

Sanok RC

(Neutralnie, TP Gru'26 25,2 zł)

Program Wsparcia Analitycznego GPW

Bloomberg: SNK PW, Reuters: SNK.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska

24 marca 2026, 10:07 CET

Model biznesowy i efektywne zarządzanie wciąż zaskakują pozytywnie

Michał Sopieli, *Analityk akcji*+48 693 720 651, michal.sopiel@santander.pl

Przegląd wyników IV kw. 2025 r. / 2025 r. oraz Podsumowanie telekonferencji ze spółką

RZiS / segmentowa struktura przychodów ze sprzedaży. Grupa Sanok odnotowała solidne wyniki operacyjne w 4Q25, osiągając przychody na poziomie PLN394mn oraz EBITDA / EBIT na poziomie odpowiednio PLN36mn / PLN14.5mn. Zysk netto w okresie październik-grudzień wyniósł PLN12.6mn. Marże operacyjne wykazały silny wzrost r/r, przewyższając oczekiwania, pomimo negatywnego jednorazowego zdarzenia (PLN2.4mn związanego z odpisem aktywów). Do wzrostu wyników r/r kontrybuowały wszystkie segmenty działalności. Segment motoryzacyjny pozostawał dominującą linią biznesową, generując PLN159mn przychodów i PLN27.5mn zysku operacyjnego w 4Q25, wspierany wzrostem marży operacyjnej z 13.1% do 17.3% r/r.

Marże poprawiły się w większości kluczowych segmentów, a marża operacyjna grupy wzrosła do 17.7% z 16.4% w 4Q24. Segment budowlany utrzymał solidną marżę na poziomie 23.8%, choć odnotował niewielki spadek r/r. Segment mieszanek wykazał stabilną marżę na poziomie ok. 16%, w zgodzie z solidnymi marżami operacyjnymi raportowanymi w poprzednich kwartałach. Taka seria rezultatów powinna być, w naszej ocenie, szczególnie doceniona w kontekście zwiększonych nakładów inwestycyjnych w tym segmencie w 2024 r.

Rys. 1. Sanok RC: główne pozycje wyników kwartalnych (1/2)

PLNmIn	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	y/y	q/q	SA Ne	Kons.
Przychody	393.7	374.7	334.2	357.4	389.4	365.9	357.3	7%	-2%	315.6	330.0
EBITDA	40.4	40.9	28.5	28.7	43.0	40.6	36.0	26%	-11%	28.6	27.6
marża EBITDA	10.3%	10.9%	8.5%	8.0%	11.1%	11.1%	10.1%	152.4	-102.3	9.1%	8.4%
EBIT	20.8	21.1	8.3	8.7	22.1	19.8	14.5	74%	-27%	7.7	7.0
marża EBIT	5.3%	5.6%	2.5%	2.4%	5.7%	5.4%	4.0%	155.8	-135.4	2.4%	2.1%
Zysk netto	13.9	21.3	5.1	7.2	13.4	11.1	12.6	146%	14%	2.8	3.7
marża ZN	3.5%	5.7%	1.5%	2.0%	3.4%	3.0%	3.5%	199.1	49.3	0.9%	1.1%
OCF*	15.6	45.6	37.2	32.5	33.0	34.3	55.8	50%	63%	29.0	
Dług netto	306	269	301	236	225	247	203	-33%	-18%	239	
DN / LTM EBITDA	2.2	1.9	2.1	1.7	1.6	1.8	1.4	-0.8	-0.4	1.7	
KSIOZ	64.8	61.4	65.8	62.9	65.3	57.7	66.1	1%	15%	58.7	
% przychodów	16.5%	16.4%	19.7%	17.6%	16.8%	15.8%	18.5%	-1.2	2.7	18.6%	
Przychody po segmentach											
Motoryzacja	182.4	176.9	152.2	168.5	172.0	157.4	159.3	5%	1%	134	
Budownictwo	49.4	56.6	48.1	42.0	48.7	56.6	52.4	9%	-7%	47	
Rolnictwo / przemysł	118.3	104.3	99.4	107.1	125.6	107.1	98.6	-1%	-8%	103	
Mieszanki	66.1	79.6	64.0	75.1	73.9	77.4	70.2	10%	-9%	63	

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *saldo przepływów operacyjnych

Rys. 2. Sanok RC: wynik operacyjny netto w podziale na segmenty biznesowe

PLNmłn		Przemysł i					Suma
		Motoryzacja	Budownictwo	rolnictwo	Mieszanki	Pozostałe	
Zyski lub straty	4Q25	27.5	12.5	17.7	17.7	1.0	69.9
segmentów	4Q24	19.9	12.4	16.7	16.7	3.3	61.3
<i>zmiana r/r</i>		37.9%	0.4%	6.0%	6.0%	-69.7%	14.0%
Zyski lub straty	4Q25	17.3%	23.8%	18.0%	15.9%	7.4%	17.7%
segmentów	4Q24	13.1%	25.9%	16.8%	13.9%	32.4%	16.4%
<i>zmiana r/r</i>		416	-203	115	203	-2,503	134

