

Sunex

Poprawiające się perspektywy

Zwiększamy naszą wartość godziwą (FV) Sunex o 2,6% z 9,31 zł do 9,55 zł za akcję i podwyższamy naszą rekomendację z TRZYMAJ na KUPUJ. Spółka odnotowała już wzrost przychodów o 27,3% r/r, co wyniosło 45,5 mln zł w 1 kw. 2025 r. Spółka odnotowuje ożywienie na rynkach eksportowych (tj. w Austrii i Niemczech). W Polsce następuje odrodzenie ofert przetargowych organizowanych przez władze lokalne i małe powiaty. Polska Ekologia (spółka zależna Sunex) wygrała już jedną taką ofertę przetargową (4 mln zł). Ożywienie tego rynku jest wynikiem odblokowania środków KPO dla Polski przez Komisję Europejską. W nadchodzących miesiącach spodziewane jest ogłoszenie kolejnych ofert przetargowych. Polska Ekologia bierze już udział w kilku podobnych postępowaniach. Sunex otrzymał również pierwszą transzę dotacji NCBiR (3 mln zł z ponad 15 mln zł do wypłaty w ciągu najbliższych dwóch lat). Ogólnie rzecz biorąc, spodziewamy się, że Sunex osiągnie EBITDA w wysokości 20,5 mln zł w 2025E, 37,3 mln zł w 2026E i 45,3 mln zł w 2027E. Spółka terminowo obsługuje swoje zadłużenie i nie spodziewamy się żadnych problemów z płynnością w przyszłości.

Kolejna niewielka akwizycja w Austrii: Sunex sfinalizował transakcję nabycia pierwszego pakietu (7,9%) akcji spółki SA-Energetechnik GmbH i zawarł umowy z jej jedynym udziałowcem, na mocy których zaoferowano kolejne pakiety akcji zgodnie z określonym harmonogramem i po określonej cenie, przy czym Sunex nie jest zobowiązany do ich nabycia.

Sytuacja na rynku austriackim: Sunex obserwuje ożywienie na obsługiwanych przez firmę rynkach. Największy wzrost zamówień odnotowano na rynku austriackim. Pod koniec 2024 roku budżet dotacji na rynku austriackim został wyczerpany, stąd wzrost zamówień; jednak bardzo duża grupa klientów zarezerwowała środki dotacji i poszukuje wykonawców. Inwestycje te mogą być realizowane w dowolnym momencie do końca bieżącego roku. W rezultacie Sunex zaobserwował bardzo duży wzrost zainteresowania i zamówień w pierwszym kwartale 2025 roku. Nowy budżet dotacji zostanie uruchomiony od połowy 2025 roku, chociaż nie ma jeszcze szczegółów dotyczących jego zakresu. Może to stwarzać ryzyko spadku zamówień w drugiej połowie 2025 roku.

Prognoza wyników 1Q25: Sunex poinformował już o skonsolidowanej sprzedaży w wysokości 45,5 mln zł (wzrost o 27,3% r/r, spadek o 13,4% kw./kw.) za 1Q25. Firma odnotowuje wzrost zainteresowania swoimi produktami nie tylko na rynkach austriackim i niemieckim, ale także krajowym. Stąd też firma spodziewa się również wzrostu sprzedaży na bazie jednostkowej. Wzrost przychodów krajowych prawdopodobnie będzie powiązany z kolejną rundą programu Czyste Powietrze i wdrożeniem listy ZUM. Uważamy, że wzrost kw./kw. jest napędzany przede wszystkim przez rosnącą sprzedaż w Austrii, co niedawno podkreślił przedstawiciel podczas telekonferencji 4Q24. Oczekujemy dodatniego wyniku EBITDA w wysokości 0,3 mln zł i straty netto w wysokości -4,2 mln zł za 1Q25.

Figure 1. Sunex financials (PLN m)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	289.5	315.7	207.8	251.9	286.5	316.6
EBIT	51.4	30.6	-18.0	4.9	19.8	26.2
EBITDA	55.5	38.6	-4.3	20.5	37.3	45.3
Zysk netto	39.0	24.4	-20.1	-2.3	10.9	16.3
P/E (x)	3.7	5.9	-7.4	na	14.5	9.6
EV/EBITDA (x)	3.6	6.8	-64.4	14.1	7.8	6.4

