

Sanok Rubber Company

Program wsparcia pokrycia analitycznego GPW - aktualizacja

Bloomberg: SNK PW, Reuters: SNK WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska
2 czerwca, 2026, 17:59 CET

Satysfakcjonująca elastyczność operacyjna

Rekomendacja: Neutralnie. Cena docelowa (gru'26): 24.1 zł

Uwzględniając trendy 1Q26, pozostawiamy rekomendację Neutralnie dla Grupy Sanok RC, ale nieznacznie obniżamy cenę docelową do 24.1 zł (poprzednio 24.6 zł). Uważamy, że spółka funkcjonuje w warunkach umiarkowanego wzrostu przy podwyższonej niepewności, jednocześnie kontynuując proces poprawy jakości biznesu poprzez dywersyfikację segmentową i produktową. Spółka skutecznie ogranicza zależność od segmentu motoryzacji, rozwijając szybciej rosnące obszary, takie jak budownictwo i mieszanki. W średnim terminie może to stabilizować wyniki finansowe. Jednocześnie krótkoterminowe perspektywy pozostają obciążone czynnikami geopolitycznymi. Jeżeli chodzi o inne, fundamentalne aspekty wyceny, to atrakcyjny profil generacji gotówki oraz regularne wypłaty dywidendy wyróżniają spółkę.

Wielowymiarowy wpływ czynników geopolitycznych. Na ten moment kluczowym wyzwaniem biznesowym wydaje się wzrost niepewności związany z konfliktem w Iranie. Jest to czynnik, który wpływa zarówno na stronę popytową, jak też kosztową grupy. Przy wysokim udziale materiałów w TKW oznacza to potencjalną presję na marżę oraz większą zmienność wyników w krótkim okresie. Podkreślamy jednak, że niestabilnie otoczenia gospodarcze, nie neutralizuje czynników specyficznych. Dlatego też, mając na uwadze wyniki 1Q26, przyjmujemy nieco bardziej konserwatywne prognozy wynikowe, uwzględniające nie tylko ograniczoną możliwość pełnego przeniesienia kosztów na odbiorców, ale także nieco wyższe koszty osobowe.

Elastyczność operacyjna i dyscyplina inwestycyjna. Ograniczenie capex w 1Q26 pokazuje, że spółka aktywnie dostosowuje się do warunków rynkowych, koncentrując się na kluczowych projektach oraz ochronie płynności. Jednocześnie silna zdolność generowania gotówki oraz utrzymywana dywersyfikacja dostaw surowców zapewniają wysoką elastyczność operacyjną, co jest szczególnie istotne w niestabilnym otoczeniu. Dodatkowo, Sanok RC stopniowo przekształca model biznesowy w kierunku większej równowagi pomiędzy segmentami. Taką zmianę miksu oceniamy pozytywnie, jako że ogranicza ona wrażliwość spółki wobec cykliczności pojedynczych sektorów i poprawia profil ryzyka w dłuższym terminie.

Ryzyka i szanse. Zarówno ryzyka jak i szanse łączymy głównie z trendami makroekonomicznymi oraz globalną sytuacją polityczną. Wśród czynników specyficznych wymieniamy ekspozycję na wzrost kosztów pracy i energii w Polsce, a także słabość europejskiego przemysłu motoryzacyjnego.

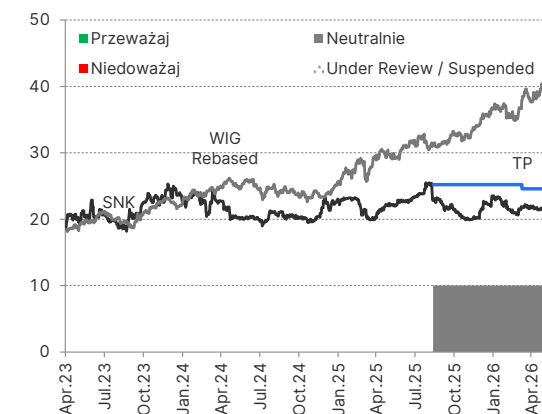
Wycena i rekomendacja. Średnia ważona wycena oparta na metodzie DCF, porównawczej oraz TMV, implikuje cenę docelową (w perspektywie do grudnia 2026E) w wysokości 24.1 zł/akcję (11% potencjał wzrostu). Mając to na uwadze, podtrzymujemy naszą rekomendację Neutralnie dla Sanok RC.

Dane finansowe (rok do grudnia)

PLNm	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	1,446	1,446	1,470	1,573	1,675	1,779
EBITDA	150	141	148	144	167	179
EBIT	86	65	65	60	81	90
Zysk netto	74	53	41	40	59	67
C/Z (x)	7.2	10.9	14.7	14.6	10.0	8.8
EV/EBITDA (x)	4.0	6.3	5.5	5.6	4.6	4.1
Stopa FCF*	7.0%	1.6%	9.7%	0.9%	6.1%	8.5%
Stopa dywidendy	5.8%	5.2%	6.2%	5.7%	4.8%	6.0%

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie, *stopa rentowności wolnych przepływów operacyjnych

Rekomendacja	Neutralnie
Cena docelowa (gru'26, PLN)	24.1
Cena (PLN, 29 maja 2026)	21.8
Kapitalizacja (PLNmIn)	586
Free float (%)	56%
Liczba akcji (mln)	26.9
<i>Poprzedni raport opublikowany 9 kwietnia 2026:</i>	
Rekomendacja	Neutralnie
TP (PLN, gru'26)	24.6



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG

Główni udziałowcy	% głosów
Michał Kiciński	16.73
Sanok Rubber Company	16.33
Marek Łęcki	11.04
PTE PZU	10.06
NN PTE	8.72
PTE Allianz Polska	6.94

Źródło: gpw.pl

Opis spółki

Sanok Rubber Company to europejski lider w produkcji nowoczesnych wyrobów gumowych, gumowo-metalowych i kompozytowych. Serce aktywów produkcyjnych zlokalizowane jest w Polsce, w Sanoku.

Analitik

Michał Sopieli, Analityk Akcji

+48 693 720 651 michal.sopieli@erste.pl

Disclosure statements provided in the last section of this report are an integral part of this document.

W ramach Grupy Erste poszczególne podmioty funkcjonują jako odrębne i niezależne jednostki, objęte adekwatnymi rozwiązaniami organizacyjnymi i administracyjnymi, w tym barierami informacyjnymi służącymi zarządzaniu konfliktami interesów. W konsekwencji podmioty te mogą niezależnie sporządzać analizy inwestycyjne oraz prezentować odmienne opinie lub rekomendacje dotyczące tych samych instrumentów finansowych.

Spis treści

SPIS TREŚCI.....	2
PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	3
WYCENA.....	4
1Q26 – PODSUMOWANIE.....	7
PROGNOZY FINANSOWE – TŁO BIZNESOWE POZOSTAJE RELATYWNIE WYMAGAJĄCE.....	16
PROGNOZY FINANSOWE – TABELA	22

W całym raporcie przyjęliśmy anglosaską notację: kropka - jako separator znaków dziesiętnych oraz przecinek - jako separator tysięcy.

Podsumowanie inwestycyjne

Tab. 1. Sanok RC: podsumowanie danych operacyjnych oraz finansowych

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody (PLNm)	1,385	1,446	1,446	1,449	1,573	1,675	1,779
Przychody r/r (%)	18.2%	4.3%	0.1%	0.2%	8.5%	6.5%	6.2%
Przychody kraj (PLNm)	450	480	425	429	463	482	519
Przychody eksport (PLNm)	939	966	1,022	1,041	1,109	1,193	1,260
Export share in total revenues (%)	67.8%	66.8%	70.6%	71.8%	70.5%	71.2%	70.8%
RZiS – wybrane pozycje (PLNm; %)							
Marża zysku brutto	62	64	75	83	84	86	89
Marża zysku brutto vs. przychody	18%	19%	21%	22%	21%	22%	22%
EBITDA	119	150	141	148	144	167	179
EBITDA vs. przychody	9%	10%	10%	10%	9%	10%	10%
EBIT	57	86	65	65	60	81	90
EBIT vs. przychody	4%	6%	5%	4%	4%	5%	5%
Zysk netto	57	74	53	41	40	59	67
Zysk netto vs. przychody	4%	5%	4%	3%	3%	3%	4%
KSIOZ	173	196	241	252	277	293	310
KSIOZ vs. przychody	12%	14%	17%	17%	18%	18%	17%
Koszty sprzedaży	43	42	43	45	49	52	56
Koszty sprzedaży vs. przychody	3%	3%	3%	14%	15%	14%	14%
Koszty ogólnego Zarządu	130	154	198	207	228	241	254
Koszty ogólnego Zarządu vs. przychody	9%	11%	14%	14%	15%	14%	14%
Bilans – wybrane elementy (PLNm)							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	92	123	46	121	68	76	90
Aktywa całkowite	1,017	1,030	1,205	1,220	1,178	1,188	1,201
Dług netto	200	156	319	301	271	244	220
Kapitał	547	589	581	569	551	581	613
RPP – wybrane elementy (PLNm)							
Przepływy operacyjne	78	183	55	116	106	131	144
Przepływy inwestycyjne	-59	-80	-237	11	-69	-66	-68
Przepływy finansowe	-10	-72	105	-51	-90	-57	-61
Wskaźniki zadłużenia							
Dług netto (PLNm)	137	59	301	203	223	186	146
Dług netto/EBITDA (x)	1.2	0.4	2.1	1.4	1.6	1.1	0.8
Dług netto/(DN+Kapitał) (x)	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Wskaźniki inne							
EBIT r/r (%)	49%	51%	-24%	-1%	-7%	34%	12%
ZYSK NETTO r/r	86%	31%	-28%	-22%	-3%	46%	14%
ROA (%)	6%	7%	4%	3%	3%	5%	6%
ROE (%)	11%	13%	9%	7%	7%	10%	11%
ROIC (%)	8%	12%	7%	6%	6%	9%	10%
ROCE (%)	7%	12%	7%	7%	7%	9%	10%
DPS (PLN)	0.00	1.16	1.11	1.40	1.23	1.05	1.31
STOPA DYWIDENDY (%)	0%	6%	5%	6%	6%	5%	6%
FCFE yield (%)	5%	7%	2%	10%	1%	6%	8%
C/AKCJA (PLN)	2.1	2.8	2.0	1.5	1.5	2.2	2.5
WK/AKCJA (PLN)	20.3	21.9	21.6	21.2	20.5	21.6	22.8
Wskaźniki wyceny							
C/Z (x)	8.6	6.1	10.5	14.3	14.9	10.0	8.8
EV/EBITDA (x)	5.2	3.4	6.1	5.4	5.7	4.6	4.1
C/WK (x)	0.7	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/PRZYCHODY (x)	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena

Tab. 2. Kalkulacja WACC*

Stopa wolna od ryzyka	5.0%
Beta nielewarowana	1.0
Beta lewarowana	1.3
Premia za ryzyko	6.0%
Koszt kapitału własnego	12.9%
Stopa wolna od ryzyka	5.0%
Premia za ryzyko	1.5%
Stopa podatkowa	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.3%
%KO	28%
%KW	72%
WACC	10.8%

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie, *wartość krańcowa

Tab. 3. Zmiany w prognozie

PLN mln	2026P			2027P			2028P		
	New	Previous	Change	New	Previous	Change	New	Previous	Change
Sprzedaż	1,573	1,587	-1%	1,675	1,690	-1%	1,779	1,796	-1%
EBITDA	144	149	-4%	167	173	-3%	179	186	-3%
EBIT	60	66	-8%	81	87	-6%	90	96	-6%
Zysk netto	40	47	-14%	59	66	-11%	67	73	-9%

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena DCF

Tab. 4. Wycena DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	1,573	1,675	1,779	1,863	1,938
EBIT	60	81	90	91	101
Podatek od EBIT	-10	-12	-14	-16	-18
NOPAT	50	69	76	75	83
Amortyzacja	84	86	89	92	95
Zmiany w kapitale obrotowym	17	14	11	16	16
Inwestycje netto	72	69	71	74	76
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	45	72	83	76	86
WACC	10.7%	10.7%	10.8%	10.8%	10.8%
Wartość bieżąca FCF	40	59	61	51	51
Wartość bieżąca FCF 2026-30P	262				
Wzrost rezydualny	1.5%				
Wartość rezydualna (TV)	731				
Wartość bieżąca TV	438				
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	701				
Dług netto (-)	202.6				
Wycena opcji inwestycyjnej Teknikum (-)	57.2				
Wartość akcji własnych	88.4				
Wartość bieżąca kapitału (BOP; EV)	529				
Liczba akcji (mn)	26.9				
Wartość bieżąca EV na akcję (PLN)	19.7				
Wyplacone dywidendy (PLN)	0.0				
Cena docelowa (gru'26; PLN)	22.3				

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Tab. 5. Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Waluta	Kapitalizacja (EURm)	C/Z			EV/EBITDA		
				2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Sanok Rubber Company	21.8	PLN	139	14.6	10.0	8.8	5.6	4.6	4.1
Polska									
Mangata Holding SA	71.8	PLN	113	n.a.	n.a.	n.a.	6.6	5.8	5.4
Grupa Kety SA	1208	PLN	2,815	18.2	16.2	14.0	11.3	10.6	9.5
Amica SA	52.9	PLN	97	15.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aparator SA	25.95	PLN	200	12.6	12.5	12.2	5.8	5.6	5.3
Sanok Rubber Co SA	21.8	PLN	139	n.a.	n.a.	n.a.	5.9	4.6	4.3
Stalprodukt SA	237	PLN	303	n.a.	n.a.	n.a.	3.0	n.a.	n.a.
Mediana				15.8	14.3	13.1	5.9	5.7	5.4
Europa									
OC Oerlikon Corp AG Pfaffikon	3.82	CHF	1,423	7.2	18.1	15.7	9.6	9.1	8.7
Gestamp Automocion SA	3.26	EUR	1,876	8.4	7.6	7.1	3.8	3.5	3.4
Continental AG	71.36	EUR	14,272	11.1	9.6	8.8	6.5	5.9	5.7
SAF-Holland SE	20.85	EUR	946	9.7	8.5	7.9	5.9	5.5	5.1
CIE Automotive SA	29.45	EUR	3,528	9.5	8.9	8.4	n.a.	n.a.	n.a.
GEA Group AG	55.45	EUR	9,027	17.3	15.8	14.5	9.1	8.5	8.0
ElringKlinger AG	6.02	EUR	381	10.5	6.8	4.6	4.3	3.7	2.8
Hexpol AB	73.05	SEK	2,336	13.3	12.1	11.5	8.8	8.3	8.0
Trelleborg AB	403.4	SEK	8,424	20.6	18.2	16.4	12.3	11.4	10.7
Mediana				10.5	9.6	8.8	7.7	7.1	6.8
Pozostałe geografie									
Yokohama Rubber Co Ltd/The	7179	JPY	6,426	10.0	8.9	7.9	6.6	6.2	5.7
Exco Technologies Ltd	7.7	CAD	180	11.3	6.9	n.a.	4.2	n.a.	n.a.
Crane Co	184.065	USD	9,104	27.0	24.2	21.4	18.4	16.5	15.3
ITT Inc	195.67	USD	14,983	24.7	21.4	19.0	17.5	15.3	14.3
PACCAR Inc	111.015	USD	50,043	19.5	16.5	14.1	14.2	11.7	9.4
Magna International Inc	65.01	USD	15,275	9.6	8.6	8.0	5.5	5.3	5.2
Dana Inc	35.5	USD	3,291	14.2	9.7	8.6	6.1	5.4	5.0
Mediana				14.2	9.7	11.4	6.6	9.0	7.5
<i>Polska: premia/dyskonto vs. mediana</i>				-7.8%	-30.1%	-32.7%	-4.8%	-18.8%	-24.3%
<i>Europa: premia/dyskonto vs. mediana</i>				39.0%	4.3%	0.0%	-26.8%	-34.8%	-40.3%
<i>Pozostałe geografie: premia/dyskonto vs. mediana</i>				3.1%	3.2%	-22.8%	-15.3%	-48.5%	-46.0%

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tab. 6. Implikowana cena za akcję - metoda porównawcza (PLN)

	C/Z 2026P-28P	EV/EBITDA 2026P-28P	Średnia
Spółki krajowe	29.1	27.4	28.3
Spółki europejskie	19.5	36.7	28.1
Spółki pozostałe	23.5	36.7	30.1
Średnia wartość na akcję*	24.7	32.1	28.4

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie, *40% spółki porównywalne na rynku krajowym / 40% spółki porównywalne na rynku europejskim / 20% spółki porównywalne na innych rynkach zagranicznych

Tab. 7. Implikowana cena za akcję - metoda TMV (target multiple valuation)

PLNmn	2026P	2027P	2028P	Średnia
Docelowy wskaźnik EV/EBITDA (x)	5.7	6.0	6.3	6.0
EBITDA	144	167	179	
EV	826	1,008	1,135	
Dług netto	223	186	146	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	603	821	990	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	22.4	30.6	36.8	29.9
Docelowy wskaźnik P/E (x)	12.4	13.0	13.7	13.0
Net profit	40	59	67	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	498	763	912	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	18.5	28.4	33.9	26.9
Wagi				
EV/EBITDA	50%			
P/E	50%			
Średnia wartość na akcję (PLN)	20.5	29.5	35.4	28.4

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

W metodzie TMV, za referencyjny poziom wskaźników dla roku 2026P przyjęliśmy ich odpowiednie średnie dla lat 2024-25. W kolejnych latach, wraz ze spodziewaną poprawą pozycji spółki oraz zakładaną zmianą sposobu komunikowania z rynkiem kluczowych celów korporacyjnych rynkowi, założyliśmy tempo ekspansji w/w wskaźników średnio na poziomie 5% r/r.

Tab. 8. Wycena na akcję (PLN)*

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	22.3	22.0	2%
Wycena porównawcza (oparta na 2026-28P)	28.4	30.4	-7%
TMV (target multiple valuation)	28.4	31.4	-9%
Wycena ważona (gru'2026)*	24.1	24.6	-2%

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie, * wagi poszczególnych metod w wycenie całkowitej: DCF 70% / CV 20% / TMV 10%

W naszym modelu wyceny, bazującym na metodzie DCF (22.3 zł na akcję; waga 70%), wycenie porównawczej (28.4 zł na akcję; waga 20%) oraz metodzie TMV (28.4 zł na akcję; waga 10%), ustalamy cenę docelową na poziomie 24.1 zł w horyzoncie do grudnia 2026 roku.

Największą wagę przypisujemy metodzie DCF, ponieważ uznajemy ją za podstawowe narzędzie, odpowiednie w szacowaniu długoterminowej perspektywy spółki. Zastosowanie metody porównawczej oraz TMV, w naszej opinii, pozwala odnieść się do aktualnych tendencji rynkowych dla wyselekcjonowanych spółek na potrzeby grupy porównawczej, jak też w pewnym stopniu odzwierciedlić historyczne specyficzne czynniki dla Grupy Sanok Rubber Company (głównie metoda TMV) uwzględniane przez rynek w wycenie rynkowej.

1Q26 – podsumowanie

Trendy biznesowe w przekroju segmentów operacyjnych

W 1Q26 Sanok RC odnotował umiarkowany wzrost przychodów do PLN 368.2 mln (+3.0% r/r), przy czym kluczowe znaczenie ma zmiana struktury wzrostu w porównaniu z rokiem 2025.

W ujęciu segmentowym obraz jest zróżnicowany: motoryzacja pozostaje praktycznie stabilna (+0.7% r/r), co wskazuje na utrzymującą się stagnację tego kluczowego obszaru; budownictwo notuje silne odbicie (+18.6% r/r), potwierdzając poprawę koniunktury i powrót do wzrostu; przemysł i rolnictwo pozostają pod presją (-6.0% r/r), co sugeruje kontynuację słabości obserwowanej już w 2025 roku; jednocześnie mieszanki wyróżniają się najwyższą dynamiką (+22.6% r/r), systematycznie zwiększając swój udział w przychodach, podczas gdy segment pozostały rośnie w tempie dwucyfrowym, ale pozostaje marginalny.