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Bilans i rachunek przepływów pieniężnych. Sanok RC odnotował kolejny wyjątkowo silny przepływ operacyjny (OCF) w 4Q25, wskazujący na ok. 146% konwersji EBITDA na gotówkę. Jednocześnie nakłady inwestycyjne spadły do PLN65.8m w 2025 (-39% r/r), lub wyniosły PLN13mn w ujęciu przepływów pieniężnych (niska wartość wynikająca ze zbycia udziałów mniejszościowych w Teknikum na rzecz wehikułu inwestycyjnego PFR), odzwierciedlając stopniowe zakończenie kluczowych projektów inwestycyjnych oraz nadal restrykcyjne podejście do alokacji inwestycji. Według naszych wyliczeń dług netto grupy spadł do ok. PLN203mn (z wyłączeniem wyceny opcji odkupu udziałów w Teknikum) na koniec grudnia 2025, co przekłada się na ok. 1.4x wskaźnik długu netto do LTM EBITDA.

Rys. 3. Sanok RC: główne pozycje wyników kwartalnych (2/2)

PLNmłn	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	y/y	q/q	2024	2025
Przychody	393.7	374.7	334.2	357.4	389.4	365.9	357.3	7%	-2%	1,446	1,470
EBITDA	40.4	40.9	28.5	28.7	43.0	40.6	36.0	26%	-11%	141	148
<i>marża EBITDA</i>	10.3%	10.9%	8.5%	8.0%	11.1%	11.1%	10.1%	152.4	-102.3	9.7%	10.1%
EBIT	20.8	21.1	8.3	8.7	22.1	19.8	14.5	74%	-27%	65	65
<i>marża EBIT</i>	5.3%	5.6%	2.5%	2.4%	5.7%	5.4%	4.0%	155.8	-135.4	4.5%	4.4%
Zysk netto	13.9	21.3	5.1	7.2	13.4	11.1	12.6	146%	14%	54	44
<i>marża ZN</i>	3.5%	5.7%	1.5%	2.0%	3.4%	3.0%	3.5%	199.1	49.3	3.7%	3.0%
OCF*	15.6	45.6	37.2	32.5	33.0	34.3	55.8	50%	63%	125	156
Dług netto	306	269	301	236	225	247	203	-33%	-18%	301	203
DN / LTM EBITDA	2.2	1.9	2.1	1.7	1.6	1.8	1.4	-0.8	-0.4	2.1	1.4
KSIOZ	64.8	61.4	65.8	62.9	65.3	57.7	66.1	1%	15%	240.7	252.1
% przychodów	16.5%	16.4%	19.7%	17.6%	16.8%	15.8%	18.5%	-1.2	2.7	16.6%	17.1%
Przychody po segmentach											
Motoryzacja	182.4	176.9	152.2	168.5	172.0	157.4	159.3	5%	1%	715	657
Budownictwo	49.4	56.6	48.1	42.0	48.7	56.6	52.4	9%	-7%	198	200
Rolnictwo / przemysł	118.3	104.3	99.4	107.1	125.6	107.1	98.6	-1%	-8%	374	438
Mieszanki	66.1	79.6	64.0	75.1	73.9	77.4	70.2	10%	-9%	289	296

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *saldo przepływów operacyjnych

Komentarz: Ogólnie skłaniamy się ku opinii, że Grupa Sanok RC weszła w 2026 rok z wyższą rentownością, niższymi nakładami inwestycyjnymi oraz bardziej zdyspersyfikowaną bazą wyników. Niemniej jednak, zestawienie trendów cen kluczowych surowców w ciągu ostatnich miesięcy z płaską r/r dynamiką przychodów prowadzi nas do wniosku, że spółka mogła zrównoważyć umocnienie PLN wobec

głównych walut i ograniczony popyt innymi, bardziej korzystnymi (przynajmniej w części) trendami biznesowymi. Warto podkreślić optymalizację kosztów oraz restrykcyjną alokację kapitału, które, w naszej ocenie, zasługują na uznanie.

Obečne otoczenie makroekonomiczne mogło ulec pogorszeniu wskutek wzrostu m.in. cen produktów petrochemicznych. Mamy jednak nadzieję, że zjawisko to okaże się krótkotrwałe, a długo wyczekiwane ożywienie w produkcji przemysłowej przyniesie w przyszłości pozytywny efekt wolumenowy r/r. Na koniec warto dodać, że trzymamy kciuki za pomyślną realizację projektów M&A.

Rys. 4. Sanok RC: wydatki inwestycyjne w podziale na segment biznesowy

PLNmn	Motoryzacja	Budownictwo	Przemysł i rolnictwo	Mieszanki	Pozostałe	SUMA
2025	11.8	0.9	6.2	3.7	43.1	65.8
2024	14.3	1.6	4.1	21.5	66.0	107.6
zmiana r/r	-18.1%	-43.3%	50.9%	-82.6%	-34.6%	-38.8%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

W piątek Sanok RC przeprowadził telekonferencję inwestorską poświęconą podsumowaniu wyników za 4Q25 / 2025. Poniżej przedstawiamy najważniejsze poruszone kwestie:

Wyniki operacyjne i marże w 4Q25

Solidne wyniki marż operacyjnych w 4Q25 były efektem dobrych rezultatów w trzech segmentach:

1. Budownictwo – segment odnotował wyjątkowo mocne zakończenie 2025 r.; BSP osiągnęło bardzo dobre wyniki.
2. Przemysł – nastąpiła poprawa wyników r/r, m.in. dzięki Teknikum, które wraz z innymi, zróżnicowanymi pod kątem charakteru czynnikami przełożyło się na satysfakcjonujący wkład segmentu do marży skonsolidowanej.
3. Motoryzacja – segment wypadł lepiej od oczekiwań; popyt w listopadzie-grudniu był wyraźnie wyższy wobec wcześniejszych założeń.

CAPEX i projekty rozwojowe. Nakłady inwestycyjne na 2026 r. są planowane na ok. PLN80mn, z czego ok. PLN40mn stanowi CAPEX odtworzeniowy. Priorytety inwestycyjne na ten rok obejmują: rozbudowę własnych mocy fotowoltaicznych (pod kątem poprawy efektywności energetycznej) oraz projekt dewulkanizacji (inicjatywa B+R współfinansowana przez NCBiR). Potencjalny częściowy komercyjny start projektu dewulkanizacji możliwy jest od 2Q27, o ile nie wystąpią zakłócenia w łańcuchu dostaw.

Segment motoryzacyjny. Na przełomie 2025/26 jeden z konkurentów napotkał poważne trudności biznesowe, co stworzyło okazję rynkową, którą Sanok skutecznie wykorzystał. Efekt może mieć charakter jednorazowy, ale rozłożony w czasie: EUR 1–1.5mn w 2026E z wpływem na kolejne kwartały. Rynek europejski pozostaje jednak wysoce konkurencyjny w obszarze OEM, a dodatkową presję wywierają producenci chińscy wchodzący na rynek.

Główne spółki zależne

1. **Draftex.** Spółka kontynuuje analizy oraz rozmowy z klientami dotyczące potencjalnej konsolidacji działalności w Polsce. Odpisy z tytułu utraty wartości odzwierciedlają konserwatywną ocenę oczekiwań klientów. Według przedstawicieli spółki rynek mógł ulec strukturalnej zmianie, a europejscy OEM mogli utracić rynek chiński.
2. **Teknikum.** Zarząd wyraził zadowolenie z efektów akwizycji. Część portfela związana z górnictwem w poprzednich kwartałach mierzyła się ze słabszym otoczeniem rynkowym, jednak spółka jest silnie zdywersyfikowana i posiada zakład na Węgrzech, co postrzegane jest jako przewaga biznesowa. Trwa relokacja działalności w zakresie mielenia mieszanek do Sanoka, co ogranicza zakupy zewnętrzne. Największą wartością dodaną przejęcia jest – choć trudna do bezpośredniego zmierzenia – silna pozycja bilansowa Teknikum.

Projekty M&A / strategia. Sanok RC prowadzi obecnie równolegle 3–4 procesy akwizycyjne, z potencjalnymi przychodami w przedziale EUR5–20mn. Nie ma pewności, czy transakcje zostaną finalizowane w 2026 r. Zarząd podkreślił potrzebę ostrożnej oceny poszczególnych projektów. Historycznie zarówno BSP, jak i Teknikum analizowano przez dłuższy okres przed podjęciem decyzji o przejęciu.

Koszty i efektywność operacyjna. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadały kolejny kwartał z rzędu, głównie dzięki:

- o niższym kosztom wynagrodzeń – dwa lata temu zatrudnienie wynosiło 3,300 osób, obecnie ok. 3,160 FTE; historycznie (Sanok S.A., szczyt) zatrudnienie wynosiło 2,600 osób vs. dziś 1,900–1,950 przy wyższych wolumenach produkcji,
- o optymalizacji kosztów ogólnych (w tym w Meksyku),
- o długoterminowym programom lean-management.