Source: Company, IPOPEMA Research

Technology

Sunex

KUPUJ WARTOŚĆ GODZIWA PLN 9.55

35.7% potencjału wzrostu

Cena dnia 19 maja 2025 PLN 7.04

Rekomendacja podniesiona



Share data

Liczba akcji (m)	22.3
Kapitalizacja (EUR m)	36.7
12M dzienny średni wolumen (k)	22.5
12M średni dzienny obrót (EUR)	0.1
12M max/min (PLN)	13.4/5.4
WIG waga (%)	0.01
Reuters	SNXP.WA
Bloomberg	SNX PW

Total performance

1M	-7.1%
3M	+5.5%
12M	-36.4%

Shareholders

Polska Ekologia	43.84%
Romuald Kalyciok	24.68%
Others	31.48%

Analyst

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

SUNEX**KUPUJ****Wartość godziwa PLN 9.55**

Kapitalizacja EUR 36.7m

Potencjał wzrostu +35.7%

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025E	2026E
P/E (x)	3.7	5.9	-7.4	na	14.5
EV/EBITDA (x)	3.6	6.8	-64.4	14.1	7.8
EV/Sprzedaż (x)	0.7	0.8	1.3	1.1	1.0
P/Wk (x)	1.8	1.4	1.5	1.6	1.4
Stopa cash flow (%)	-9.9%	-26.2%	-14.1%	-4.2%	-4.1%
Stopa dywidendy (%)	1.4%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcje	2022	2023	2024	2025E	2026E
Liczba akcji (m)	20.3	20.3	21.3	22.3	22.3
EPS (PLN)	1.9	1.2	-0.9	-0.1	0.5
BVPS (PLN)	4.0	4.9	4.8	4.5	5.0
FCFPS (PLN)	-0.7	-1.8	-1.0	-0.3	-0.3
DPS (PLN)	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0

Zmiana r/r (%)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Przychody	121.8%	9.1%	-34.2%	21.3%	13.7%
EBITDA	302.2%	-30.5%	-111.2%	-574.1%	81.9%
EBIT	404.6%	-40.4%	-158.8%	-127.4%	300.9%
Zysk przed podatkiem	460.9%	-45.0%	-194.2%	na	na
Zysk Netto	526.5%	-37.5%	-182.6%	na	na

Dźwignia finansowa	2022	2023	2024	2025E	2026E
Marża brutto (%)	25.4%	29.6%	20.0%	24.4%	31.3%
Marża EBITDA (%)	19.2%	12.2%	-2.1%	8.1%	13.0%
Marża EBIT (%)	17.7%	9.7%	-8.7%	2.0%	6.9%
Marża netto (%)	13.5%	7.7%	-9.7%	-0.9%	3.8%
Dług netto / EBITDA (x)	1.04	3.06	-29.83	6.42	3.64
Dług netto / Kapitał (x)	0.72	1.20	1.26	1.31	1.22
Dźwignia finansowa (x)	0.26	0.31	0.41	0.45	0.44
ROE (%)	63.4%	27.2%	-20.0%	-2.2%	10.3%
ROA (%)	243.3%	87.3%	-49.0%	-5.0%	23.6%
ROIC (%)	28.3%	11.2%	-8.7%	-1.0%	4.4%

Założenia	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sprzedaż (PLN m)	290	316	208	252	287
Generalne wykonawstwo	88.5	49.9	25.6	33.2	43.0
PV	177.9	156.2	74.7	90.9	101.1
R&D	0.0	99.8	102.1	130.3	145.0
Niealokowane	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Quantum Glass	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
Active Glass	0.0	0.3	0.5	0.5	0.3
Polska GDP (%)	5.1%	0.2%	2.9%	4.3%	4.0%
Polska CPI (%)	14.3%	11.6%	3.7%	3.8%	3.0%
Rynek budowlany (%)	1.9%	1.9%	2.9%	2.7%	2.7%
USD PLN (średni)	4.46	4.20	3.97	3.92	3.86
EUR PLN (średni)	4.68	4.54	4.31	4.23	4.25

RZIS (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	289.5	315.7	207.8	251.9	286.5	316.6
Koszty	-215.8	-222.2	-166.3	-190.4	-196.9	-213.2
EBIT	73.7	93.6	41.5	61.5	89.6	103.4
General constr.	-18.6	-46.3	-37.1	-36.0	-40.9	-45.2
PV	-7.6	-22.7	-22.9	-26.0	-29.6	-32.7
R&D	6.2	7.8	6.8	6.0	9.3	10.3
Unallocated	-2.3	-1.8	-6.3	-0.6	-8.7	-9.6
Quantum Glass	51.4	30.6	-18.0	4.9	19.8	26.2
2D Glass	0.3	2.0	0.8	2.0	1.0	1.1
Active Glass	-3.6	-6.2	-7.6	-9.6	-7.3	-7.2
EBITDA	55.5	38.6	-4.3	20.5	37.3	45.3
Działalność finansowa	-3.3	-4.2	-6.8	-7.6	-6.4	-6.1
Zysk przed podatkiem	48.0	26.4	-24.9	-2.8	13.4	20.1
Podatek	-9.0	-2.0	4.7	0.5	-2.5	-3.8
Zysk netto	39.0	24.4	-20.1	-2.3	10.9	16.3

Bilans (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	73.3	150.0	179.0	182.7	185.6	188.4
Aktywa niematerialne	3.7	23.6	27.0	42.3	42.4	42.5
Aktywa trwałe	61.4	111.0	123.3	109.1	109.8	110.6
Należności	8.2	15.4	28.8	31.4	33.4	35.2
Aktywa krótkoterminowe	125.8	128.3	113.2	116.9	125.4	136.9
Zapasy	83.8	85.4	76.6	73.0	75.5	81.8
Należności handlowe	37.3	33.2	22.8	32.4	36.9	40.8
Gotówka	2.9	2.0	1.2	7.6	8.6	9.5
Inne krótkoterminowe aktywa	1.9	7.6	12.6	3.8	4.4	4.8
Aktywa Razem	199.1	278.3	292.2	299.6	311.0	325.3
Kapitał	80.2	98.7	102.6	100.3	111.2	124.2
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Zobowiązania długoterm.	32.8	74.8	79.5	81.9	85.8	89.6
Pożyczki i leasing	23.4	58.9	63.6	67.2	70.0	72.4
Inne	9.4	16.0	15.9	14.7	15.8	17.2
Zobowiązania krótkoterm.	86.2	104.8	110.1	117.4	114.1	111.4
Zobowiązania handlowe	39.7	33.3	36.2	36.5	29.7	32.1
Pożyczki i leasing	37.0	61.2	66.7	72.2	74.6	68.4
Inne	9.4	10.3	7.2	8.7	9.8	10.9
Kapitał i zobowiązania	199.1	278.3	292.2	299.6	311.0	325.3
Obrót zapasów (dni)	141.7	140.4	168.2	140.0	140.0	140.0
Obrót należności (dni)	47.1	38.4	40.0	47.0	47.0	47.0
Net debt (PLN m)	57.6	118.0	129.2	131.8	136.0	131.4

CASH FLOW (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash Flow operacyjny	2.9	24.6	6.6	23.7	21.6	35.1
Zysk netto	39.0	24.4	-20.1	-2.3	10.9	16.3
Amortyzacja	4.1	8.1	12.4	15.6	17.6	19.1
Zmiana w kapitale obrotowym	-49.2	-1.0	17.1	3.1	-14.3	-8.1
Inne	9.1	-6.9	-2.7	7.2	7.5	7.8
Cash flow inwestycyjny	-16.5	-58.7	-19.9	-18.3	-18.4	-20.1
Inwestycje	-17.0	-40.0	-20.6	-18.3	-18.4	-20.1
Otrzymane dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	0.5	-18.7	0.8	0.0	0.0	0.0
Cash flow finansowy	15.6	33.3	12.3	1.0	-2.1	-14.1
Zmiana w kapitale	-0.6	-3.3	-8.0	-11.9	-9.6	-7.3
Zmiana długu	18.0	43.7	22.8	9.0	5.2	-3.7
Dywidenda	-2.0	-5.7	0.0	0.0	0.0	-3.3
Inne	0.3	-1.4	-2.5	3.9	2.3	0.2
Zmiana w gotówce	2.0	-0.7	-0.9	6.4	1.0	0.9
Gotówka na koniec okresu	2.9	2.0	1.2	7.6	8.6	9.5

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Contents

Contents	3
Wycena	4
Wycena porównawcza	5
Zmiana w prognozach.....	6
Prognoza na 1kw. 2025.....	6
Ryzyka	6
Financials	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 stałej stopy 5.5% i dodanie 5,5% premii za ryzyko kapitałowe w każdym roku. 12-miesięczne terminowe stopy procentowe zostały wyprowadzone z krzywej dochodowości w latach 2025-2034. Jednocześnie konsekwentnie używamy bety 1, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

Figure 2. Wycena DCF

PLN m	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Wartość terminalna
Przychody	251.9	286.5	316.6	341.4	368.3	397.4	428.8	462.9	499.7	539.7	539.7
EBIT	4.9	19.8	26.2	30.3	29.0	35.2	43.1	50.9	60.2	70.5	70.5
Podatek na EBIT	0.9	3.8	5.0	5.8	5.5	6.7	8.2	9.7	11.4	13.4	13.4
NOPLAT	4.0	16.0	21.2	24.6	23.5	28.5	34.9	41.2	48.7	57.1	57.1
Amortyzacja	15.6	17.6	19.1	20.8	22.6	24.7	26.8	29.2	31.8	34.7	34.7
Wydatki inwestycyjne	-18.3	-18.4	-20.1	-21.8	-23.8	-25.9	-28.2	-30.7	-33.4	-36.4	-36.4
Zmiana w kapitale pracującym	3.1	-14.3	-8.1	-6.9	-8.9	-7.8	-8.2	-9.0	-9.6	-10.3	-10.3
Wolny przepływ gotówki	4.4	0.9	12.2	16.6	13.5	19.4	25.3	30.7	37.5	45.1	45.1
Stopa wolna od ryzyka	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
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	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
Koszt długu (przed podatkiem)	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Waga długu	39.1%	37.2%	34.1%	31.4%	29.9%	28.7%	28.1%	28.2%	29.7%	26.5%	26.5%
Waga kapitału	60.9%	62.8%	65.9%	68.6%	70.1%	71.3%	71.9%	71.8%	70.3%	73.5%	73.5%
WACC	9.2%	9.3%	9.5%	9.6%	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.8%	9.8%
Współczynnik dyskontujący	0.92	0.84	0.77	0.70	0.64	0.58	0.53	0.48	0.44	0.40	0.36
Wartość bieżąca przepływu gotówki	4.0	0.7	9.3	11.6	8.6	11.3	13.4	14.8	16.5	18.0	16.4
Suma	108.2										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku	2.0%										
Wartość końcowa	589.3										
Wartość bieżąca wartości końcowej	214.9										
Zwijanie dyskonta	11.1										
Wartość przedsiębiorstwa	334.2										
Dług netto 2024	129.2										
Zobowiązania pracownicze i inne	-4.3										
Dywidenda wypłacona w 2024	0.0										
Wartość kapitału	200.8										
Wartość na akcje (PLN)	9.01										

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	3.3	8.1	10.0	15.4	19.5	24.8	30.2	40.3	40.3
Stopa dyskonta	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Współczynnik dyskontujący	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.48	0.43	0.39	0.35	0.32
Zdyskontowana dywidenda	0.0	0.0	2.4	5.4	6.0	8.3	9.4	10.7	11.8	14.2	12.8
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)	68.1										
Wzrost dywidendy w końcowym roku	2.0%										
Wartość końcowa	456.2										
Wartość bieżąca wartości końcowej	144.8										
Zwijanie dyskonta	12.3										
Wartość kapitału	225.1										
Wartość na akcje (PLN)	10.10										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 4. Podsumowanie wyceny

PLN m	
DCF	9.01
DDM	10.10
Średnia	9.55

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 2026 wynoszącej 2026E EV/EBITDA of 11.2x, Sunex wyceniany jest z 30% dyskontem. Sądzymy, że dyskonto powinno być mniejsze.

Figure 5. Relative Valuation

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	2025	2026	P/E 2027	2025	2026	EV/EBITDA 2027
429.1	TT	TRANE TECHNOLOGIES PLC	33.1	29.5	26.7	23.1	21.1	19.4
107.7	LEGD.PA	LEGRAND SA	21.5	20.6	19.5	14.6	13.8	12.9
41.2	NIBEB.ST	NIBE INDUSTRIER AB	31.2	23.9	21.1	14.4	12.9	11.8
90.5	SYSR.ST	SYSTEMAIR AB	23.3	19.8	18.2	12.0	10.7	9.8
151.0	BEIJ.B.ST	BEIJER REF AB	30.8	27.1	24.0	14.6	13.5	12.3
791.0	BEAN.S	BELIMO HOLDING AG	52.3	45.1	39.4	35.6	31.1	27.2
21.0	CRLI.MI	CAREL INDUSTRIES SPA	40.0	32.6	27.9	20.2	17.8	16.0
136.8	MTRS.ST	MUNTERS GROUP AB	25.2	17.8	15.1	13.3	11.2	10.0
630.0	FAN.L	VOLUTION GROUP PLC	20.2	18.7	17.3	13.8	12.5	11.8
64.9	ZEHN.S	ZEHNDER GROUP AG	17.3	13.9	15.9	7.9	6.7	6.2
186.0	NMAN.ST	NEDERMAN HOLDING AB	17.2	14.8	12.2	10.4	9.3	8.4
31.0	LUVE.MI	LU-VE SPA	17.9	15.8	14.5	8.9	8.1	7.7
35.4	METG.S	MEIER TOBLER GROUP AG	16.4	15.2	14.0	8.8	8.5	8.1
165.1	ATCOA.ST	ATLAS COPCO AB	28.9	26.7	24.2	17.7	16.5	15.1
418.6	ALFA.ST	ALFA LAVAL AB	19.5	18.6	17.8	12.5	12.0	11.6
57.8	G1AG.DE	GEA GROUP AG	20.8	18.5	16.8	11.2	10.6	9.8
4.4	ARIS.MI	ARISTON HOLDING NV	13.9	10.8	9.9	3.4	3.1	2.9
6.0	ARBNO.S	ARBONIA AG	4.5	27.6	19.9	12.8	10.3	8.8
17.2	MLSP.WA	ML SYSTEM	-9.6	-9.1	-29.0	12.9	8.9	5.3
		MEDIAN	20.8	18.7	17.8	12.9	11.2	10.0
7.0	SNXP.WA	SUNEX	-69.4	14.5	9.6	14.1	7.8	6.4
		Premium/discount to median						
		SUNEX	na	-22.5%	-45.9%	8.8%	-30.0%	-36.4%
		Our valuation						
		SUNEX	-94.10	19.60	13.06	16.78	9.34	7.60
		Premium/discount to median						
		SUNEX	na	5.1%	-26.6%	29.8%	-16.7%	-24.1%

Source: Reuters, IPOPEMA Research

Zmiana w prognozach

Figure 6. Changes in forecast

	2025			2026			2027		
	OLD	NEW	change	OLD	NEW	change	OLD	NEW	change
Revenues	241.0	251.9	4.5%	281.1	286.5	1.9%	313.3	316.6	1.1%
EBITDA	12.8	20.5	60.4%	32.4	37.3	15.1%	36.6	45.3	23.6%
Net profit	-2.0	-2.3	na	14.1	10.9	na	16.9	16.3	-3.7%

Source: Company, IPOPEMA Research

Prognoza na 1kw. 2025

Figure 7. Sunex: 1Q25 revenues preview (PLN m)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	Y/Y	Q/Q
Revenues	100.53	88.13	81.41	45.66	35.71	53.36	66.17	52.52	45.48	27.3%	-13.4%
Gross profit	20.09	23.62	15.75	34.09	4.69	9.60	13.66	13.53	10.38	121.4%	-23.3%
EBITDA	13.78	13.24	8.43	3.07	-6.88	-1.54	2.48	0.38	0.13	na	-65.9%
EBIT	12.26	11.79	6.52	-0.17	-9.54	-4.04	-0.55	-3.88	-3.77	na	na
Net profit	9.68	9.81	2.18	2.69	-8.83	-4.90	-2.08	-4.32	-4.62	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 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.

Financials

Figure 8. Rachunek Zysków i Strat (PLN m)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	84.6	130.5	289.5	315.7	207.8	251.9	286.5	316.6
Koszty	-67.4	-108.5	-215.8	-222.2	-166.3	-190.4	-196.9	-213.2
Zysk Brutto	17.1	22.0	73.7	93.6	41.5	61.5	89.6	103.4
Koszty sprzedaży i administracji	-7.1	-12.3	-26.1	-69.0	-59.9	-62.0	-70.5	-77.9
Pozostała działalność operacyjna	0.1	0.5	3.8	6.0	0.5	5.4	0.6	0.7
EBIT	10.1	10.2	51.4	30.6	-18.0	4.9	19.8	26.2
Działalność finansowa	-1.9	-1.6	-3.3	-4.2	-6.8	-7.6	-6.4	-6.1
Zysk przed podatkiem	8.2	8.6	48.0	26.4	-24.9	-2.8	13.4	20.1
Podatek	-1.6	-2.3	-9.0	-2.0	4.7	0.5	-2.5	-3.8
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	6.5	6.2	39.0	24.4	-20.1	-2.3	10.9	16.3
EBITDA	12.4	13.8	55.5	38.6	-4.3	20.5	37.3	45.3

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 9. Bilans (PLN m)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa długoterminowe	52.8	54.9	73.3	150.0	179.0	182.7	185.6	188.4
Aktywa trwałe	42.9	44.8	61.4	111.0	123.3	109.1	109.8	110.6
Należności	2.4	2.4	2.4	6.8	15.2	15.2	15.2	15.2
Podatek odroczony	4.3	3.5	3.7	23.6	27.0	42.3	42.4	42.5
Pozostałe	3.2	4.2	5.8	8.6	13.6	16.2	18.2	20.0
Aktywa bieżące	31.1	61.7	125.8	128.3	113.2	116.9	125.4	136.9
Zapasy	12.7	39.4	83.8	85.4	76.6	73.0	75.5	81.8
Należności handlowe	0.0	4.2	1.7	7.4	12.3	3.5	3.9	4.3
Gotówka	16.0	16.5	37.3	33.2	22.8	32.4	36.9	40.8
Pozostałe	1.6	0.8	2.9	2.0	1.2	7.6	8.6	9.5
Aktywa razem	83.9	116.6	199.1	278.3	292.2	299.6	311.0	325.3
Kapitał Własny	83.9	116.6	199.1	278.3	292.2	299.6	311.0	325.3
Zobowiązania długoterminowe	37.7	42.8	80.2	98.7	102.6	100.3	111.2	124.2
Dług	18.6	22.7	32.8	74.8	79.5	81.9	85.8	89.6
Odroczony podatek	9.1	11.1	17.0	41.2	46.7	46.7	46.7	46.7
Rezerwy	3.0	4.4	6.5	17.7	16.9	20.5	23.3	25.7
Pozostałe zobowiązania	4.3	4.1	5.7	7.7	7.5	5.0	5.7	6.3
Zobowiązania krótkoterminowe	2.2	3.1	3.7	8.3	8.4	9.7	10.0	10.9
Dług	27.6	51.1	86.2	104.8	110.1	117.4	114.1	111.4
Zobowiązania finansowe	12.6	23.1	35.7	57.3	61.2	65.5	66.9	60.0
Rezerwy	12.0	24.7	39.7	33.3	36.2	36.5	29.7	32.1
Pozostałe	0.0	0.2	0.8	1.9	1.5	1.8	2.0	2.2
Zobowiązania handlowe	0.4	0.8	1.3	3.9	5.6	6.7	7.7	8.5
Zobowiązania i Kapitał Razem	2.5	2.3	8.6	8.4	5.7	6.9	7.8	8.6
Aktywa długoterminowe	83.9	116.6	199.1	278.3	292.2	299.6	311.0	325.3

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 10. Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Zysk netto	6.5	6.2	39.0	24.4	-20.1	-2.3	10.9	16.3
Amortyzacja	2.3	3.6	4.1	8.1	12.4	15.6	17.6	19.1
Zmiana w kapitale pracującym	0.0	-22.6	-49.2	-1.0	17.1	3.1	-14.3	-8.1
Pozostałe	-3.7	0.0	9.1	-6.9	-2.7	7.2	7.5	7.8
Przepływy z działalności operacyjnej	5.1	-12.7	2.9	24.6	6.6	23.7	21.6	35.1
Inwestycje	-0.1	-2.6	-17.0	-40.0	-20.6	-18.3	-18.4	-20.1
Pozostałe	-5.0	0.7	0.5	-18.7	0.8	0.0	0.0	0.0
Inwestycje	-5.1	-1.9	-16.5	-58.7	-19.9	-18.3	-18.4	-20.1
Zmiana długu	0.0	12.6	18.0	43.7	22.8	9.0	5.2	-3.7
Dywidendy	-0.4	-0.8	-2.0	-5.7	0.0	0.0	0.0	-3.3
Pozostałe	1.9	2.1	-0.3	-4.7	-10.4	-8.0	-7.3	-7.2
Przepływy z działalności finansowej	1.5	13.9	15.6	33.3	12.3	1.0	-2.1	-14.1
Cały przepływ gotówki	1.5	-0.8	2.0	-0.7	-0.9	6.4	1.0	0.9
Gotówka na początku okresu	0.1	1.6	0.8	2.9	2.0	1.2	7.6	8.6
Gotówka na końcu okresu	1.6	0.8	2.9	2.0	1.2	7.6	8.6	9.5

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 2025)

	Number	%
Buy	13	81%
Hold	1	6%
Sell	2	13%
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
10.10.2024	HOLD	PLN 9.31	PLN 8.86	Robert Maj
20.05.2025	BUY	PLN 9.55	PLN 7.04	Robert Maj