Tab. 9. Struktura przychodów w przekroju segmentów biznesowych (1/2; PLNmn)

Segment biznesowy	1Q25	1Q26	r/r	2025	% wzrostu	przychody implikowane na rok obrotowy 2026E*
Motoryzacja	168.5	169.7	0.7%	657.1	26%	661.8
Budownictwo	42.0	49.9	18.6%	199.7	21%	236.9
Przemysł i rolnictwo	107.1	100.6	-6.0%	438.4	24%	411.9
Mieszanki	31.9	39.1	22.6%	134.6	24%	165.0
Pozostałe	7.9	8.9	13.5%	40.1	20%	45.5
Suma	357.4	368.2	3.0%	1,470.0	24%	1,514.4

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie, *w oparciu o kwartalną sezonowość przychodów (przybliżenie prognozy najwężej)

Naszym zdaniem wyniki 1Q26 pokazują, że Sanok RC rozwija się w sposób nierównomierny pomiędzy segmentami, przy czym wzrost koncentruje się w obszarach budownictwa oraz mieszanek. Jednocześnie spółka doświadcza presji w segmencie przemysłowym oraz stagnacji w motoryzacji. W rezultacie dochodzi do stopniowej zmiany struktury przychodów, z przesunięciem w stronę segmentów o wyższej dynamice wzrostu. Trendy zaobserwowane w 1Q26 są spójne z implikowaną ścieżką na cały 2026 rok, co sugeruje, że obecna struktura wzrostu ma charakter trwały, a nie jednorazowy.

Tab. 10. Struktura przychodów w przekroju segmentów biznesowych (2/2)

Segment biznesowy	2025	1Q25	1Q26
Motoryzacja	45%	47%	46%
Budownictwo	14%	12%	14%
Przemysł i rolnictwo	30%	30%	27%
Mieszanki	9%	9%	11%
Pozostałe	3%	2%	2%
Suma	100%	100%	100%

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

W ujęciu od 2024 roku widoczna jest kontynuacja poprawy rentowności w większości segmentów, choć z różnymi kierunkami zmian. W motoryzacji marża wzrosła z 13.0% w 2024 do 14.6% w 1Q26, co przy stagnacji przychodów podkreśla trwałą poprawę efektywności. Budownictwo utrzymuje stabilnie wysoki poziom rentowności (ok. 25%), a lekki wzrost w 1Q26 (24.9%) przy jednoczesnym dynamicznym wzroście sprzedaży potwierdza solidną jakość tego segmentu. W przemyśle i rolnictwie obserwujemy wyraźną poprawę (z 17.6% do 19.6%), co częściowo kompensuje spadki przychodów. Z kolei w segmencie mieszanek oraz w segmencie pozostałym obserwujemy normalizację marż po wyjątkowo wysokich poziomach odnotowanych w 2024 (odpowiednio 32.7% i 29.2%). Mimo spadku do 29.0% i 25.6% w 1Q26, pozostają one jednak relatywnie wysokie. Na poziomie grupy trend pozostaje raczej pozytywny (wzrost z 18.0% w 2024 do 19.2% w 1Q26), co wskazuje, że poprawa w segmencie motoryzacyjnym i w przemyśle oraz stabilnie wysoka marża w budownictwie przeważają nad normalizacją w mieszanekach. Wnioski co do samych trendów marżowych nie muszą być do końca reprezentatywne z uwagi na porównanie uśrednionych danych rocznych z tymi dla 1Q26.

Tab. 11. Zysk / strata operacyjna w ujęciu segmentów biznesowych

	2022	2023	2024	2025	1Q26
Motoryzacja	11.3%	12.8%	13.0%	13.4%	14.6%
Budownictwo	19.3%	25.6%	25.4%	24.6%	24.9%
Przemysł i rolnictwo	14.1%	13.3%	17.6%	18.8%	19.6%
Mieszanki	24.9%	25.0%	32.7%	30.6%	29.0%
Pozostałe	21.2%	24.3%	29.2%	26.6%	25.6%
Grupa	14.4%	16.1%	18.0%	18.5%	19.2%

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Wyniki 1Q26 w naszym odczuciu potwierdzają strategię spółki mającą na celu konsekwentną dywersyfikację segmentów biznesowych w celu ograniczenia udziału motoryzacji w wynikach całej grupy. W tym kontekście należy również pamiętać o planach wzrostu przez akwizycje.

Struktura geograficzna sprzedaży

W 1Q26 struktura geograficzna sprzedaży Sanok RC pozostała stabilna, przy umiarkowanym wzroście zarówno na rynku krajowym, jak i eksportowym. Przychody w Polsce wzrosły do PLN 104.3 mln (+4.0% r/r), a eksport do PLN 263.9 mln (+2.6% r/r), przy niezmiętej strukturze (28% kraj / 72% eksport). W ramach eksportu widoczna jest lekka zmiana miksu regionalnego. Sprzedaż do UE rosła marginalnie (+1.2% r/r) i jej udział nieznacznie spadł o ok 100bps r/r, podczas gdy kraje poza UE odnotowały wyraźniejsze wzrosty (+9.2% r/r), zwiększając udział do 20%. Europa Wschodnia pozostaje marginalna i lekko spadkowa.

Tab. 12. Geograficzna struktura przychodów (PLNm)

Geograficzny obszar sprzedaży	1Q25	1Q26	1Q25	1Q26
Kraj	100.3	104.3	28%	28%
Eksport	257.1	263.9	72%	72%
UE	205.2	207.7	80%	79%
Europa Wschodnia	4.0	3.9	2%	1%
Pozostałe kraje	47.9	52.3	19%	20%
Suma	357.4	368.2	100%	100%

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Na poziomie produktowym w Polsce wzrost wspierany był głównie przez motoryzację, mieszanki oraz elementy dla budownictwa (m.in. fasady), przy jednoczesnej słabości w obszarze maszyn rolniczych. W UE obraz jest bardziej mieszany – widoczny jest spadek sprzedaży w motoryzacji oraz w segmentach przemysłowych (górnictwo, plastiki), który został częściowo skompensowany przez dynamiczny wzrost w mieszankach, węzłach przemysłowych oraz elementach budowlanych. Całościowo dane wskazują na stabilny wzrost we wszystkich regionach, przy jednoczesnym lekkim przesunięciu w kierunku rynków poza UE oraz zmianie struktury produktowej na rynku unijnym.

Tab. 13. Struktura przychodów w ujęciu produktowym dla segmentu geograficznego Polska oraz UE

Grupa produktowa	Polska		EU	
	1Q2025	1Q2026	1Q2025	1Q2026
Wyroby dla motoryzacji	10.4	12.5	119.7	117.1
Mieszanki gumowe	17.9	20.1	12.3	17.7
Uszczelki stolarkowe	19.9	20.6	3.0	4.0
Wyroby dla przemysłu górniczego	0.0	0.0	26.2	24.7
Pasy klinowe	7.2	7.1	7.7	6.8
Maszyny rolnicze i części zamienne do maszyn	17.2	15.6	1.9	0.1
Uszczelki samoprzylepne	6.5	6.7	4.5	5.5
Węże przemysłowe	1.0	0.1	10.2	12.7
Wyroby z plastiku i pianki	0.0	0.7	13.8	11.6
Elementy mocowania fasad	6.1	7.1	0.3	2.1
Usługi sanatoryjno - wypoczynkowe	4.2	5.2	0.0	0.0
Pozostałe wyroby	1.1	0.9	2.3	2.9
Usługi przemysłowe	2.3	2.1	0.7	0.7
Inne wyroby przemysłowe i rolnicze	4.0	3.9	0.0	0.0
Wyroby dla farmacji	2.1	1.6	1.8	1.7
Wyroby AGD	0.3	0.3	0.6	0.1
Suma	100.3	104.3	205.2	207.7

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Oferta produktowa

W 1Q26 obraz przychodów w ujęciu produktowym potwierdza stabilny wzrost przy wyraźnej zmianie miksu sprzedaży. Największy segment, wyroby dla motoryzacji, pozostał praktycznie stabilny (+0.7% r/r), a jego udział nieznacznie spadł (47% → 46%), co wpisuje się w obserwowaną stagnację w tym obszarze. Kluczowym motorem wzrostu są mieszanki gumowe (+22.6% r/r), które zwiększyły udział do 11%, potwierdzając rosnące znaczenie segmentu o wysokiej dynamice. Pozytywne tendencje widoczne są również w uszczelkach dedykowanych dla branży stolarki okiennej, węzłach przemysłowych, uszczelkach samoprzylepnych oraz elementach mocowania fasad, co wskazuje na dobrą koniunkturę w obszarach powiązanych z budownictwem i wybranymi zastosowaniami przemysłowymi. Z drugiej strony negatywnie wyróżniają się maszyny rolnicze, pasy klinowe, wyroby dla górnictwa oraz produkty z plastiku i pianki, co sugeruje utrzymującą się słabość części zastosowań przemysłowych. Całościowo struktura sprzedaży przesuwana jest w stronę bardziej dynamicznych i rosnących kategorii, przy jednoczesnym spadku znaczenia tradycyjnych, bardziej cyklicznych produktów.

Tab. 14. Struktura przychodów w ujęciu głównych grup produktowych (PLNm)

Grupa produktowa	PLNm		%	
	1Q25	1Q26	1Q25	1Q26
Wyroby dla motoryzacji	168.5	169.7	47%	46%
Mieszanki gumowe	31.9	39.1	9%	11%
Uszczelki stolarkowe	23.0	24.7	6%	7%
Wyroby dla przemysłu górniczego	26.2	24.7	7%	7%
Pasy klinowe	17.9	16.2	5%	4%
Maszyny rolnicze i części zamienne do maszyn	19.2	15.7	5%	4%
Uszczelki samoprzylepne	11.9	15.3	3%	4%
Węże przemysłowe	14.4	17.8	4%	5%
Wyroby z plastiku i pianki	13.8	12.2	4%	3%
Elementy mocowania fasad	7.1	9.7	2%	3%
Usługi sanitarjno - wypoczynkowe	4.2	5.2	1%	1%
Pozostałe wyroby	5.2	6.2	1%	2%
Usługi przemysłowe	3.1	3.6	1%	1%
Inne wyroby przemysłowe i rolnicze	4.0	3.9	1%	1%
Wyroby dla farmacji	4.0	3.4	1%	1%
Wyroby AGD	3.0	0.7	1%	0%
Suma	357.4	368.2	100%	100%

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Czynniki mające wpływ na wyniki operacyjne i finansowe

Wśród najważniejszych czynników (postrzeganych zarówno jako szanse jak i zagrożenia), które mogą mieć wpływ na wyniki Grupy Sanok RC można wskazać:

- Otoczenie konkurencyjne przekładające się m.in. na politykę handlową klientów oraz dostawców.
- Trendy makroekonomiczne (np. poziom inflacji oraz stóp procentowych, sytuację na rynku pracy, kursy walut, głównie EUR/PLN itd.) i wynikającą z nich sytuację gospodarczą na głównych rynkach docelowych grupy;
- Zmiany ceny surowców oraz czynników energetycznych.
- Globalną sytuację polityczną (w tym wpływ toczącej się w Ukrainie wojny, czy konfliktu zbrojnego w Zatoce Perskiej na gospodarkę światową) determinującą popyt na produkty grupy, a także czynniki kosztowe.
- Dostępność kredytów dla bezpośrednich i pośrednich odbiorców wyrobów, towarów grupy – zwłaszcza dla osób fizycznych, w tym prowadzących działalność gospodarczą (ważne dla segmentu rolnictwa i budownictwa),
- Czynniki pogodowe.
- Czynniki specyficzne dla segmentów, np. polityka klimatyczna, istotnie różna od regionu dynamika wzrostu kosztu energii / wynagrodzeń.

Czynniki / ryzyka biznesowe pozostają w znacznej mierze niezmiennie wobec tych przedstawionych w naszym raporcie inicjującym dla Grupy Sanok RC. W naszej opinii zmianie ulegają akcenty ich wpływu na bieżące wyniki oraz postrzeganie perspektyw spółki w średnim okresie. W ostatnich tygodniach na pierwszy plan wysunęły się elementy związane z cenami surowców oraz ich dostępnością, co jest w bezpośredni sposób związane z konfliktem zbrojnym w Zatoce Perskiej.

Strategia grupy

Strategia Grupy Sanok RC pozostała niezmienna. Dodatkowo zaprezentowane wyniki zdają się potwierdzać słuszność obranych kierunków rozwoju.

Zgodnie z obowiązującym dokumentem (dla przypomnienia datowanym na rok 2022), ambicją firmy jest stworzenie zespołu efektywnych jednostek biznesowych, oferujących klientom rozwiązania systemowe, maksymalizując jednocześnie korzyści płynące z oferowanego łańcucha wartości. Fundamentem rozwoju ma być szeroko pojęta (m.in. w ujęciu organizacyjnym, kompetencyjnym, czy technologicznym) innowacyjność, elastyczność oraz dywersyfikacja. Za główne KPI do oceny prowadzonych działań przyjęto ocenę zmiany efektywności biznesów, ścieżkę EBITDA oraz poziomą dywersyfikację biznesu.

Charakterystyka kosztów operacyjnych

Dla przypomnienia, do głównych surowców produkcyjnych można zaliczyć:

- Kauczuki syntetyczne i naturalne;
- Sadze techniczne;
- Plastyfikatory;
- Środki chemiczne, w tym oleje;
- Tworzywa sztuczne;
- Metale takie jak stali czy aluminium;
- Bawełna.

W strukturze kosztów rodzajowych Sanok RC przeważają wydatki związane bezpośrednio z produkcją, co odzwierciedla przemysłowy charakter grupy. Największą pozycją jest zużycie materiałów i energii (PLN685mn; 49% całości), co odzwierciedla surowcowy charakter działalności. Drugim kluczowym komponentem są koszty pracy – wynagrodzenia (PLN361mn; 26%) oraz świadczenia pracownicze (PLN85mn; 6%), które łącznie stanowią ok. 32% kosztów. Istotny, choć wyraźnie mniejszy udział mają usługi obce (PLN119mn; 9%) oraz amortyzacja (PLN83mn; 6%), wskazując na umiarkowaną kapitałochłonność. Pozostałe pozycje (ok. 4%) mają marginalne znaczenie.

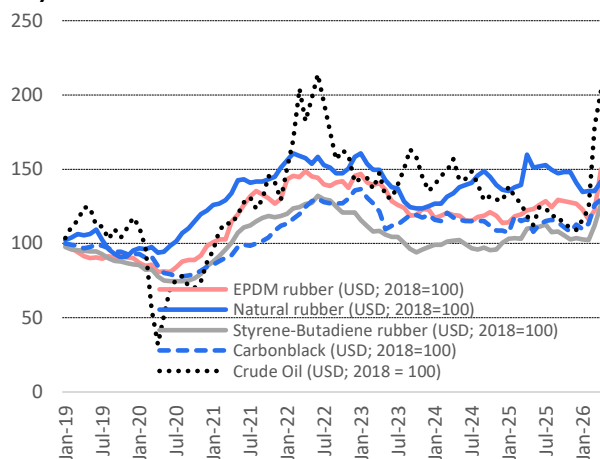
Tab. 15. Koszty rodzajowe na poziomie skonsolidowanym w 1Q26

Rodzaj wydatku	PLNm	%
Amortyzacja	83.3	6%
Zużycie materiałów i energii	684.8	49%
Usługi obce	119.1	9%
Podatki i opłaty	11.8	1%
Wynagrodzenia	361.3	26%
Świadczenia pracownicze	85.1	6%
Pozostałe	38.7	3%
Suma	1,384.1	
Zmiana stanu zapasów i produktów	-91.5	
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-9.7	
Koszty sprzedaży	-45.2	
Koszty ogólnego zarządu	-206.9	
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	1,030.9	
Koszt własny pozostałych przychodów	14.2	
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	108.0	
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	1,153.1	

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

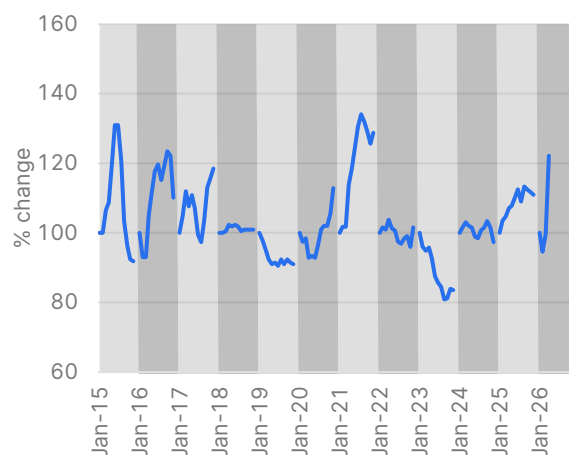
W kosztach rodzajowych 1Q26 uwidoczniiony jest wpływ zmiany stanu zapasów (PLN-92mn), obniżającej koszt wytworzenia, oraz relatywnie wysokie koszty ogólnego zarządu (PLN207mn) i koszty sprzedaży (PLN45mn). Finalnie koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów wynosi PLN1,153mn, z czego dominującą część stanowi koszt wytworzenia sprzedanych produktów (PLN1,031mn). Całościowo struktura kosztowa wskazuje na wysoką wrażliwość wyników na ceny surowców i koszty pracy.

Tab. 16. Trendy cenowy głównych surowców (2018 = 100)



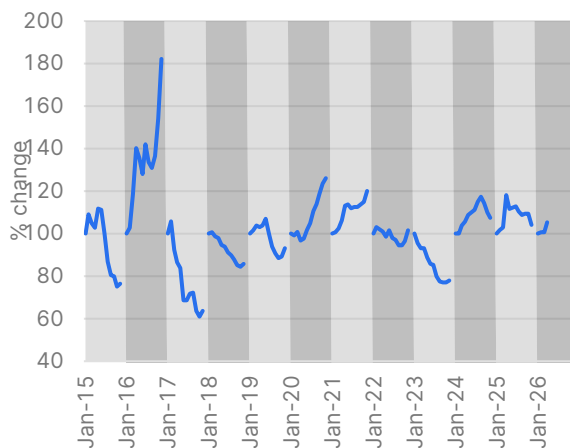
Źródło: BAAnalytiq.com, Erste Biuro Maklerskie

Tab. 17. EPDM – zmiana cen w ujęciu rocznym

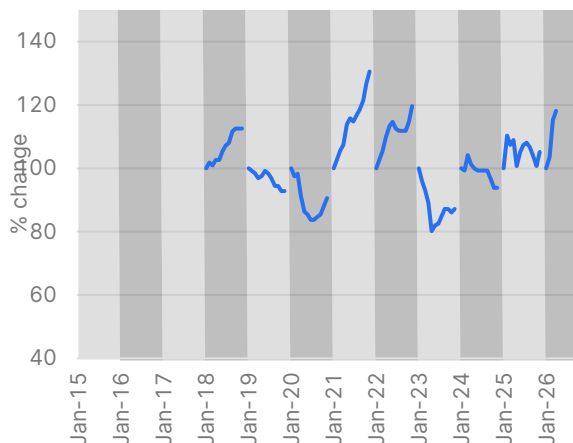


Źródło: BAAnalytiq.com, Erste Biuro Maklerskie

Tab. 18. Kauczuk naturalny – zmiana cen w ujęciu rocznym **Tab. 19. Sadze – zmiana cen w ujęciu rocznym**



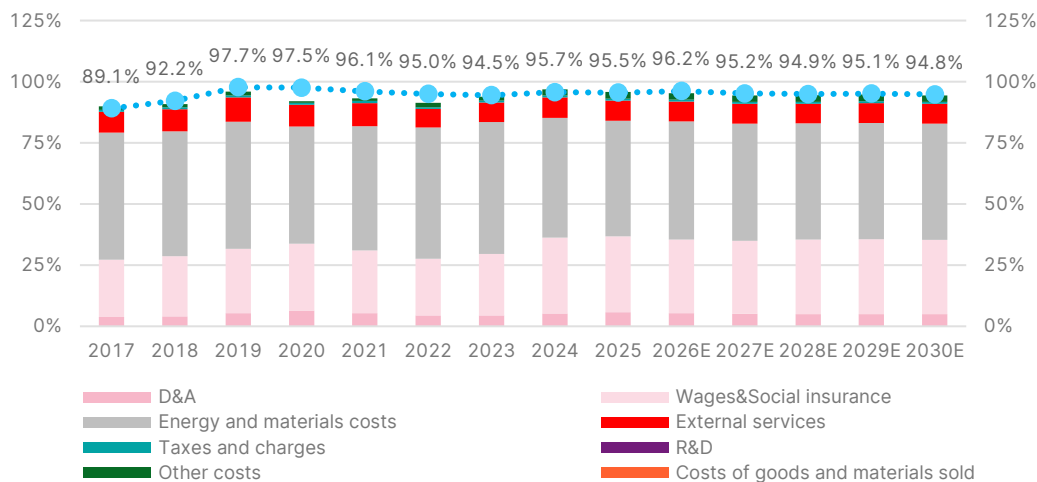
Źródło: BAAnalytiq.com, Erste Biuro Maklerskie