Sanok ocenia, że programy efektywnościowe przynoszą wymierną poprawę struktury kosztowej.

Ocena rynku i perspektywy na 2026 r. Kluczowe szanse rynkowe obejmują potencjalne akwizycje oraz możliwość osiągania wyników lepszych od konkurencji w segmencie motoryzacyjnym, o ile spowolnienie w sektorze nie pogłębi się istotnie. Według przedstawicieli grupy obecność w branży motoryzacyjnej może stać się przewagą konkurencyjną wobec słabnącej pozycji finansowej części rywali.

Ryzyko cen surowców i mechanizmy indeksacji. Mechanizm indeksacji cen stosowany jest wyłącznie w kontraktach dla segmentu mieszanek, natomiast w pozostałych biznesach ceny są zasadniczo stałe dla określonego wolumenu i okresu. W przeszłości (pandemia, wojna w Ukrainie) przeniesienie wyższych cen surowców na klientów zajmowało nawet ok 12 miesięcy. Zmiana składu surowcowego jest alternatywą, ale jest procesem czasochłonnym i trudnym do wdrożenia w krótkim

czasie. W kontekście konfliktu w Zatoce Perskiej spółka wskazuje, że wpływ cen może być opóźniony i trudny do przewidzenia.

Rys. 5. Sanok RC: kwartalna ścieżka marży operacyjnej w podziale na segmenty biznesowe

	Motoryzacja	Budownictwo	Przemysł i rolnictwo	Mieszanki	Pozostałe	SUMA
1Q24	11.8%	27.3%	10.9%	10.2%	20.9%	13.4%
2Q24	14.8%	21.6%	19.3%	33.8%	26.9%	18.9%
3Q24	12.6%	26.9%	19.7%	8.2%	40.2%	15.5%
4Q24	13.1%	25.9%	16.8%	13.9%	32.4%	16.4%
1Q25	12.2%	21.5%	17.8%	12.0%	43.0%	15.2%
2Q25	14.2%	26.7%	18.9%	15.9%	18.3%	17.4%
3Q25	9.9%	25.9%	20.5%	11.9%	50.3%	16.2%
4Q25	17.3%	23.8%	18.0%	15.9%	7.4%	17.7%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Rys. 6. Sanok RC: wybrane dane finansowe

PLNmIn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Przychody	1,385	1,446	1,446	1,470	1,594	1,701
EBITDA	119	150	141	148	167	192
EBIT	57	86	65	65	93	117
Zysk netto	57	74	53	44	64	84
P/E (x)	6.5	7.2	10.9	12.8	8.8	6.7
EV/EBITDA (x)	4.3	4.0	6.3	5.4	4.7	3.9
Stopa FCF*	4.5%	7.0%	1.6%	12.6%	0.6%	6.9%
Stopa dywidendy	0.0%	5.8%	5.2%	7.1%	3.9%	5.7%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * stopa rentowności wolnych przepływów operacyjnych

Santander Biuro Maklerskie

Adres korespondencyjny:

ul. Kolorowa 8

60-198 Poznań

e-mail: bm.sekretariat@santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@santander.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@santander.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@santander.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@santander.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@santander.pl

**Rejestrujemy połączenia z klientami.*

Rozmowy ze wskazanych numerów są nagrywane.

Zespół Analiz Giełdowych

Dr Kamil Stolarski, CFA, *Menadżer Zespołu Analiz Giełdowych
Banki, Ubezpieczyciele, Strategia*

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrzcz, *Analitik Akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT*

Tomasz Sokołowski, *Analitik Akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce*

Michał Sopieli, *Analitik Akcji
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe*

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

Piotr Zielonka, CFA, *Analitik Akcji
Gry, Strategia*

Marcin Działek, *Analitik Akcji
Analiza Techniczna*

UJAWNIEŃ

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

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

Santander 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 Santander 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 Santander Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego. Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander 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 Santander Allianz Polska SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Santander 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 Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośredniego lub pośredniego powiązanych 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 Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander 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 Santander 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 Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

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

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

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

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

Santander 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 Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Santander 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 Santander 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. Santander 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.

Santander Biuro Maklerskie, Erste Bank Group AG i/lub podmioty powiązane mogą 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. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Santander 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 Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander 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.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należyta 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 ani 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. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander 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.santander.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 są wyznaczane z terminem do 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 Santander 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 Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej 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 lub Damodaran). 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 zaprzęstało swojej działalność. 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 kształtowania marż zysku; (vi) innowacje technologiczne mogą zakłócać funkcjonowanie rynków, zmniejszając konkurencyjność niektórych produktów lub usług; (vii) panujące nastroje na rynkach kapitałowych mają bezpośredni wpływ na poziomy wyceny; (viii) 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 Santander Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

W Santander 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 Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander 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 Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone