w końcowym roku | 2.0% | | | | | | | | | | |
| Wartość końcowa | 387.8 | | | | | | | | | | |
| Wartość bieżąca wartości końcowej | 118.3 | | | | | | | | | | |
| Zwijanie dyskonta | 0.4 | | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału | 191.2 | | | | | | | | | | |
| Wartość na akcje (PLN) | 8.58 | | | | | | | | | | |

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 4. Podsumowanie wycenay

| PLN m | |
|----------------|-------------|
| DCF | 10.04 |
| DDM | 8.58 |
| Średnia | 9.31 |

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 14.3x, Sunex wyceniany jest z 69% premią.

Figure 5. Wycena porównawcza

| PRICE (LCU) | Ticker | NAME | P/E | | | EV/EBITDA | | | EV/SALES | | |
|----------------|----------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| 399.7 | TT | TRANE TECHNOLOGIES PLC | 36.7 | 32.1 | 28.6 | 25.1 | 22.5 | 20.4 | 4.8 | 4.5 | 4.2 |
| 104.1 | LEGD.PA | LEGRAND SA | 21.8 | 20.3 | 19.0 | 15.4 | 14.3 | 13.4 | 3.6 | 3.4 | 3.2 |
| 49.9 | NIBEB.ST | NIBE INDUSTRIER AB | 111.0 | 29.0 | 24.5 | 23.3 | 15.3 | 13.8 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| 85.8 | SYSR.ST | SYSTEMAIR AB | 25.7 | 22.1 | 18.8 | 12.3 | 11.3 | 10.1 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| 162.9 | BEIJB.ST | BEIJER REF AB | 35.5 | 29.3 | 26.3 | 16.6 | 14.8 | 13.5 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |
| 592.5 | BEAN.S | BELIMO HOLDING AG | 50.5 | 44.6 | 39.6 | 34.1 | 30.2 | 27.3 | 7.7 | 7.0 | 6.4 |
| 19.5 | CRLI.MI | CAREL INDUSTRIES SPA | 40.4 | 30.6 | 26.7 | 21.7 | 17.2 | 15.5 | 3.8 | 3.4 | 3.1 |
| 230.8 | MTRS.ST | MUNTERS GROUP AB | 31.7 | 26.1 | 22.2 | 17.1 | 15.2 | 14.2 | 3.0 | 2.7 | 2.5 |
| 612.0 | FAN.L | VOLUTION GROUP PLC | 22.0 | 19.8 | 18.0 | 15.0 | 13.2 | 11.8 | 3.7 | 3.4 | 3.0 |
| 53.6 | ZEHN.S | ZEHNDER GROUP AG | 26.6 | 15.5 | 13.2 | 7.6 | 5.9 | 5.3 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 228.5 | NMAN.ST | NEDERMAN HOLDING AB | 20.6 | 16.8 | 15.0 | 10.3 | 9.4 | 9.0 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 27.0 | LUVE.MI | LU-VE SPA | 17.6 | 15.6 | 13.9 | 8.7 | 8.0 | 7.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 27.8 | METG.S | MEIER TOBLER GROUP AG | 14.7 | 12.3 | 10.4 | 8.6 | 7.7 | 7.0 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 194.7 | ATCOA.ST | ATLAS COPCO AB | 31.0 | 29.9 | 27.4 | 20.3 | 19.4 | 17.9 | 5.3 | 5.1 | 4.7 |
| 483.0 | ALFA.ST | ALFA LAVAL AB | 25.4 | 22.4 | 20.9 | 15.9 | 14.4 | 13.8 | 3.0 | 2.9 | 2.8 |
| 46.1 | G1AG.DE | GEA GROUP AG | 17.0 | 15.8 | 14.8 | 9.9 | 9.4 | 9.0 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| 4.3 | ARIS.MI | ARISTON HOLDING NV | 16.7 | 12.8 | 10.3 | 4.7 | 3.9 | 3.3 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 12.8 | ARBNO.S | ARBONIA AG | 38.1 | 40.3 | 24.5 | 17.8 | 17.4 | 14.4 | 2.0 | 1.8 | 1.7 |
| 36.8 | MLSP.WA | ML SYSTEM | -29.1 | -71.6 | -210.8 | 19.0 | 11.9 | 9.7 | 2.9 | 2.5 | 1.9 |
| | | MEDIAN | 25.7 | 22.1 | 19.0 | 15.9 | 14.3 | 13.4 | 2.7 | 2.5 | 1.9 |
| 8.9 | SNXP.WA | SUNEX | -8.5 | -99.4 | 14.0 | -25.7 | 24.1 | 9.8 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| | | Premium/discount to median | | | | | | | | | |
| | | SUNEX | na | na | -26.2% | na | 69.1% | -26.9% | -48.3% | -47.7% | -41.5% |

Source: Reuters, IPOPEMA Research

Zmiana w prognozach

Figure 6. Zmiana w prognozach

| | 2024 | | | 2025 | | | 2026 | | |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | Stare | Nowe | zmiana | Stare | Nowe | zmiana | | | |
| Przychody | 200.7 | 208.9 | 4.1% | 232.6 | 241.0 | 3.6% | 279.4 | 281.1 | 0.6% |
| Koszty | 4.6 | -21.3 | na | 10.7 | 3.9 | -63.8% | 25.0 | 22.3 | -10.5% |
| EBITDA | 16.6 | -11.2 | na | 19.4 | 12.8 | -33.8% | 34.7 | 32.4 | -6.6% |
| Zysk netto | -0.4 | -22.2 | na | 6.5 | -2.0 | na | 18.9 | 14.1 | -25.7% |

Source: Company, IPOPEMA Research

Prognoza na 3Q24

Figure 7. Sunex: 3Q24 results preview (PLN m)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | Y/Y | Q/Q3Q24prelim. | diff |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|----------------|-------|
| Revenues | 100.53 | 88.13 | 81.41 | 45.66 | 35.71 | 53.36 | 66.85 | -17.9% | 25.3% | 66.85 |
| Gross profit | 20.09 | 23.62 | 15.75 | 34.09 | 4.69 | 9.60 | 12.95 | -17.8% | 35.0% | |
| EBITDA | 13.78 | 13.24 | 8.43 | 3.07 | -6.88 | -1.54 | 2.00 | -76.3% | na | |
| EBIT | 12.26 | 11.79 | 6.52 | -0.17 | -9.54 | -4.04 | -0.50 | na | na | |
| Net profit | 9.68 | 9.81 | 2.18 | 2.69 | -8.83 | -4.90 | -1.40 | na | na | |

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 zżywieniem 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 8. 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 | 208.9 | 241.0 | 281.1 |
| Koszty | -51.1 | -67.4 | -108.5 | -215.8 | -222.2 | -174.1 | -182.4 | -194.9 |
| Zysk Brutto | 11.1 | 17.1 | 22.0 | 73.7 | 93.6 | 34.8 | 58.6 | 86.1 |
| Koszty sprzedaży i administracji | -6.0 | -7.1 | -12.3 | -26.1 | -69.2 | -60.3 | -59.5 | -69.4 |
| Pozostała działalność operacyjna | -0.3 | 0.1 | 0.5 | 3.8 | 6.0 | 4.2 | 4.8 | 5.6 |
| EBIT | 4.7 | 10.1 | 10.2 | 51.4 | 30.4 | -21.3 | 3.9 | 22.3 |
| Działalność finansowa | -0.3 | -1.9 | -1.6 | -3.3 | -4.0 | -5.6 | -6.1 | -6.7 |
| Zysk przed podatkiem | 4.4 | 8.2 | 8.6 | 48.0 | 26.4 | -27.0 | -2.2 | 15.6 |
| Podatek | -1.0 | -1.6 | -2.3 | -9.0 | -2.0 | 4.8 | 0.2 | -1.6 |
| 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 | -22.2 | -2.0 | 14.1 |
| EBITDA | 4.7 | 12.4 | 13.8 | 55.5 | 38.6 | -11.2 | 12.8 | 32.4 |

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 9. Bilans (PLN m)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa długoterminowe | 47.9 | 52.8 | 54.9 | 73.3 | 140.7 | 146.1 | 160.8 | 169.8 |
| Aktywa trwałe | 37.0 | 42.9 | 44.8 | 61.4 | 101.7 | 102.6 | 116.4 | 124.4 |
| 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 | 6.1 | 6.9 | 7.8 |
| Aktywa bieżące | 22.2 | 31.1 | 61.7 | 125.8 | 128.3 | 98.8 | 106.9 | 117.8 |
| Zapasy | 10.3 | 12.7 | 39.4 | 83.8 | 85.4 | 66.8 | 70.0 | 74.8 |
| Należności handlowe | 0.0 | 0.0 | 4.2 | 1.7 | 7.4 | 2.9 | 3.3 | 3.9 |
| Gotówka | 11.2 | 16.0 | 16.5 | 37.3 | 33.2 | 26.9 | 31.0 | 36.2 |
| Pozostałe | 0.7 | 2.4 | 1.7 | 3.1 | 2.3 | 2.2 | 2.6 | 3.0 |
| Aktywa razem | 70.1 | 83.9 | 116.6 | 199.1 | 269.0 | 244.8 | 267.7 | 287.6 |
| Kapitał Własny | 31.5 | 37.7 | 42.8 | 80.2 | 98.7 | 100.3 | 98.3 | 112.4 |
| Zobowiązania długoterminowe | 13.2 | 18.6 | 22.7 | 32.8 | 66.9 | 58.3 | 60.3 | 62.8 |
| 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 | 6.5 | 7.5 | 8.7 |
| Rezerwy | 2.5 | 4.3 | 4.1 | 5.7 | 7.7 | 4.2 | 4.8 | 5.6 |
| Pozostałe zobowiązania | 2.1 | 2.2 | 3.1 | 3.7 | 8.3 | 6.5 | 6.8 | 7.3 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 25.4 | 27.6 | 51.1 | 86.2 | 103.4 | 86.2 | 109.1 | 112.4 |
| Dług | 13.9 | 12.6 | 23.1 | 35.7 | 57.3 | 51.2 | 64.2 | 71.7 |
| Zobowiązania finansowe | 8.9 | 12.0 | 24.7 | 39.7 | 33.3 | 26.2 | 35.0 | 29.4 |
| Rezerwy | 0.9 | 0.0 | 0.2 | 0.8 | 1.9 | 1.3 | 1.5 | 1.7 |
| Pozostałe | 0.2 | 0.4 | 0.8 | 1.3 | 2.5 | 1.7 | 1.9 | 2.2 |
| Zobowiązania handlowe | 1.4 | 2.5 | 2.3 | 8.6 | 8.4 | 5.9 | 6.5 | 7.4 |
| Zobowiązania i Kapitał Razem | 70.1 | 83.9 | 116.6 | 199.1 | 269.0 | 244.8 | 267.7 | 287.6 |

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 10. 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 | -22.2 | -2.0 | 14.1 |
| Amortyzacja | 0.0 | 2.3 | 3.6 | 4.1 | 8.1 | 10.2 | 8.9 | 10.1 |
| Zmiana w kapitale pracującym | 0.0 | 0.0 | -22.6 | -49.2 | -1.0 | 22.5 | 1.0 | -16.1 |
| Pozostałe | -1.8 | -3.7 | 0.0 | 9.1 | -8.1 | 1.0 | 7.5 | 8.5 |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 1.6 | 5.1 | -12.7 | 2.9 | 23.4 | 11.4 | 15.4 | 16.6 |
| Inwestycje | 0.0 | -0.1 | -2.6 | -17.0 | -40.0 | -18.0 | -22.9 | -18.2 |
| 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 | -18.0 | -22.9 | -18.2 |
| Zmiana długu | 0.0 | 0.0 | 12.6 | 18.0 | 43.7 | -10.3 | 14.2 | 9.1 |
| Dywidendy | 0.0 | -0.4 | -0.8 | -2.0 | -5.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Pozostałe | 11.3 | 1.9 | 2.1 | -0.3 | -3.4 | 16.8 | -6.4 | -7.1 |
| Przepływy z działalności finansowej | 11.3 | 1.5 | 13.9 | 15.6 | 34.6 | 6.6 | 7.8 | 2.0 |
| Cały przepływ gotówki | 0.1 | 1.5 | -0.8 | 2.0 | -0.7 | 0.0 | 0.3 | 0.4 |
| Gotówka na początku okresu | 0.0 | 0.1 | 1.6 | 0.8 | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.4 |
| Gotówka na końcu okresu | 0.1 | 1.6 | 0.8 | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.4 | 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 – 30 September 2024)

| | Number | % |
|-------|--------|------|
| Buy | 18 | 56% |
| Hold | 8 | 25% |
| Sell | 6 | 19% |
| Total | 32 | 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 | PLN12.37 | PLN 10.52 | Robert Maj |
| 28.06.2024 | HOLD | PLN 11.05 | PLN 10.56 | Robert Maj |
| 10.10.2024 | HOLD | PLN 9.31 | PLN 8.86 | Robert Maj |