Źródło: BAAnalytiq.com, Erste Biuro Maklerskie

Podobnie jak w poprzednich latach, główne źródła dostaw surowców i materiałów bezpośrednich do produkcji w większości pochodziły z importu. Największą grupę zakupionych surowców stanowiły kauczuki oraz sadze. Zgodnie ze strategią grupy, zakupy poszczególnych surowców i materiałów pochodzą z co najmniej dwóch alternatywnych źródeł zaopatrzeniowych, tak by uniknąć uzależnienia się od jednego dostawcy. Niemniej jednak, podkreślić należy, że wybuch konfliktu w Iraku przełożył się już na presję wzrostową na koszt kluczowych surowców dla Sanok RC, takich jak kauczuki i sadze. Przy wysokim udziale materiałów w kosztach (ok. 49%) oznacza to ryzyko pogorszenia marż, zwłaszcza w segmentach o ograniczonej możliwości szybkiego przeniesienia kosztów na odbiorców. Dodatkowo mogły pojawić się zakłócenia logistyczne i wzrost kosztów transportu, wpływające na bieżące zaopatrzenie.

Tab. 20. Prognozowana struktura kosztów rodzajowych



Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Stoimy na stanowisku, że średnioterminowo wpływ wzrostu cen materiałów może zostać częściowo ograniczony dzięki dywersyfikacji źródeł dostaw (co najmniej dwóch dostawców dla kluczowych surowców). Niemniej jednak, w warunkach utrzymującej się niestabilności geopolitycznej należy liczyć się z utrwaleniem podwyższonych poziomów cen surowców oraz zwiększoną zmiennością ich podaży. W efekcie spółka może być zmuszona do renegocjacji kontraktów sprzedażowych, dalszej optymalizacji kosztowej lub zmiany mixu produktowego, aby chronić rentowność.

Kierunki inwestycyjne

W 1Q26 widoczna jest wyraźna redukcja aktywności inwestycyjnej względem ubiegłego roku oraz analogicznego okresu 2025, co można interpretować jako reakcję na rosnącą niepewność otoczenia (m.in. ryzyka geopolityczne). Łączne nakłady wyniosły PLN12mn vs PLN23mn w 1Q25, co oznacza spadek o ok. -48% r/r.

Najsilniejsze ograniczenie wydatków widoczne jest w segmencie motoryzacji (PLN0.8mn vs PLN3.8mn rok wcześniej), który mimo kluczowego znaczenia został objęty wyraźną dyscypliną inwestycyjną. W budownictwie inwestycje praktycznie wstrzymano (PLN0mn), natomiast w mieszankach również ograniczono je istotnie (PLN0.6mn vs PLN1.5mn). Relatywnie bardziej stabilne pozostają nakłady w segmencie przemysł i rolnictwo (PLN0.9mn vs PLN1.1mn), choć również tutaj widoczna jest ostrożność.

Największy wolumen inwestycji nadal przypada na kategorię pozostałe (PLN9.4mn), jednak także w tym obszarze odnotowano wyraźny spadek względem 1Q25 (PLN16.2mn).

Tab. 21. Ścieżka wydatków inwestycyjnych w rozbiciu na segmenty operacyjne (PLNm)

	2025	1Q25	1Q26
Motoryzacja	11.8	3.8	0.8
Budownictwo	0.9	0.3	0.0
Przemysł i rolnictwo	6.2	1.1	0.9
Mieszanki	3.7	1.5	0.6
Pozostałe	43.1	16.2	9.4
Suma	65.8	22.9	11.8

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

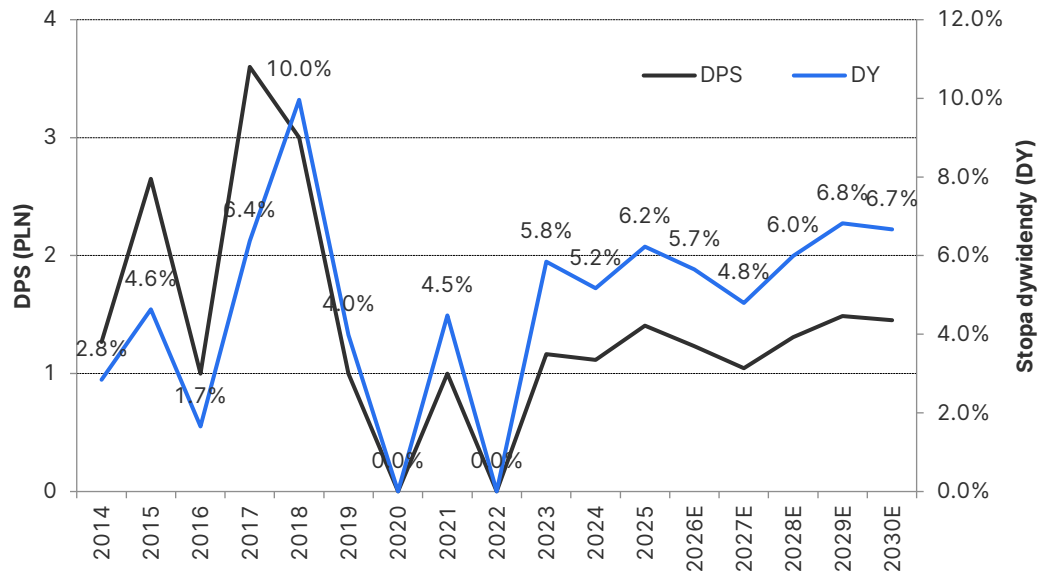
Całościowo dane wskazują na selektywne podejście do capexu, z koncentracją na projektach rozpoczętych wcześniej lub kluczowych strategicznie, przy jednoczesnym odkładaniu nowych inicjatyw inwestycyjnych. Taka postawa jest spójna z podwyższoną niepewnością makro i sugeruje przejście spółki w tryb ochrony płynności i większej elastyczności finansowej w krótkim okresie.

Dystrybucja / podział zysku netto

Zgodnie z oczekiwaniami, 3 kwietnia 2026 roku Sanok RC ogłosił zaproszenie do sprzedaży do 3.69mn akcji własnych po 21.5 zł za sztukę. Zarząd Sanok RC zarekomendował wypłatę

dywidendy z zysku za 2025 rok w wysokości 1,20 zł na jedną akcję. Ostateczna decyzja zostanie podjęta przez akcjonariuszy spółki. Proponowany dzień dywidendy to 10 września 2026, a dzień wypłaty to 24 września 2026.

Tab. 22. Dywidenda na akcję (DPS) oraz stopa dywidendy (DY)



Źródło: Spółka, Notoria, Erste Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe – tło biznesowe pozostaje relatywnie wymagające

Otoczenie rynkowe

Główne trendy determinujące popyt w przekroju segmentów biznesowych

Naszym zdaniem, po stronie przychodowej można oczekiwać utrzymania dwutorowego obrazu: segmenty powiązane z budownictwem i mieszankami powinny nadal wykazywać relatywnie wyższą dynamikę, wspieraną korzystnym popytem i zmianą miks produktowego, podczas gdy motoryzacja pozostanie raczej stabilna, a przemysł i rolnictwo nadal pod presją słabszego otoczenia makro.

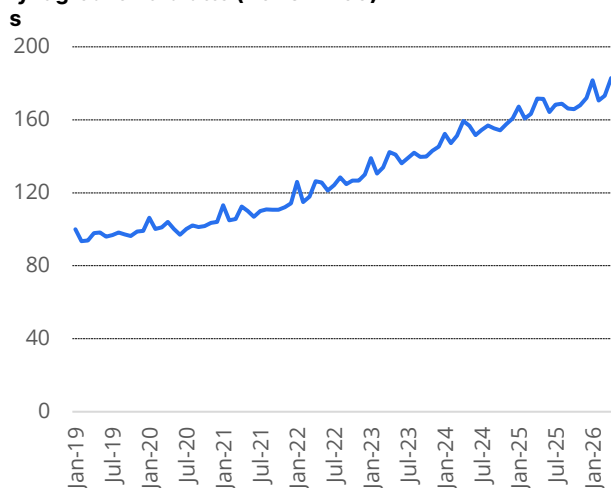
W kontekście marż kluczowy może być rozwój sytuacji na rynku ropy i pochodnych (kauczuki, sadze), co przy wysokim udziale materiałów w kosztach oznacza potencjalną zmienność rentowności w krótkim okresie. Segmenty o lepszym miksie i pozycji cenowej (budownictwo, mieszanki) powinny lepiej absorbować presję kosztową. Natomiast w motoryzacji oraz części zastosowań przemysłowych, przestrzeń do przenoszenia kosztów może być ograniczona. Jednocześnie dalsza dyscyplina kosztowa i ograniczony CAPEX mogą wspierać stabilizację marż na poziomie grupy mimo niepewnego otoczenia.

Obraz roku 2026, jak do tej pory jest zbieżny z oczekiwaniami, tj. przynosi większą zmienność, a tym samym niepewność, co do kształtu, a w skrajnym wypadku, nawet dostępności surowców. Mając jednak na uwadze historyczne wyniki Sanok RC oraz pewne oczekiwania do wyników wybranych spółek przemysłowych już w 2Q26E, nie wykluczamy pojawienia się szans biznesowych. Zgodnie z naszym podejściem, zakładamy wyśredkowane założenia co do inflacji kosztów oraz możliwości ich przełożenia na ceny końcowe produktów. Przyjmujemy, że pozycjonowanie grupy na trendy biznesowe jest w tym momencie neutralne.

Pozycja konkurencyjna

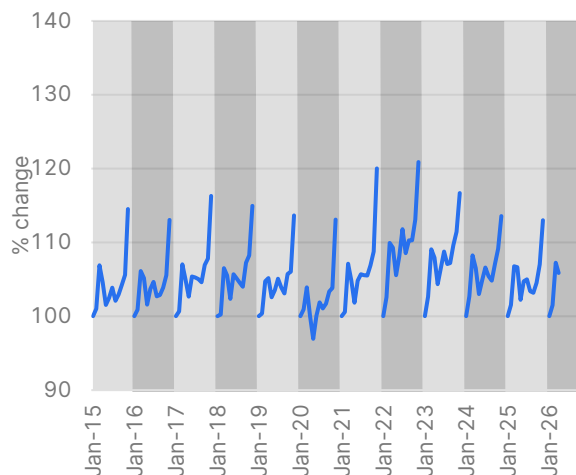
Niezmiennie, model biznesowy Sanok RC opiera się na długim łańcuchu wartości, kompetencjach produkcyjnych, elastyczności projektowej oraz stabilnej kondycji finansowej. Ostatnie zmiany strukturalne na rynku wymusiły konsolidację aktywów w celu poprawy efektywności operacyjnej i finansowej, co ma raczej pozytywny wpływ na relacje z klientami. Kluczowym czynnikiem obniżającym konkurencyjność pozostaje jednak silny wzrost kosztów pracy w Polsce, przy ograniczonej możliwości redukcji kosztów stałych. W odpowiedzi, grupa koncentruje się na odbudowie marżowości poprzez selekcję projektów oraz rozwój przez akwizycje, licząc na efekty synergii.

Tab. 23. Polska – skumulowana zmiana średniego wynagrodzenia brutto (2018 = 100)



Źródło: Bloomberg, Erste Biuro Maklerskie

Tab. 24. Polska – śródroczna zmiany średniego wynagrodzenia brutto



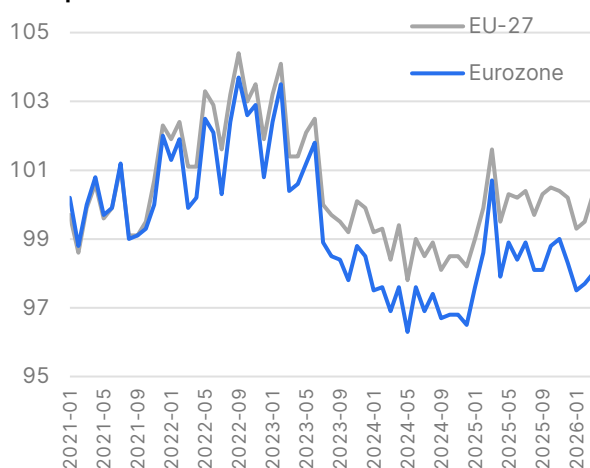
Źródło: Bloomberg, Erste Biuro Maklerskie

Czynniki specyficzne

Dla przypomnienia, z punktu widzenia szacowanych przyszłych przepływów pieniężnych, zwracamy uwagę na relatywnie ograniczony potencjał wzrostu organicznego, zakładając aktualną stabilną bazę aktywów. Na poziomie grupy, szacujemy go na ten moment na ok 15-20% w perspektywie średnioterminowej, co naturalnie tworzy pewne szanse na wykorzystanie efektu dźwigni operacyjnej w bardziej sprzyjającym środowisku biznesowym. Przy tej okazji podkreślamy, że fakt ten przekłada się na istotnie niższe prognozy wyników finansowych w porównaniu do tych zawartych w menedżerskim programie motywacyjnym.

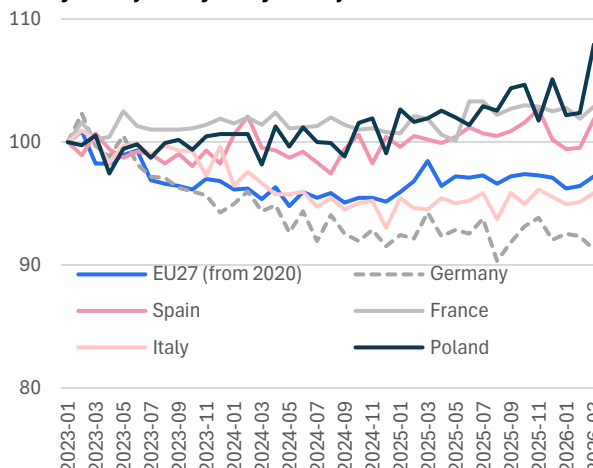
Wpływ na wyniki grupy potencjalnych transakcji M&A nie jest uwzględniony z uwagi na ich porcyjny charakter.

Tab. 25. Skumulowana dynamika produkcji przemysłowej w Europie



Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

Tab. 26. Porównanie skumulowanej dynamiki produkcji przemysłowej dla wybranych krajów UE



Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

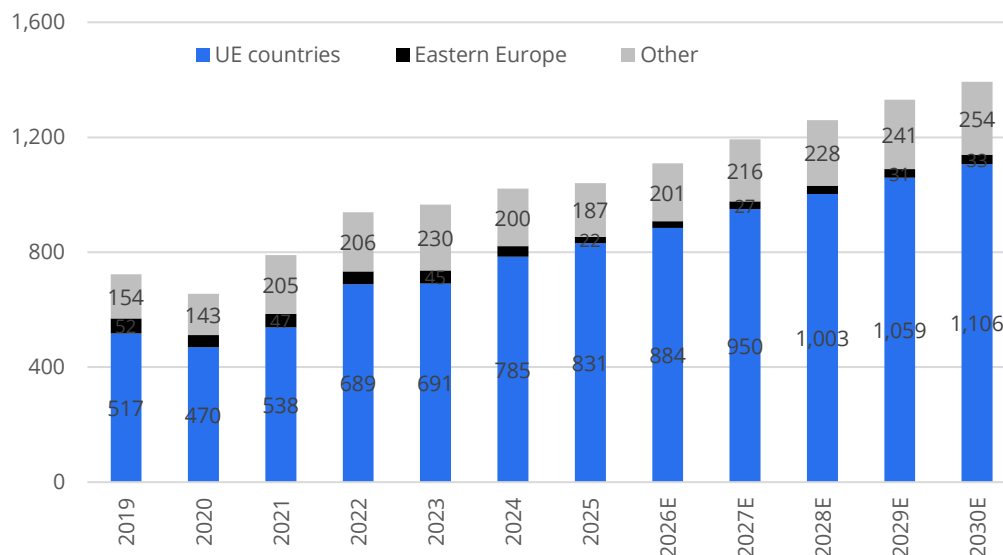
Prognozy wyników finansowych

Tradycyjnie, nasze prognozy wskaźników operacyjnych oraz wyników finansowych opieramy na oczekiwaniach, co do kierunku rozwoju głównych KPI grupy Sanok RC. Bazujemy przy tym na wynikach osiągniętych w ostatnich kwartałach, jak też planowych zmianach w strukturze asortymentowej spółki, czy trendach makroekonomicznych. Jeżeli chodzi o trendy makro, to największy potencjalny wpływ może być związany z presją inflacyjną na ceny materiałów w związku z wybuchem wojny w Iranie. Biorąc pod uwagę wyniki w 1Q26, przyjmujemy nieco bardziej konserwatywne podejście do trajektorii kosztów, w tym kosztów osobowych w zakresie rezerw na nagrody dla załogi na realizację satysfakcjonujących wyników w wymagającym środowisku.

W krótkim / średnim terminie, zakładamy utrzymanie relatywnie stałej struktury rynku jeżeli chodzi o otoczenie konkurencyjne, przy jednoczesnym dążeniu producentów do maksymalizacji wykorzystania dostępnych mocy produkcyjnych.

Dodatkowo, z uwagi na akcentowaną przez spółkę większą niepewność co do perspektyw biznesowych, obniżamy nieznacznie nasze ostatnie prognozy skonsolidowanych wydatków inwestycyjnych, co przekłada się na polepszenie perspektyw generacji wolnych przepływów pieniężnych na krótkim końcu krzywej prognoz.

Tab. 27. Prognozowana geograficzna struktura sprzedaży (PLNm)



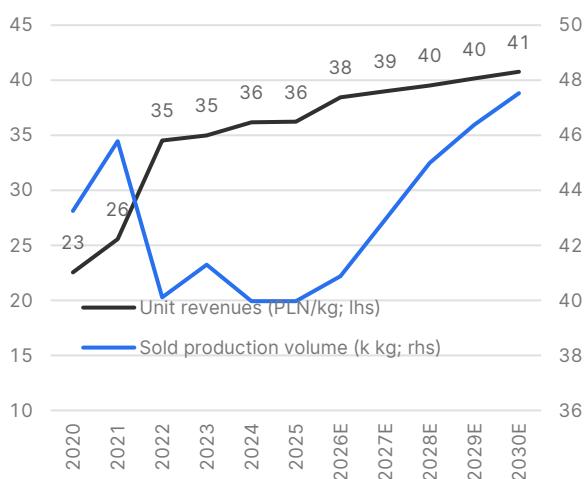
Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Nasze prognozy finansowe dla Sanok RC na kolejne lata zakładają kontynuację umiarkowanego wzrostu przychodów, przy jednocześnie stopniowej poprawie rentowności w kolejnych latach. Zakładamy, że sprzedaż będzie rosła z ok. PLN1,576bn w 2026P do PLN1,94bn w 2030P, co implikuje stabilny CAGR w tym okresie. Jednocześnie marża EBITDA, po przejściowym spadku do 9.2% w 2026E (vs 10.1% w 2025), będzie się stopniowo

odbudowywać do ok. 10.1–10.2% w latach 2027–2030, wraz z poprawą marży brutto i operacyjnej.

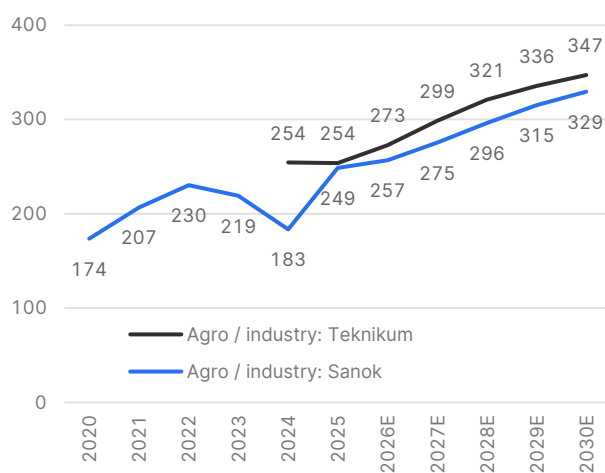
Na poziomie EBITDA 2026P przewidujemy lekki spadek r/r (PLN145mn vs PLN148mn w 2025), co odzwierciedla presję kosztową i bardziej wymagające otoczenie rynkowe. Jednocześnie w kolejnych latach zakładamy powrót do wzrostu EBITDA (PLN169mn w 2027P, PLN185mn w 2029P, PLN198mn w 2030P), co wskazuje na scenariusz normalizacji po krótkoterminowym osłabieniu.

Tab. 28. Szacowane przychody jednostkowe grupy



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

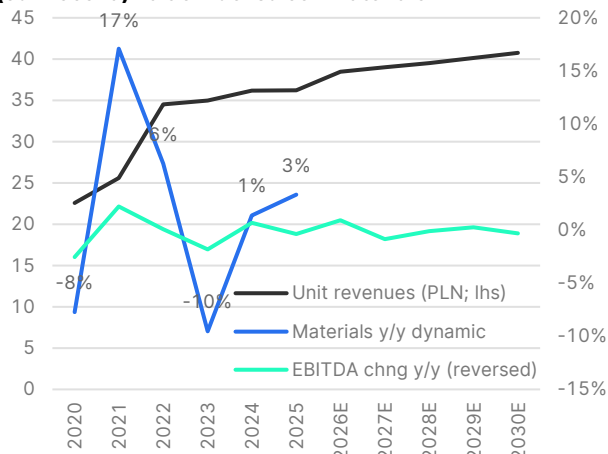
Tab. 29. Prognozowana ścieżka przychodów dla segmentu przemysł i rolnictwo



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

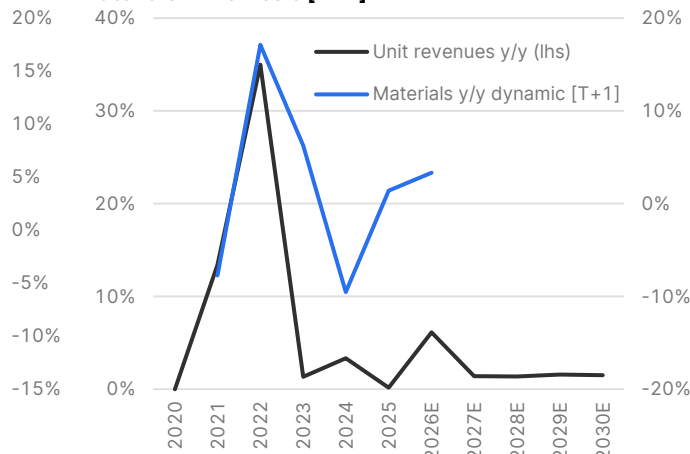
Niezmiennie, w długim terminie, nasza wycena odzwierciedla zarówno pozytywny efekt wolumenowy, jak i cenowy, przy czym ten pierwszy pozostaje na bardziej istotnym poziomie. Co do struktury kosztowej, zakładamy jej dalszą optymalizację, przy czym, szacujemy, że wiele efektów poczynionych prac jest już widoczne w wynikach. Jak zaznaczyliśmy wcześniej, możliwy wzrost płac, w tym nagród okresowych, może negatywnie obciążać bieżący rachunek wyników w najbliższych kwartałach. Ten efekt stanowi różnicę wobec naszego ostatniego raportu dla Sanok RC.

Tab. 30. Przychody jednostkowe i marża EBITDA (odwrócona) na tle indeksu cen materiałów



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

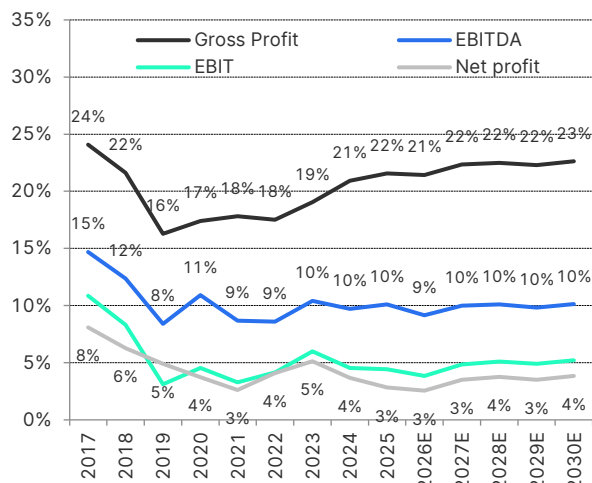
Tab. 31. Przychody jednostkowe vs. dynamika cen materiałów w okresie [T+1]



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

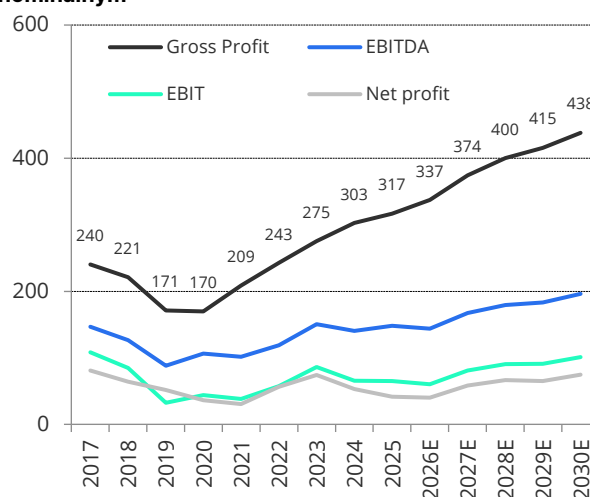
Podsumowując, nowe prognozy wskazują na krótkoterminową presję na wyniki w 2026P, po której oczekiwana jest stopniowa poprawa rentowności i powrót do stabilnego wzrostu, choć przy bardziej konserwatywnych założeniach niż wcześniej.

Tab. 32. Prognozowana ścieżka marż operacyjnych



Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Erste Biuro Maklerskie

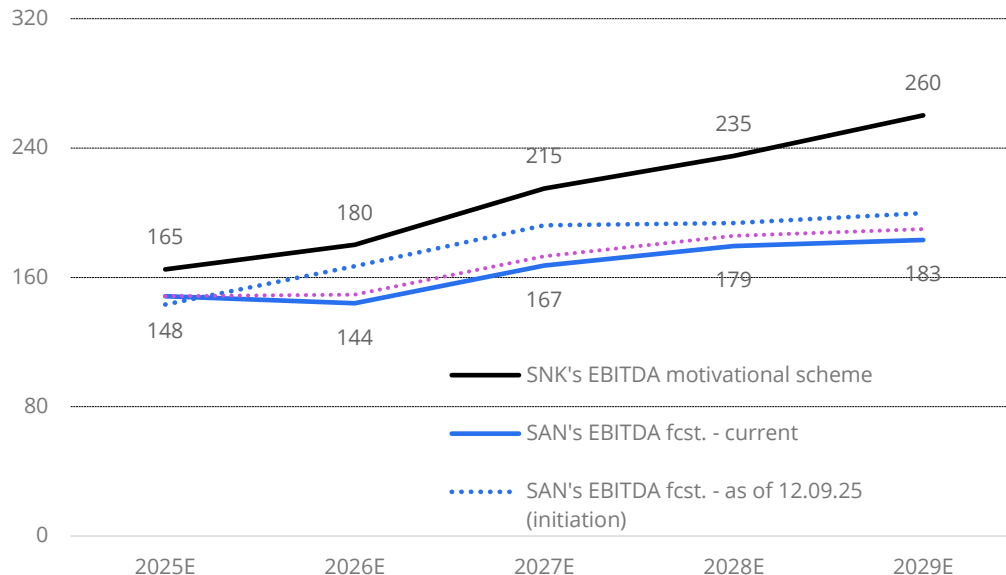
Tab. 33. Szacowane marże operacyjne w ujęciu nominalnym



Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Erste Biuro Maklerskie

W porównaniu do wcześniejszych modeli prognozy EBITDA zostały lekko obniżone, szczególnie w średnim terminie. Dla lat 2026–2028P odchylenia względem aktualizacji z kwietnia 2026 są relatywnie niewielkie (spadek z przedziału PLN5–7mn rocznie). Wynika to głównie z bardziej ostrożnych założeń dotyczących tempa wzrostu oraz marż, co jest spójne z rosnącą niepewnością makro i kosztową.

Tab. 34. Prognozowana EBITDA grupy Sanok RC vs. założenia programu motywacyjnego*

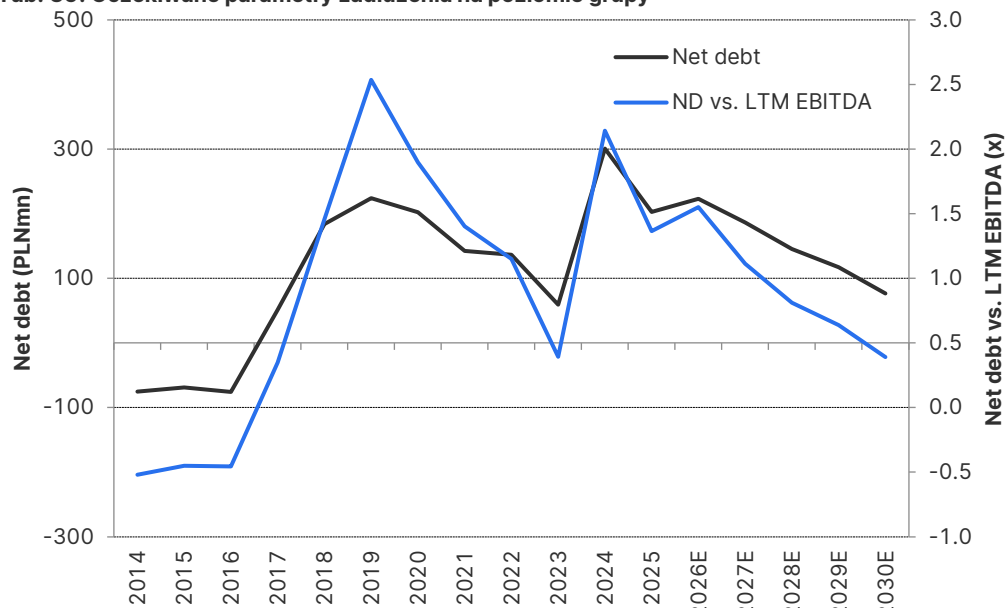


Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie, *bez uwzględnienia przyszłych ewentualnych transakcji M&A

Zadłużenie i konwersja EBITDA na przepływy operacyjne

Z uwagi na bardzo atrakcyjny profil generacji gotówki (wskaźnik EBITDA-to-Cash) na poziomie ok 110% w ciągu ostatnich kwartałów, oczekujemy relatywnie stabilnej oraz bezpiecznej struktury bilansu spółki. Jednocześnie wskazujemy, że nasze założenia nie uwzględniają efektu potencjalnych transakcji M&A.

Tab. 35. Oczekiwane parametry zadłużenia na poziomie grupy*



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie, *bez uwzględnienia opcji odkupu 30% udziałów w Teknikum oraz innych ewentualnych transakcji M&A

Prognozy finansowe – tabele

Tab. 36. Rachunek zysków i strat

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody skonsolidowane	1,385	1,446	1,446	1,470	1,573	1,675	1,779	1,863
KWS	1,143	1,170	1,144	1,153	1,220	1,286	1,369	1,438
Zysk brutto	243	275	303	317	337	374	400	415
SG&A	173	196	241	252	277	293	310	325
Pozostałe przychody operacyjne netto	2	7	3	0	0	0	0	0
EBITDA	119	150	141	148	144	167	179	183
Zysk operacyjny	57	86	65	65	60	81	90	91
Przychody (koszty) finansowe netto	0	-1	-8	-5	-8	-7	-7	-7
Zysk przed opodatkowaniem	58	85	57	60	52	74	84	84
Podatek dochodowy	0	-9	-2	-16	-10	-12	-14	-16
Zysk netto	57	74	53	41	40	59	67	65
Marża brutto	17.5%	19.0%	20.9%	21.6%	21.4%	22.3%	22.5%	22.3%
Marża EBITDA	8.6%	10.4%	9.7%	10.1%	9.2%	10.0%	10.1%	9.8%
Marża operacyjna	4.1%	6.0%	4.5%	4.4%	3.8%	4.8%	5.1%	4.9%
Marża zysku netto	4.1%	5.1%	3.7%	2.8%	2.6%	3.5%	3.7%	3.5%

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tab. 37. Bilans

PLNmn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa obrotowe	570	568	544	606	579	608	642	670
Aktywa trwałe	443	461	661	614	600	580	559	539
Aktywa razem	1,017	1,030	1,205	1,220	1,178	1,188	1,201	1,209
Zobowiązania krótkoterminowe	240	277	279	247	252	256	260	264
zadłużenie bankowe	20	45	45	36	32	29	26	24
Zobowiązania długoterminowe	228	159	339	373	345	320	297	277
zadłużenie bankowe	180	111	274	266	239	215	194	174
Kapitał własny	547	589	581	569	551	581	613	638
Zobowiązania ogółem	1,017	1,030	1,205	1,220	1,178	1,188	1,201	1,209
Dług netto (DN)	137	59	301	203	223	186	146	117
DN / LTM EBITDA	1.2	0.4	2.1	1.4	1.6	1.1	0.8	0.6

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tab. 38. Rachunek przepływów pieniężnych

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	78	183	55	116	106	131	144	140
Przepływy z inwestycji	-59	-80	-237	11	-69	-66	-68	-72
Przepływy z tytułu finansowania	-10	-72	105	-51	-90	-57	-61	-64
W tym dywidendy	0	-31	-30	-38	-33	-28	-35	-40
Zmiana środków pieniężnych netto	10	31	-77	75	-53	8	15	5

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Grupa Sanok RC
2 czerwca, 2026

Erste Brokerage Poland

Plac Europejski 3A
00-844 Warszawa

Zespół Analiz Giełdowych

Paweł Puchalski, CFA, *Analityk akcji*
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Tomasz Krukowski, CFA, *Analityk akcji*
Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej

Adrian Kyrzcz, *Analityk akcji*
Budownictwo, Deweloperzy, IT

Tomasz Sokołowski, *Analityk akcji*
Sektor Detaliczny, E-commerce

Michał Sopieli, *Analityk akcji*
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe

Piotr Zielonka, CFA, *Analityk akcji*
Gry, Strategia

Marcin Działek, *Analityk techniczny akcji*
Analiza Techniczna

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, *Makler*

tel. +48 61 856 43 89

pawel.bartczak@erste.pl

Paweł Kubiak, *Makler*

tel. +48 61 856 50 57

pawel.kubiak@erste.pl

Jacek Siera, *Makler*

tel. +48 61 856 41 29

jacek.siera@erste.pl

Karol Koszarski, *Makler*

tel. +48 61 856 45 68

karol.koszarski@erste.pl

Maciej Ciesielski, *Makler*

tel. +48 61 856 48 57

maciej.ciesielski@erste.pl

**Połączenia przychodzące i wychodzące ze wskazanych numerów są nagrywane i archiwizowane. Informacje o przetwarzaniu danych dostępne są na stronie erste.pl/RODO.*

UJAWNIENIA

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Erste Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Erste Bank Polska S.A. („Erste Bank Polska”), który jest wskazany jako autor raportu. Erste Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Erste Bank Polska otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług innych niż bankowość inwestycyjna, na rzecz: **Sanok Rubber Company SA**.

Erste Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dotyczących **Sanok Rubber Company SA**, w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez GPW. Z tego tytułu GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do raportów odnoszących się do tych spółek.

W oparciu o postanowienia umowy z GPW w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”, której Erste Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących **Sanok Rubber Company SA**.

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Erste Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego.

Erste Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Erste Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE Allianz Polska SA), a w rezultacie Erste Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Erste Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.

Grupa Erste Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.

Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Erste Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następujących 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Erste Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Erste Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Erste Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których Erste Bank Polska SA świadczył usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy w zbiorze wszystkich spółek pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Erste Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: <https://www.erste.pl/inwestor/global-statistics>.

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Zespół Analiz Giełdowych w Erste Biuro Maklerskie, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: <http://centruminformacji.erste.pl/fileserver/item/1501617>.

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU RAPORTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE RAPORTU

Niniejszy raport został przygotowany przez Erste Biuro Maklerskie, które jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska S.A. (Erste Bank Polska) z siedzibą w **Warszawie**. Działalność Erste Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

Erste Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Erste Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Erste Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Erste Bank Group AG i podmioty powiązane, w tym Erste Bank Polska SA, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem/ emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Erste Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom.

Erste Biuro Maklerskie, Erste Bank Group AG i/lub podmioty powiązane mogły wydać w przeszłości lub mogą wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Erste Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Erste Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Erste Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Erste Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Erste Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Erste Biuro Maklerskie o ile Erste Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należyłą staranność i rzetelność.

Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio lub pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Korei Południowej, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te

ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Erste Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Erste Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.erste.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
EPS - zysk na akcję
CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
FCF - wolne przepływy pieniężne
BV - wartość księgowa
ROE - zwrot na kapitale własnym
P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Przeważaj - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 10% powyżej benchmarku. Zmiana o około $\geq 15\%$.

Neutralnie - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 0% - 10% wobec benchmarku. Zmiana o około 5%-15%.

Niedoważaj - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji poniżej benchmarku. Zmiana o około $< 5\%$.

UWAGA: Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-letnich obligacji emitowanych przez rząd RFN +ERP (5,5%).

Definicje ocen mają charakter orientacyjny. Zalecenia mogą różnić się od ww. wytycznych, jeśli jest to uzasadnione ze względu na czynniki rynkowe, trendy branżowe, specyficzne wydarzenia w firmie itp. W takich przypadkach w raporcie znajduje się stosowne wyjaśnienie powstałych rozbieżności.

Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą 31 grudnia kolejnego roku.

Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku. W opracowaniach analizy technicznej Erste Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Erste Biuro Maklerskie korzystało z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg'a lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej - wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Niezależnie od wybranej metody wyceny istnieje ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanym terminie. Należy wziąć pod uwagę następujące czynniki ryzyka: (i) warunki makroekonomiczne wpływają na ogólną sytuację gospodarczą, a także ceny surowców, kursy walutowe i stopy procentowe; (ii) wydarzenia geopolityczne mają wpływ na wszystkie surowce będące przedmiotem obrotu, waluty i kursy i mogą znacząco wpływać na nastroje rynkowe; (iii) polityka rządowa, w tym zmiany w opodatkowaniu i regulacjach dotyczących poszczególnych sektorów, może wpływać na wyniki finansowe przedsiębiorstw; (iv) trendy społeczne powodują zmiany w zachowaniu konsumentów i preferencjach dotyczących produktów i usług; (v) otoczenie konkurencyjne odgrywa kluczową rolę w określaniu zdolności organizacji do

Grupa Sanok RC
2 czerwca, 2026

kształtowania marż zysku; (v) innowacje technologiczne mogą zakłócać funkcjonowanie rynków, zmniejszając konkurencyjność niektórych produktów lub usług; (vi) panujące nastroje na rynkach kapitałowych mają bezpośredni wpływ na poziomy wyceny; (vi) inwestycje na rynkach zagranicznych i w instrumenty finansowe, takie jak amerykańskie kwity depozytowe (ADR), wiążą się z dodatkowym ryzykiem, w tym ryzykiem związanym z kursami walutowymi, kontrolą walutową, opodatkowaniem oraz czynnikami politycznymi, gospodarczymi i społecznymi.

W opinii Erste Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

W Erste Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Erste Bank Polska działalności. Poza tym Erste Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; datę i godzinę pierwszego rozpowszechnienia raportu określa data i godzina wysyłki raportu w wiadomości mailowej skierowanej do klientów profesjonalnych oraz data i godzina wskazana w serwisie Inwestor online przy danym raporcie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU NINIEJSZEGO RAPORTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

©2026 Erste Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone