

Quasi-cykliczna ekspozycja na tradycyjną ekonomię

Rekomendacja: Neutralnie. Cena docelowa (gru'26): 24.6 zł

Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Sanok RC SA, jednocześnie pozostawiając niezmienną rekomendację Neutralnie, ale obniżając cenę docelową (w horyzoncie do grudnia 2026) do 24.6 zł (25.2 zł poprzednio). Podtrzymujemy nasze zdanie, że pozycjonowanie spółki na generalne trendy sektorowe pozostaje neutralne, a w niektórych obszarach nawet lekko sprzyjające. W ostatnich tygodniach na pierwszy plan wysunęły się jednak ryzyka biznesowe związane z cenami surowców oraz ich dostępnością. Jesteśmy w tym kontekście lekkimi optymistami, niemniej, z uwagi na większą niepewność w średnim terminie nieco niższe założenia zarówno dla średnioterminowego efektu cenowego, jak i wolumenowego, wobec pierwotnych założeń. W naszej opinii, skuteczna realizacja transakcji M&A, wydaje się jedną z głównych szans, które stoją przed grupą, w średnim okresie.

2025 w pigułce. 2025 był okresem intensywnej pracy nad wzmocnieniem pozycji rynkowej oraz dalszą realizacją kluczowych założeń strategicznych. Wydaje się, że spółka wykorzystwała otoczenie makro do częściowej odbudowy marż, jak też wzmocnienia fundamentów pod dalszy rozwój (wysoka generacja gotówki).

Dynamizacja otoczenia makroekonomicznego. W ostatnich tygodniach na pierwszy plan wysunęły się ryzyka biznesowe związane z cenami surowców oraz ich dostępnością, co jest w bezpośredni sposób związane z konfliktem zbrojnym w Zatoce Perskiej. Sanok RC historycznie udowodnił, że dobrze odnajduje się również w zmiennym środowisku makroekonomicznym, co do możliwości osiągnięcia założeń strategicznych. W tym wypadku, istotny jest poziom zmienności oraz okresu czasu, w jakim wpływa ona na rynek. Na ten moment uważamy, że pozycjonowanie spółki na trendy biznesowe pozostaje neutralne / lekko sprzyjające. Mając to na uwadze, przyjęliśmy nieco niższe założenia zarówno dla średnioterminowego efektu cenowego, jak i wolumenowego, co obniża nieco naszą ścieżkę prognoz wyników finansowych, wobec pierwotnych założeń.

Dystrybucja zysków do akcjonariuszy. 3 kwietnia Sanok RC ogłosił zaproszenie do sprzedaży do 3.69mn akcji własnych po 21.5 zł za sztukę. Jednocześnie, oczekujemy że grupa wypłaci również dywidendę z zysku 2025. Może ona być jednak zauważalnie niższa niż w latach poprzednich, ze względu na skup akcji własnych, realizację strategii wzrostu przez M&A oraz wyższą zmienność cen materiałów.

1Q26P prognoza (wstępna). Szacujemy, że Grupa Sanok RC może odnotować przychody na poziomie ok PLN382mn, EBITDA / EBIT na poziomie odpowiednio PLN37.1mn / PLN16.1mn oraz zysku netto w kwocie ok. PLN11mn w 1Q26P. Jak szacujemy, wszystkie segmenty biznesowe mogą kontrybuować pozytywnie do wyników skonsolidowanych.

Ryzyka i szanse. Zarówno ryzyka jak i szanse łączymy głównie z trendami makroekonomicznymi oraz globalną sytuacją polityczną. Wśród czynników specyficznych wymieniamy geograficzną bliskość konfliktu w Ukrainie oraz ekspozycję na wzrost kosztów pracy i energii w Polsce.

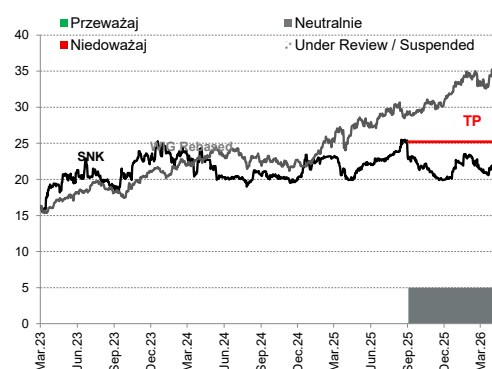
Wycena i rekomendacja. Średnia ważona wycena metodą DCF, porównawczą oraz TMV, implikuje cenę docelową (w perspektywie do grudnia 2026E) w wysokości 24.6 zł/akcję, co implikuje 12% potencjał wzrostu. W efekcie nasza rekomendacja to Neutralnie.

Dane finansowe (rok do grudnia)

PLN mln	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	1,446	1,446	1,470	1,587	1,690	1,796
EBITDA	150	141	148	149	173	186
EBIT	86	65	65	66	87	96
Zysk netto	74	53	41	47	66	73
C/Z (x)	7.2	10.9	14.7	12.6	9.0	8.0
EV/EBITDA (x)	4.0	6.3	5.5	5.2	4.2	3.7
Stopa FCF*	7.0%	1.6%	9.7%	-0.3%	7.8%	8.9%
Stopa dywidendy	5.8%	5.2%	6.2%	3.5%	4.8%	6.7%

Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *stopa rentowności w/wolnych przepływach operacyjnych

Rekomendacja	Neutralnie
Cena docelowa (PLN, gru'26)	24.6
Cena (PLN, 7 kwietnia 2026)	21.9
Kapitalizacja (PLNmiln)	589
Free float (%)	89.0
Liczba akcji (mln)	26.9
Poprzedni raport opublikowany 12 września 2025:	
Rekomendacja	Neutralnie
TP (PLN, gru'26)	25.2



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni udziałowcy	% głosów
Michał Kiciński	16.73
Marek Łęcki	11.04
NN PTE	10.06
PTE PZU	10.06
PTE Allianz Polska	6.94
Sanok Rubber Company	6.25

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@santander.pl

Spis treści

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	3
WYCENA.....	4
2025 W PIGUŁCE – PODSUMOWANIE KLUCZOWYCH TRENDÓW.....	7
PROGNOZY FINANSOWE	15
WYNIKI KWARTALNE – PROGNOZA 1Q26P	21

*W całym raporcie przyjęliśmy anglosaską notację:
kropka – jako separator znaków dziesiętnych,
przecinek – jako separator tysięcy.*

Podsumowanie inwestycyjne

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

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody (PLNmnn)	1,385	1,446	1,446	1,449	1,587	1,690	1,795.91
Przychody r/r (%)	18.2%	4.3%	0.1%	0.2%	9.6%	6.5%	6.2%
Przychody kraj (PLNmnn)	450	480	425	429	478	498	536
Przychody eksport (PLNmnn)	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%	69.9%	70.6%	70.1%
RZiS – wybrane pozycje (PLNmnn; %)							
Marża zysku brutto	62	64	75	83	84	87	89
Marża zysku brutto vs. przychody	18%	19%	21%	22%	22%	23%	23%
EBITDA	119	150	141	148	149	173	186
EBITDA vs. przychody	9%	10%	10%	10%	9%	10%	10%
EBIT	57	86	65	65	66	87	96
EBIT vs. przychody	4%	6%	5%	4%	4%	5%	5%
Zysk netto	57	74	53	41	46	65	73
Zysk netto vs. przychody	4%	5%	4%	3%	3%	4%	4%
KSIOZ	173	196	241	252	276	294	312
KSIOZ vs. przychody	12%	14%	17%	17%	17%	17%	17%
Koszty sprzedaży	43	42	43	45	50	53	56
Koszty sprzedaży vs. przychody	3%	3%	3%	14%	14%	14%	14%
Koszty ogólnego Zarządu	130	154	198	207	227	241	256
Koszty ogólnego Zarządu vs. przychody	9%	11%	14%	14%	14%	14%	14%
Koszty rodzajowe (PLNmnn)							
D&A	62	64	75	83	84	87	89
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	322	363	449	449	475	499	542
Materiały i energia	742	780	709	685	767	810	853
Usługi obce	106	116	120	119	129	137	145
Podatki i opłaty	9	11	12	12	12	13	14
Pozostałe koszty	24	22	35	39	41	43	46
Bilans – wybrane elementy (PLNmnn)							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	92	123	46	121	94	112	125
Aktywa całkowite	1,017	1,030	1,205	1,220	1,219	1,236	1,251
Dług netto	200	156	319	301	271	244	220
Kapitał	547	589	581	569	590	628	661
RPP – wybrane elementy (PLNmnn)							
Przepływy operacyjne	78	183	55	116	105	141	147
Przepływy inwestycyjne	-59	-80	-237	11	-74	-66	-69
Przepływy finansowe	-10	-72	105	-51	-57	-57	-65
Wskaźniki zadłużenia							
Dług netto (PLNmnn)	137	59	301	203	197	150	111
Dług netto/EBITDA (x)	1.2	0.4	2.1	1.4	1.3	0.9	0.6
Dług netto/(DN+Kapitał) (x)	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
Wskaźniki inne							
EBIT r/r (%)	49%	51%	-24%	-1%	1%	32%	11%
ZYSK NETTO r/r	86%	31%	-28%	-22%	12%	41%	12%
ROA (%)	6%	7%	4%	3%	4%	5%	6%
ROE (%)	11%	13%	9%	7%	8%	11%	11%
ROIC (%)	8%	12%	7%	6%	7%	9%	10%
ROCE (%)	7%	12%	7%	7%	7%	9%	10%
DPS (PLN)	0.00	1.16	1.11	1.40	0.92	1.03	1.46
STOPA DYWIDENDY (%)	0%	6%	5%	6%	4%	5%	7%
FCFE yield (%)	5%	7%	2%	10%	0%	8%	9%
C/AKCJA (PLN)	2.1	2.8	2.0	1.5	1.7	2.4	2.7
WK/AKCJA (PLN)	20.3	21.9	21.6	21.2	22.0	23.3	24.6
Wskaźniki wyceny							
C śr. /Z (x)	8.6	6.1	10.5	14.3	12.9	9.0	8.1
EV śr. /EBITDA (x)	5.2	3.4	6.1	5.4	5.3	4.3	3.8
C/WK (x)	0.7	0.9	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/PRZYCHODY (x)	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4

Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

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	12.8%
Stopa wolna od ryzyka	5.0%
Premia za ryzyko	1.5%
Stopa podatkowa	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.3%
%KO	27%
%KW	73%
WACC	10.8%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, *wartość w okresie rezidualnym

Tab. 3. Zmiany w prognozie

PLNm	2026P			2027P			2028P		
	New	Previous	Change	New	Previous	Change	New	Previous	Change
Sprzedaż	1,587	1,594	0%	1,690	1,701	-1%	1,796	1,793	0%
EBITDA	149	167	-11%	173	192	-10%	186	194	-4%
EBIT	66	93	-29%	87	117	-26%	96	118	-18%
Zysk netto	47	63	-26%	66	83	-21%	73	84	-13%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 4. Wycena DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	1,587	1,690	1,796	1,881	1,959
EBIT	66	87	96	98	109
Podatek od EBIT	-11	-14	-16	-17	-20
NOPAT	54	73	81	80	90
Amortyzacja	84	87	89	92	96
Zmiany w kapitale obrotowym	26	11	15	17	17
Inwestycje netto	77	69	71	75	76
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	35	79	84	81	91
WACC	10.7%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
Wartość bieżąca FCF	32	65	62	54	55
Wartość bieżąca FCF 2026-30E	266				
Wzrost rezidualny	1.5%				
Wartość rezidualna (TV)	790				
Wartość bieżąca TV	474				
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	740				
Dług netto (-)	202.6				
Wycena opcji inwestycyjnej Teknikum (-)	57.2				
Wartość akcji własnych	41.2				
Wartość bieżąca kapitału (BOP; EV)	522				
Liczba akcji (mn)	26.9				
Wartość bieżąca EV na akcję (PLN)	19.4				
Wyłacone dywidendy (PLN)	0.0				
Cena docelowa (gru'26; PLN)	22.0				

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Tab. 5. Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja			C/Z			EV/EBITDA		
	Cena	Waluta	(EURm)	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Sanok Rubber Company	21.9	PLN	138	12.6	9.0	8.0	5.2	4.2	3.7
Polska									
Mangata Holding SA	67	PLN	105	n.a.	n.a.	n.a.	6.3	5.9	n.a.
Grupa Kety SA	1002	PLN	2,307	15.3	13.4	11.8	9.7	9.0	8.1
Amica SA	50.8	PLN	92	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	3.4	n.a.
Apator SA	22.8	PLN	174	11.8	12.2	11.0	5.5	5.5	5.3
Sanok Rubber Co SA	21.9	PLN	138	19.4	11.5	n.a.	5.9	5.1	n.a.
Stalprodukt SA	229	PLN	289	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mediana				15.3	12.2	11.4	5.9	5.5	6.7
Europa									
OC Oerlikon Corp AG Pfaffikon	3.18	CHF	1,168	8.0	15.1	13.0	8.8	8.2	7.9
Gestamp Automocion SA	3.005	EUR	1,729	7.7	6.7	6.2	3.4	3.2	3.0
Continental AG	61.72	EUR	12,344	10.5	9.0	8.5	5.7	5.2	5.0
SAF-Holland SE	16.18	EUR	734	8.3	7.2	6.7	n.a.	n.a.	n.a.
CIE Automotive SA	26.9	EUR	3,223	9.0	8.4	7.9	5.9	5.6	5.3
GEA Group AG	60.95	EUR	9,923	19.4	17.8	16.4	9.8	9.2	8.6
ElringKlinger AG	5.73	EUR	363	10.1	6.2	4.6	3.8	3.2	2.6
Hexpol AB	71.65	SEK	2,241	13.3	12.2	11.6	8.6	8.1	8.0
Trelleborg AB	351.6	SEK	7,385	19.1	16.9	15.2	11.3	10.4	9.9
Mediana				10.1	9.0	8.5	7.3	6.9	6.6
Pozostałe geografie									
Yokohama Rubber Co Ltd/The	6010	JPY	5,404	9.5	8.1	7.3	6.1	5.4	5.0
Exco Technologies Ltd	7.245	CAD	171	8.3	5.9	n.a.	4.0	n.a.	n.a.
Crane Co	175.35	USD	8,750	26.3	23.1	20.6	17.8	15.9	14.7
ITT Inc	196.25	USD	15,162	26.1	22.9	21.1	15.9	14.1	13.6
PACCAR Inc	118.2	USD	53,754	20.7	17.3	15.6	14.9	12.4	10.8
Magna International Inc	54.13	USD	13,013	8.0	7.0	6.8	4.9	4.6	4.6
Dana Inc	33.35	USD	3,157	12.6	9.4	8.2	8.5	7.5	7.0
Mediana				12.6	9.4	11.9	8.5	9.9	8.9
<i>Polska: premia/dyskonto vs. mediana</i>				-17.7%	-26.3%	-29.6%	-12.1%	-23.0%	-43.9%
<i>Europa: premia/dyskonto vs. mediana</i>				25.5%	-0.4%	-5.4%	-27.9%	-38.2%	-43.4%
<i>Pozostałe geografie: premia/dyskonto vs. mediana</i>				-0.1%	-4.5%	-32.4%	-38.7%	-57.2%	-58.0%

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 6. wycena porównawcza: Implikowana cena za akcję (PLN) *

	P/E 2026P-28P	EV/EBITDA 2026P-28P	Średnia
Spółki krajowe	29.1	32.7	30.9
Spółki europejskie	20.9	37.9	29.4
Spółki z pozostałych geografii	25.7	37.9	31.8
Średnia wartość na akcję*	25.5	35.3	30.4

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *50% spółki krajowe / 50% spółki zagraniczne

Tab. 7. Metoda TMV (target multiple valuation) : implikowana cena za akcję (PLN)

PLNmnn	2026P	2027P	2028P	Średnia
Docelowy wskaźnik EV/EBITDA (x)	5.7	6.3	6.9	6.3
EBITDA	149	173	186	
EV	857	1,093	1,290	
Dług netto	197	150	111	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	660	943	1,180	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	24.6	35.1	43.9	34.5
Docelowy wskaźnik P/E (x)	12.4	13.0	13.7	13.0
Net profit	46	65	73	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	575	850	1,000	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	21.4	31.6	37.2	30.1
Wagi				
EV/EBITDA	50%			
P/E	50%			
Średnia wartość na akcję (PLN)	23.0	33.4	40.5	32.3

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

W metodzie TMV, za referencyjny poziom wskaźników dla roku 2026P przyjęliśmy ich odpowiednie średnie dla lat 2023-25, powiększone subiektywnie o ok 30%. Takie podejście uzasadniamy zbyt dużym dyskontem do spółek z grupy porównawczej, przy uwzględnieniu parametrów ekonomicznych biznesu. 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 o 5% r/r.

Tab. 8. Wycena na akcję (PLN)

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	22.0	24.0	-9%
Wycena porównawcza (oparta na 2026-28P)	30.4	29.6	3%
TMV (target multiple valuation)	31.4	24.6	28%
Wycena ważona (PLN, gru'26)*	24.6	25.2	-2%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, * DCF 70% / CV 20% / TMV 10%.

W naszym modelu wyceny, opartym o metodę DCF wskazującą na 22.0 zł na akcję (waga 70%), wycenę porównawczą wskazującą na 30.4 zł na akcję (waga 20%) oraz TMV implikującą wycenę w wysokości 32.3 zł na akcję (waga 10%), ustalamy cenę docelową na poziomie 24.6 zł w horyzoncie do grudnia 2026.

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.

2025 w pigułce – podsumowanie kluczowych trendów

Wyniki biznesowe w przekroju segmentów operacyjnych

Sanok RC wskazał, że rok 2025 był okresem intensywnej pracy nad wzmocnieniem pozycji rynkowej oraz dalszą realizacją kluczowych założeń strategicznych. Grupa kontynuowała doskonalenie działalności operacyjnej oraz dywersyfikację portfela klientów, koncentrując się na maksymalizacji marż operacyjnych.

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

Segment biznesowy	2021	2022	2023	2024	2025
Motoryzacja	673.0	803.6	845.0	715.4	657.1
Budownictwo	147.6	171.9	197.9	198.0	199.7
Przemysł i rolnictwo	206.7	233.4	219.2	373.9	438.4
Mieszanki	113.8	133.3	129.7	113.4	134.6
Pozostałe	30.5	46.5	53.9	45.7	40.1
Suma	1,171.7	1,388.6	1,445.6	1,446.4	1,470.0

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

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

Segment biznesowy	2021	2022	2023	2024	2025
Motoryzacja	57%	58%	58%	49%	45%
Budownictwo	13%	12%	14%	14%	14%
Przemysł i rolnictwo	18%	17%	15%	26%	30%
Mieszanki	10%	10%	9%	8%	9%
Pozostałe	3%	3%	4%	3%	3%
Suma	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

W ujęciu skonsolidowanym Sanok RC zwiększył w 2025 roku przychody w segmencie przemysłowym o 17% r/r (+64mn zł r/r), przy czym wzrost ten w znacznym stopniu wynikał z pełnego roku konsolidacji, przejętego w 2 kw. 2024 r., Teknikum. Segment przemysłowy odpowiadał za 30% skonsolidowanej sprzedaży. Sprzedaż w segmencie mieszanek wzrosła o 21mn zł (+19% r/r), natomiast segment budownictwa odnotował 2mn zł wyższe przychody niż rok wcześniej (+1% r/r). Wzrosty te skompensowały spadek przychodów segmentu motoryzacyjnego (45% ogólnej sprzedaży) o 8% r/r oraz segmentu obejmującego pozostałą działalność – m.in. sanatoria – o 12% r/r.

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

	2021	2022	2023	2024	2025
Motoryzacja	10.7%	11.3%	12.8%	13.0%	13.4%
Budownictwo	22.6%	19.3%	25.6%	25.4%	24.6%
Przemysł i rolnictwo	14.6%	14.1%	13.3%	17.6%	18.8%
Mieszanki	27.3%	24.9%	25.0%	32.7%	30.6%
Pozostałe	15.1%	21.2%	24.3%	29.2%	26.6%
Grupa	14.6%	14.4%	16.1%	18.0%	18.5%

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

W perspektywie kolejnych lat grupa podkreśla, że przemysł motoryzacyjny – będący nadal kluczowym segmentem działalności – mierzy się w Europie z istotnymi zawirowaniami, wynikającymi z rosnącej konkurencji producentów samochodów, napięć geopolitycznych oraz wzrostu kosztów produkcji. Czynniki te wpływają na funkcjonowanie głównych kontrahentów Sanok RC i wymagają od grupy dodatkowego wysiłku w dostosowaniu się do oczekiwań rynku. W związku z tym zarząd zamierza konsekwentnie realizować kierunki rozwoju oparte na dalszej dywersyfikacji segmentów biznesowych w celu ograniczenia wpływu działalności motoryzacyjnej na wyniki całej grupy. Ponadto Sanok RC zamierza aktywnie poszukiwać nowych obszarów wzrostu, w tym poprzez akwizycje.

Struktura geograficzna sprzedaży

W 2025 roku przychody Sanok RC osiągnęły łącznie PLN1,470.0mn, z czego zdecydowana większość – podobnie jak w poprzednich latach – pochodziła z rynków zagranicznych. Eksport odpowiadał za ok. 71% sprzedaży, co potwierdza utrzymujące się silne uplasowanie grupy na rynkach międzynarodowych. Sprzedaż krajowa wyniosła PLN429.1mn, co oznacza stabilizację na poziomie zbliżonym do tego w 2024 r.

Największym i rosnącym rynkiem pozostaje Unia Europejska, która wygenerowała PLN831.5mn przychodów (PLN+47mn r/r). Segment ten odpowiadał za ponad 56% całkowitego eksportu i blisko 57% skonsolidowanych przychodów, co czyni go kluczowym filarem działalności spółki.

Sprzedaż do Europy Wschodniej ponownie wyraźnie spadła, do PLN22.0mn z PLN37.0mn w 2024 r. (-41% r/r). Od kilku lat stanowi to odzwierciedlenie ograniczeń handlowych oraz czynników geopolitycznych wpływających na popyt w regionie.

Przychody z kategorii „pozostałe kraje” obniżyły się z PLN200.2mn do PLN187.3mn (PLN-13mn r/r), co sugeruje osłabienie sprzedaży na rynkach pozaeuropejskich, choć poziom pozostaje historycznie wysoki.

Podsumowując, geograficzny profil sprzedaży w 2025 r. wskazuje na dalsze wzmocnienie zależności grupy od rynków UE, przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnej sprzedaży krajowej i dalszych spadkach w regionach wschodnich oraz pozaeuropejskich. Utrwalony udział eksportu potwierdza silną pozycję konkurencyjną Sanok RC na rynkach zagranicznych, ale jednocześnie podkreśla rosnącą wrażliwość na wahania popytu globalnego i uwarunkowania geopolityczne.

Tab. 12. Geograficzna struktura przychodów (1/2; PLNmn)

Geograficzny obszar sprzedaży	2021	2022	2023	2024	2025
Kraj	381.8	449.7	479.5	424.6	429.1
Eksport	789.9	938.9	966.1	1,021.8	1,040.9
UE	538.5	689.0	691.3	784.6	831.5
Europa Wschodnia	46.8	44.2	45.1	37.0	22.0
Pozostałe kraje	204.7	205.7	229.6	200.2	187.3
Suma	1,171.7	1,388.6	1,445.6	1,446.4	1,470.0

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Oferta produktowa

W 2025 r. Grupa Sanok RC wygenerowała PLN1,470.0mn przychodów, z czego ok. 45% pochodziło z wyrobów dla motoryzacji (PLN657.1mn), mimo dalszego spadku r/r.

Jednocześnie wyraźnie wzrosły segmenty przemysłowe – m.in. wyroby dla przemysłu górniczego (PLN113.2mn), mieszanki gumowe (PLN134.6mn) oraz węże przemysłowe (PLN62.6mn) – wzmacniając dywersyfikację portfela. Struktura sprzedaży potwierdza malejącą dominację motoryzacji i rosnące znaczenie nowych oraz przemysłowych linii produktowych. Struktura sprzedaży w ujęciu produktowym za rok 2025 wydaje się być głównie efektem przejęć, jakie miały miejsce w ostatnich latach (BSP Bracket System Polska oraz grupa Teknikum.) oraz realizowanej strategii głębszej dywersyfikacji sektorowej (nakierowanej na mniejsze uzależnienie grupy od trendów panujących w branży motoryzacyjnej).

Tab. 13. Struktura przychodów w ujęciu głównych grup produktowych (PLNmn)

Grupa produktowa	2021	2022	2023	2024	2025
Wyroby dla motoryzacji	673.0	803.6	845.0	715.4	657.1
Mieszanki gumowe	113.8	133.3	129.7	113.4	134.6
Uszczelki stolarkowe	79.7	90.6	105.2	98.1	92.1
Wyroby dla przemysłu górniczego	0.0	0.0	0.0	87.5	113.2
Pasy klinowe	84.2	88.3	77.9	72.1	69.4
Maszyny rolnicze i części zamienne do maszyn	76.7	87.8	74.2	64.3	74.5
Uszczelki samoprzylepne	68.0	81.3	72.6	63.1	57.7
Węże przemysłowe	0.0	0.0	0.0	41.8	62.6
Wyroby z plastiku i pianki	0.0	0.0	0.0	40.9	57.1
Elementy mocowania fasad	0.0	0.0	20.0	36.8	50.0
Usługi sanitarjno - wypoczynkowe	12.2	16.4	20.9	22.9	24.7
Pozostałe wyroby	1.3	2.6	18.0	20.2	20.8
Usługi przemysłowe	17.0	27.4	31.2	19.8	13.7
Inne wyroby przemysłowe i rolnicze	21.7	26.5	20.7	19.6	17.3
Wyroby dla farmacji	15.4	18.7	15.7	16.2	17.4
Wyroby AGD	8.6	12.0	14.4	14.3	7.8
Suma	1,171.7	1,388.6	1,445.6	1,446.4	1,470.0

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Czynniki mające wpływ na wyniki operacyjne i finansowe

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

1. **Otoczenie konkurencyjne** przekładające się m.in. na politykę handlową klientów oraz dostawców.
2. **Trendy makroekonomiczne** (np. poziom inflacji oraz stóp procentowych, sytuację na rynku pracy, kursy walut, głównie EUR/PLN etc.) i wynikającą z nich sytuację gospodarczą na głównych rynkach docelowych grupy;
3. Zmiany **ceny surowców** oraz czynników energetycznych.
4. **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.
5. **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),
6. **Czynniki pogodowe.**

7. **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 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 pozostaje niezmienna. 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.

Kluczowe kierunki strategiczne:

1. Wzrost organiczny segmentów o wysokiej marżowości.

Główne inicjatywy w przekroju biznesowym:

- Biznes mieszanek: zbudowanie wizerunku jako 'custom compounder' oraz dalszy rozwój i optymalizacja technologii, połączone z wdrażaniem innowacyjnych rozwiązań;
 - Biznes infrastruktury: dywersyfikacja produktowa z naciskiem na rozwój produktów w obszarze przepon i membran, utrzymanie pozycji lidera rynku w zakresie uszczelnień samoprzylepnych oraz przeznaczonych do systemów wentylacyjnych;
 - Biznes przenoszenia napędu: dywersyfikacja portfela klientów i ekspansja geograficzna;
 - Biznes medyczny: ekspansja geograficzna wraz z postępującą silną dywersyfikacją produktową;
 - Biznes motoryzacji: maksymalne wykorzystanie zbudowanych mocy produkcyjnych, ograniczenie lub wygaszanie działalności o niskiej marżowości, wykorzystanie know-how w obszarze elektromobilności, intensyfikacja R&D, a także kontynuacja filozofii LEAN;
2. Wzrost nieorganiczny zorientowany na rozwój segmentów perspektywicznych i transformacji w kierunku dostaw systemowych poprzez akwizycje w segmentach non-automotive, z intencją wsparcia procesu zrównoważonej dywersyfikacji i wzrostu wartości EBITDA.
 3. Uelastycznienie modelu organizacyjnego umożliwiającego skuteczną realizację wzrostu organicznego oraz sprawną integrację nowych jednostek w grupie.

Główne inicjatywy w przekroju biznesowym:

- Biznes motoryzacji: maksymalne wykorzystanie zbudowanych mocy produkcyjnych, ograniczenie lub wygaszanie działalności o niskiej marżowości, wykorzystanie know-how w obszarze elektromobilności;
- Wszystkie jednostki: intensyfikacja R&D, a także kontynuacja filozofii LEAN.

Charakterystyka kosztów operacyjnych

Struktura kosztów rodzajowych grupy koresponduje z jej produkcyjnym profilem. W ujęciu kosztów rodzajowych największą kategorię kosztową stanowi zużycie materiałów i energii, a kolejną najistotniejszą grupą wydatków są koszty pracownicze. Przy relatywnie stabilnym w ostatnim czasie trendzie wzrostu wynagrodzeń w Polsce, grupa Sanok RC jest mocno ekspozycja na ryzyko wzrostu cen głównych surowców produkcyjnych.

Tab. 14. Koszty rodzajowe na poziomie skonsolidowanym (PLNm)

Rodzaj wydatku	2021	2022	2023	2024	2025
Amortyzacja	63.3	61.7	64.0	75.1	83.3
Zużycie materiałów i energii	595.2	742.2	779.8	708.9	684.8
Usługi obce	110.3	106.2	115.6	120.0	119.1
Podatki i opłaty	11.5	9.3	11.0	11.6	11.8
Wynagrodzenia	239.8	259.2	292.8	363.2	361.3
Świadczenia pracownicze	59.7	63.5	70.0	85.7	85.1
Pozostałe	11.0	23.9	21.8	35.3	38.7
Suma	1090.8	1266.0	1,355.0	1,399.8	1,384.1
Zmiana stanu zapasów i produktów	-65.4	-57.4	-76.2	-106.2	-91.5
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-23.6	-26.3	-9.3	-18.8	-9.7
Koszty sprzedaży	-37.5	-43.6	-41.8	-43.1	-45.2
Koszty ogólnego zarządu	-125.1	-131.0	-154.0	-195.1	-206.9
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	839.2	1,007.7	1,073.7	1,036.6	1,030.9
Koszt własny pozostałych przychodów	31.6	28.3	8.1	17.3	14.2
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	92.3	109.3	88.6	89.7	108.0
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	963.0	1,145.3	1,170.4	1,143.7	1,153.1

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

W 2025 r. koszty rodzajowe Grupy Sanok RC wyniosły łącznie PLN1,384.1mn, pozostając nieznacznie poniżej poziomu 2024 r., mimo istotnych zmian w strukturze kosztowej. Największą pozycję nadal stanowiło zużycie materiałów i energii – PLN684.8mn, co odpowiadało za blisko 50% wszystkich kosztów; po dwóch latach wzrostów pozycja ta obniżyła się r/r, wspierając marżowość operacyjną. Drugą największą kategorią były wynagrodzenia – PLN361.3mn, które utrzymały się na zbliżonym poziomie do 2024 r., podobnie jak świadczenia pracownicze – PLN85.1mn, pozostające pod presją rynku pracy.

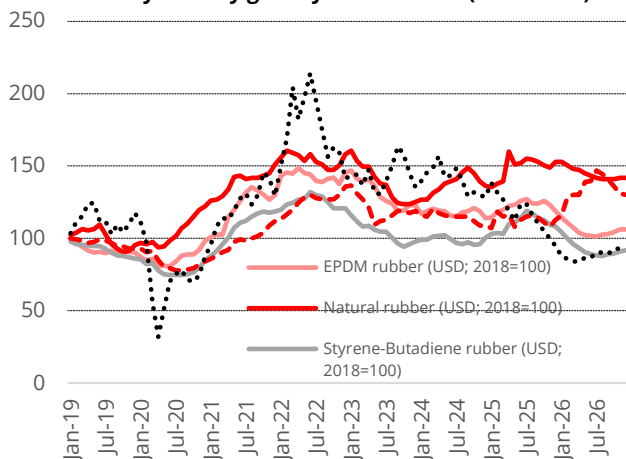
Koszt amortyzacji wzrósł do PLN83.3mn, co odzwierciedla pełny wpływ nowych inwestycji oraz konsolidacji aktywów przejętych w 2024 r. Pozycja usług obcych była stabilna r/r i wyniosła PLN119.1mn, natomiast kategoria pozostałe koszty zwiększyła się do PLN38.7mn,

odzwierciedlając m.in. rosnące koszty administracyjne. Ogółem struktura kosztowa w 2025 r. wskazuje na spadek presji kosztowej w obszarze surowców, stabilizację kosztów pracy oraz rosnący udział pozycji amortyzacyjnych.

Do głównych surowców produkcyjnych można zaliczyć:

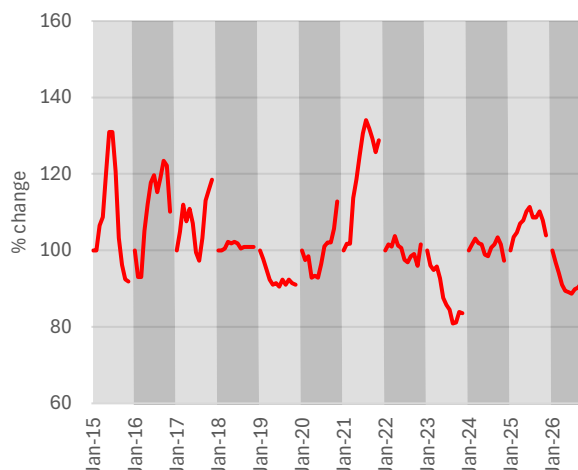
- Kauczuki syntetyczne i naturalne;
- Sadze techniczne;
- Plastyfikatory;
- Środki chemiczne, w tym oleje;
- Tworzywa sztuczne;
- Metale takie jak stali czy aluminium;
- Bawełna.

Tab. 15. Trendy cenowe głównych surowców (2018 = 100)



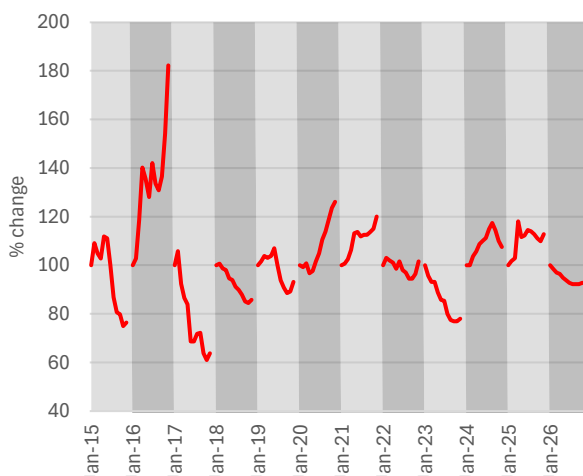
Źródło: BAnalytiq.com, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 16. EPDM – zmiana cen w ujęciu rocznym



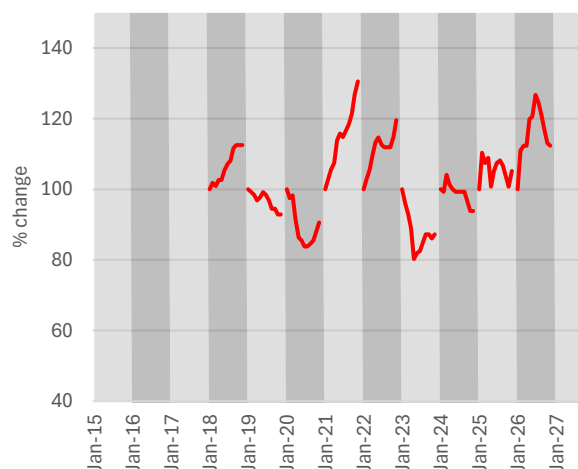
Źródło: BAnalytiq.com, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 17. Kauczuk naturalny – zmiana cen w ujęciu rocznym



Źródło: BAnalytiq.com, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 18. Sadze – zmiana cen w ujęciu rocznym

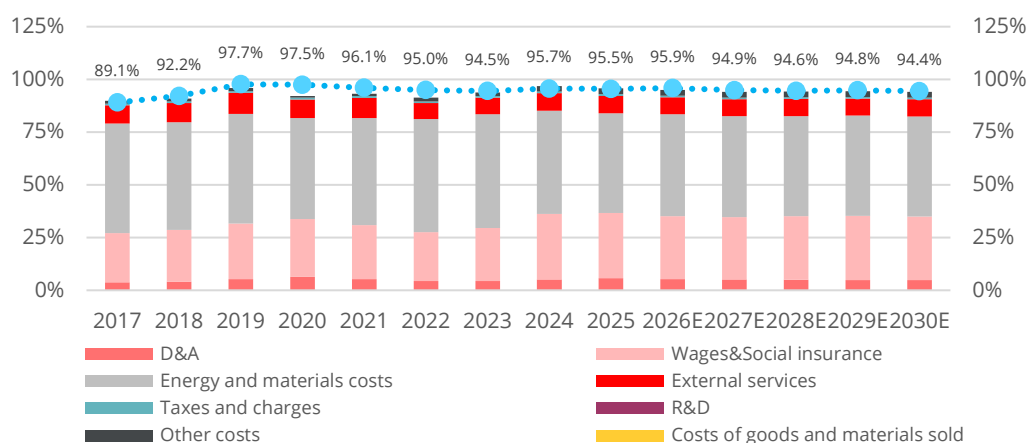


Źródło: BAnalytiq.com, Santander Biuro Maklerskie

Podobnie jak w poprzednich latach, główne źródła dostaw surowców i materiałów bezpośrednich do produkcji pochodziły w większości 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.

Rok 2025 w naszej opinii przyniósł stabilizację trendów cenowych, jeżeli chodzi o główne materiały wykorzystywane do produkcji. W połączeniu z relatywnie silnym bilansem grupy, przełożyło się to na szanse biznesowe w postaci poprawy realizowanych marż operacyjnych, mimo uporczywie stłumionego popytu w segmencie motoryzacyjnym oraz przemysłowym. Początek roku 2026 przyniósł odbicie zmienności rynkowej, co naturalnie przekłada się na pogorszenie średnioterminowego profilu ryzyka inwestycyjnego jeżeli chodzi o grupę. Mając jednak na uwadze bardzo bogate doświadczenia Sanok RC w działaniu w zmiennym środowisku makroekonomicznym, pozostajemy umiarkowanymi optymistami, co do perspektyw grupy w średnim terminie.

Tab. 19. Prognozowana struktura kosztów rodzajowych



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Kierunki inwestycyjne

CAPEX i działania związane ze zwiększeniem efektywności wykorzystania surowców pierwotnych.

Działania i zasoby związane z wykorzystaniem zasobów oraz gospodarką o obiegu zamkniętym koncentrują się głównie na zmniejszaniu ilości powstających odpadów, zapewnieniu możliwości ich recyklingu oraz prowadzeniu procesów w sposób ograniczający zużycie zasobów pierwotnych.

Wypracowany system zarządzania odpadami, obejmuje ich selektywną zbiórkę w celu umożliwienia ich dalszego przetwarzania lub bezpiecznego unieszkodliwiania, gdy ich wykorzystanie nie jest już możliwe. Zarządzanie obejmuje również regularną rejestrację ilości i rodzajów odpadów, co pozwala na bieżące monitorowanie wskaźników poziomu ich wytwarzania oraz identyfikację obszarów wymagających optymalizacji. Ponadto, w procesie poszukiwania odbiorców odpadów, spółka zwraca szczególną uwagę na możliwość poddania

ich recyklingowi, co wspiera realizację celów GOZ (gospodarki o obiegu zamkniętym) i ogranicza ilość odpadów trafiających do innych procesów. Każdy odbiorca odpadów jest weryfikowany pod kątem zgodności z wymaganiami prawnymi, co gwarantuje ich zagospodarowanie zgodnie z obowiązującym prawem.

Tab. 20. Ścieżka wydatków inwestycyjnych w rozbiciu na segmenty operacyjne (PLNmnn)

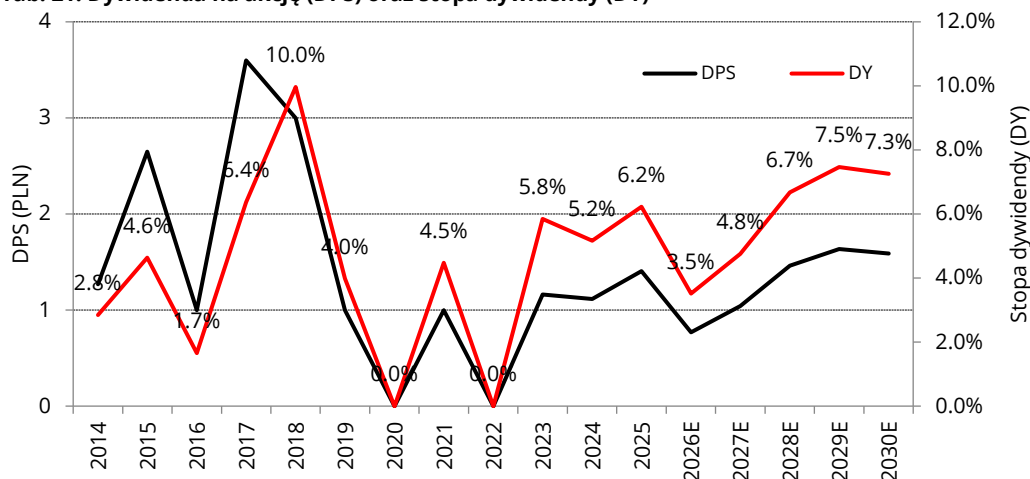
	2021	2022	2023	2024	2025
Motoryzacja	10.6	8.1	18.4	14.3	11.8
Budownictwo	1.0	10.0	3.6	1.6	0.9
Przemysł i rolnictwo	3.6	2.7	13.7	4.1	6.2
Mieszanki	8.3	31.5	8.7	21.5	3.7
Pozostałe	15.7	24.9	21.4	66.0	43.1
Suma	39.1	77.2	65.9	107.6	65.8

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Dystrybucja / podział zysku netto

Sanok RC nie posiada zdefiniowanej polityki dywidendowej. 3 kwietnia Sanok RC ogłosił zaproszenie do sprzedaży do 3.69mn akcji własnych po 21.5 zł za sztukę. Dla przypomnienia, w lutym akcjonariusze spółki upoważnili zarząd do nabywania akcji własnych w celu ich umorzenia. Z uchwały wynikało, że w ramach programu, spółka może nabyć nie więcej niż 5 376 384 akcji, a cena nabycia akcji powinna mieścić się w przedziale 10,00 - 22,50 zł. Niezależnie, oczekujemy że grupa wypłaci również dywidendę z zysku 2025, przy czym z uwagi na skup, może ona być zauważalnie niższa niż w latach poprzednich. Czynnikiem, jaki dodatkowo może wpływać na skłonność grupy do mniejszej potencjalnej dystrybucji zysków do akcjonariuszy jest strategiczny kierunek wzrosty poprzez przejęcia, które to wymagają pewnego buforu kapitałowego. Poziom ten jednak, zależny jest od kalendarza oczekiwanych transakcji oraz ich wielkości.

Tab. 21. Dywidenda na akcję (DPS) oraz stopa dywidendy (DY)



Źródło: Sanok, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Otoczenie rynkowe

Główne trendy determinujące popyt w przekroju segmentów biznesowych

Jak już nadmieniliśmy w części dotyczącej ryzyk biznesowych, oczekujemy, że rok 2026 przyniesie większą zmienność, a tym samym niepewność, co do kształtu, a w skrajnym wypadku nawet dostępności surowców. Środowisko takie, w naszej opinii, mimo negatywnego wydzwieku, może oferować również różne szanse biznesowe. Zgodnie z naszym podejściem, zakładamy wyśredkowane założenia co do inflacji kosztów oraz możliwości ich przełożenia na ceny końcowe produktów. Sanok RC historycznie udowodnił, że dobrze czuje się również w zmiennym środowisku makroekonomicznym, co do możliwości osiągania założeń strategicznych. W tym wypadku, istotny jest poziom zmienności oraz okresu czasu, w jakim wpływa ona na rynek. Na ten moment uważamy, że pozycjonowanie spółki na trendy biznesowe pozostaje neutralne / lekko sprzyjające.

Pozycja konkurencyjna

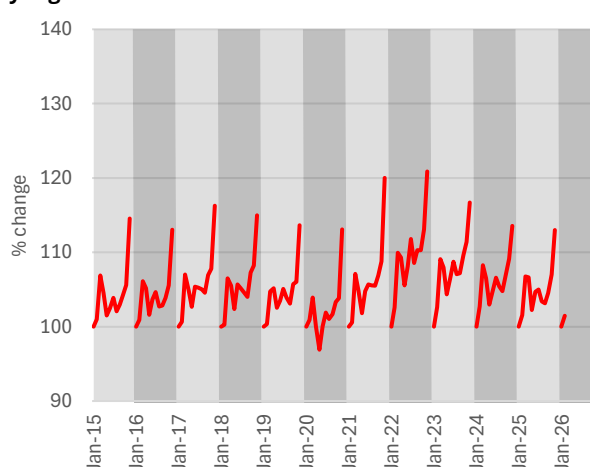
Model biznesowy Sanok RC opiera się na długim łańcuchu wartości, kompetencjach produkcyjnych, elastyczności projektowej oraz stabilnej kondycji finansowej. Ostatnie zmiany strukturalne na rynku wymusiły konsolidację aktywów w celu poprawy efektywności operacyjnej i finansowej, co nie wpływa negatywnie 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. 22. Polska – skumulowana zmiana średniego wynagrodzenia brutto (2018 = 100)



Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 23. Polska – śródroczna zmiany średniego wynagrodzenia brutto



Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

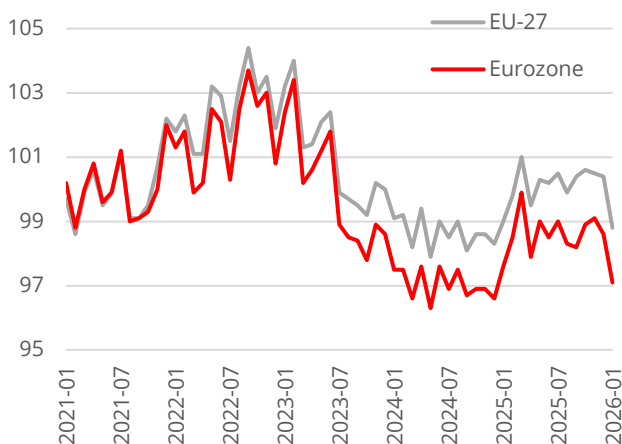
Czynniki specyficzne

Przy ocenie perspektyw wyników operacyjnych / finansowych grupy, warto pamiętać, że dominujący w strukturze przychodowej segment nie odzwierciedla idealnie struktury rynku

motoryzacyjnego jeżeli chodzi o głównych producentów. Grupa Sanok historycznie współpracowała z wybranymi markami (np. BMW, Volvo) oraz dostawcami Tier-1 / Tier-2, angażując się jednocześnie w pojedyncze projekty dla innych klientów, które odpowiadały z góry przyjętymi założeniami, ambicjom marżowym, czy też oferowały atrakcyjną marżowość z uwagi na swoją unikatowość jeżeli chodzi o wymagania technologiczne. Elementem, który jest charakterystyczny dla grupy, jest dość wysoka koncentracja aktywów produkcyjnych w Polsce, co stanowi odpowiedź na strukturalne zmiany na rynku, jakie zaszły w ostatnim czasie.

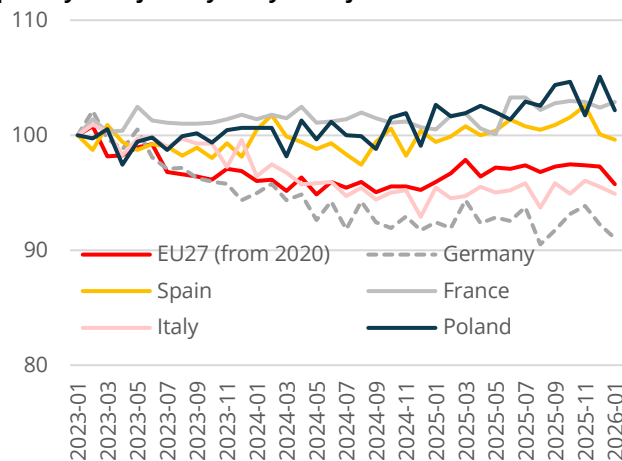
Z punktu widzenia szacowanych przyszłych przepływów pieniężnych, zwracamy uwagę na relatywnie ograniczony potencjał wzrostu organicznego, zakładając aktualną stabilną bazę aktywów. Na poziomie grupy, szacujemy go na ten moment na ok 15-20% w perspektywie średnioterminowej, co naturalnie tworzy pewne 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 (różnica ok 60 mln zł w roku 2029E). Z uwagi na bardzo uznaniowy charakter M&A, nie są one w pełni odzwierciedlone w przedstawianym przez nas scenariuszu rynkowym dla grupy w perspektywie średnio- / długoterminowej.

Tab. 24. Skumulowana dynamika produkcji przemysłowej w Europie



Źródło: Eurostat, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 25. Porównanie skumulowanej dynamiki produkcji przemysłowej dla wybranych krajów UE

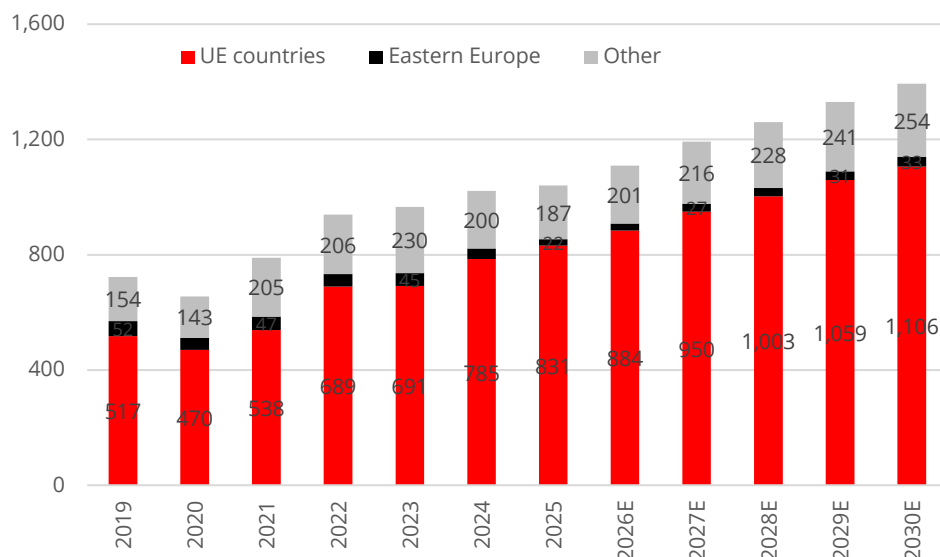


Źródło: Eurostat, Santander Biuro Maklerskie

Prognozy wyników finansowych

Jak to miało miejsce w przypadku raportu inicjującego dla Sanok RC, nasze prognozy wskaźników operacyjnych oraz finansowych opieramy na oczekiwaniach, co do kierunku rozwoju głównych KPI grupy. Bazujemy przy tym na wynikach osiągniętych w ostatnich kwartałach, jak też planowych zmianach w strukturze asortymentowej grupy (sukcesywnie malejący udział produkcji dedykowanej dla sektora motoryzacyjnego), czy trendach makroekonomicznych. 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.

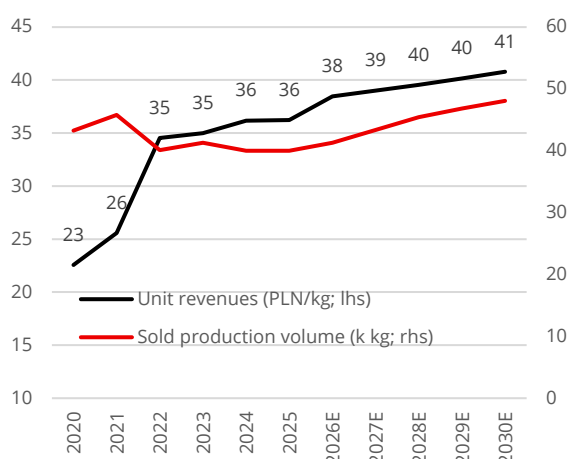
Tab. 26. Prognozowana geograficzna struktura sprzedaży (PLNm)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

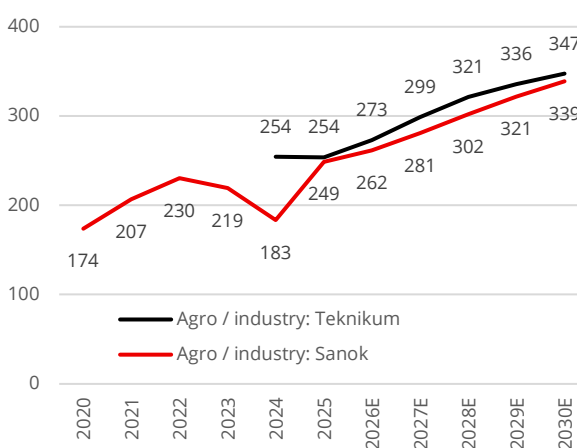
Nasze aktualne założenia modelowe wskazują na sprzedaż eksportową, jako główny kierunek wzrostu wyników (poprzez dodatni efekt wolumenowy), a tym samym kluczowy czynnik budowy wartości grupy. Zakładamy, że spodziewany sukcesywny spadek udziału biznesu motoryzacyjnego w strukturze sprzedaży (z blisko 50% w roku 2024, do ok 46% w 2030P) może przekładać się na stopniową ekspansję przychodów jednostkowych. Wycena zakłada dodatkowo stabilną kontrybucję synergii wynikających z realizowanych transakcji M&A, co powinno wspierać efekt dźwigni operacyjnej oraz zwiększać potencjał do realizacji kolejnych podobnych transakcji.

Tab. 27. Szacowane przychody jednostkowe grupy



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 28. Prognozowana ścieżka przychodów dla segmentu przemysł i rolnictwo

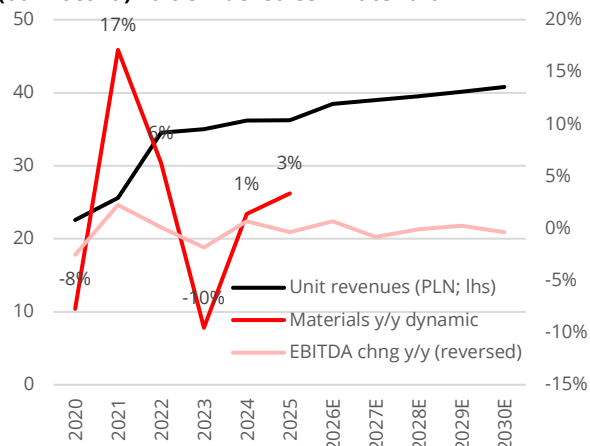


Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Niezmiennie, w długim terminie, wkomponowujemy w wycenę zarówno pozytywny efekt wolumenowy, jak i cenowy, przy czym ten pierwszy jest istotnie wyższy. Co do struktury kosztowej, zakładamy jej dalszą optymalizację, przy czym, jak szacujemy, wiele efektów poczynionych prac jest już widoczne w wynikach. Wzrost płac jest tym elementem, który może negatywnie obciążać bieżący rachunek wyników, ale uważamy, że, przynajmniej w

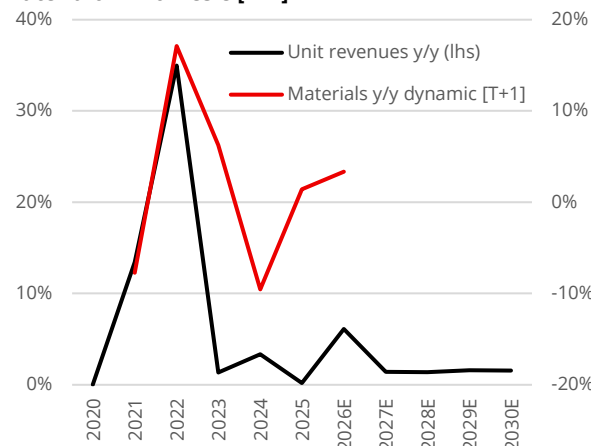
krótkim terminie, jego dynamika nieco spowolni, pozwalając zarządowi bardziej skupić się na innych obszarach biznesowych.

Tab. 29. Przychody jednostkowe i marża EBITDA (odwrócona) na tle indeksu cen materiałów



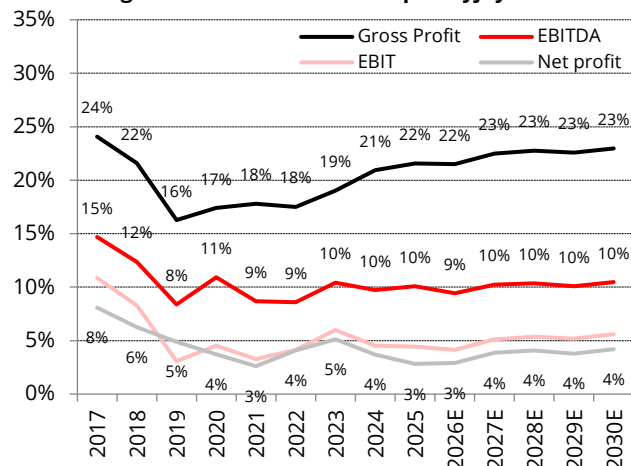
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 30. Przychody jednostkowe vs. dynamika cen materiałów w okresie [T+1]



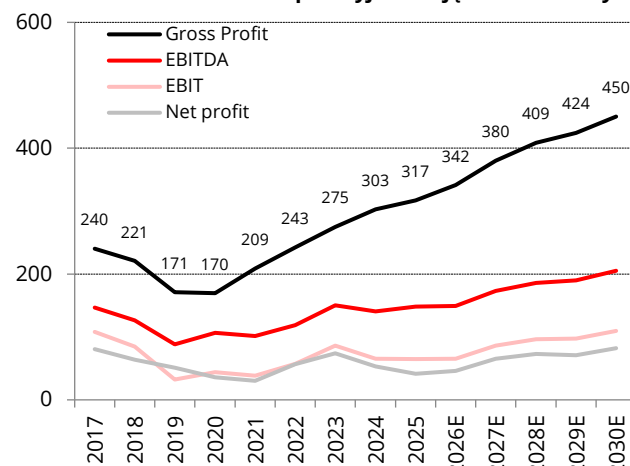
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 31. Prognozowana ścieżka marż operacyjnych



Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

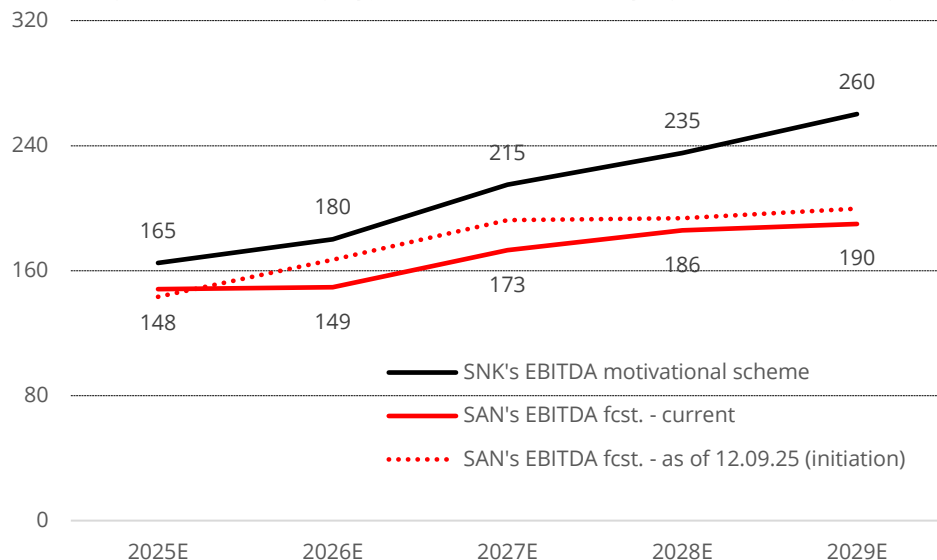
Tab. 32. Szacowane marże operacyjne w ujęciu nominalnym



Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Z uwagi na oczekiwaną wyższą zmienność jeżeli chodzi o ceny materiałów, a także uporczywą niepewność co do perspektyw branż, na które Grupa Sanok RC ma ekspozycję, przyjęliśmy nieco niższe założenia zarówno dla średnioterminowego efekty cenowego, jak i wolumenowego. W efekcie, obniżamy nieco nasze prognozy wyników finansowych wobec pierwotnych założeń. Wizualizacja zmian jest zaprezentowana na wykresie zatytułowanym „Prognozowana EBITDA grupy Sanok RC vs. założenia programu motywacyjnego”.

Tab. 33. Prognozowana EBITDA grupy Sanok RC vs. założenia programu motywacyjnego*

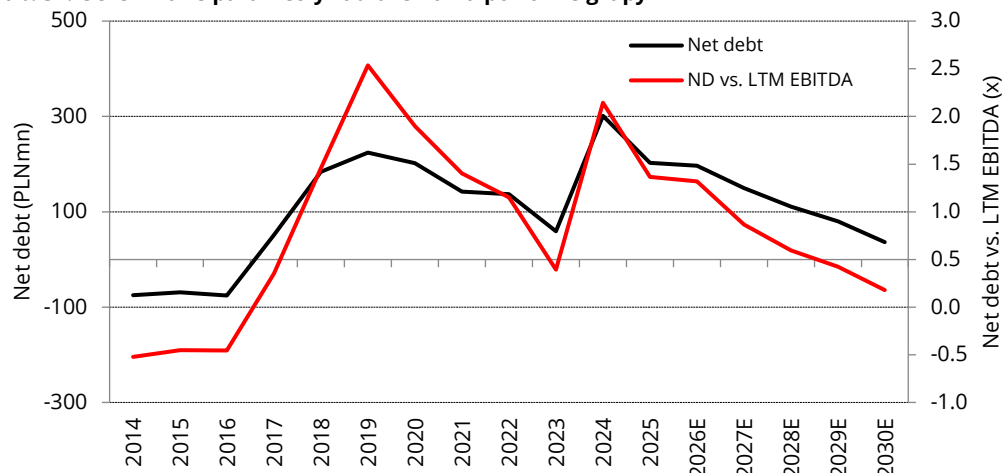


Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *bez uwzględnienia przyszłych ewentualnych transakcji M&A

Zadłużenie i konwersja EBITDA na przepływy operacyjne

Grupa wygenerowała w 2025 roku blisko 156mn zł przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, a wskaźnik długu netto do EBITDA obniżył się z 2,1x na koniec września 2025 roku do 1,7x na koniec grudnia 2025. Dla szerszego kontekstu, w latach 2020-2024 wskaźnik konwersji EBITDA na przepływy operacyjne Sanok RC wyniósł średnio blisko 100%. Uważamy, że to wynik satysfakcjonujący i warty odnotowania. Nasza aktualna prognoza na lata 2026-30E zakłada średni wskaźnik konwersji EBITDA na przepływy operacyjne na poziomie ok. 78%. Uważamy, że grupa zachowa potencjał do regularnej dystrybucji zysków do akcjonariuszy, jak też realizacji strategii wzrostu przez transakcje M&A.

Tab. 34. Oczekiwane parametry zadłużenia na poziomie grupy*



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

Tab. 35. Rachunek zysków i strat

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody skonsolidowane	1,385	1,446	1,446	1,470	1,587	1,690	1,796	1,881
KWS	1,143	1,170	1,144	1,153	1,231	1,295	1,377	1,446
Zysk brutto	243	275	303	317	342	380	409	424
SG&A	173	196	241	252	276	294	312	327
Pozostałe przychody operacyjne netto	2	7	3	0	0	0	0	0
EBITDA	119	150	141	148	149	173	186	190
Zysk operacyjny	57	86	65	65	66	87	96	98
Przychody (koszty) finansowe netto	0	-1	-8	-5	-5	-5	-5	-6
Zysk przed opodatkowaniem	58	85	57	60	60	82	92	91
Podatek dochodowy	0	-9	-2	-16	-11	-14	-16	-17
Zysk netto	57	74	53	41	47	66	73	71
Marża brutto	17.5%	19.0%	20.9%	21.6%	21.5%	22.5%	22.8%	22.6%
Marża EBITDA	8.6%	10.4%	9.7%	10.1%	9.4%	10.2%	10.3%	10.1%
Marża operacyjna	4.1%	6.0%	4.5%	4.4%	4.1%	5.1%	5.4%	5.2%
Marża zysku netto	4.1%	5.1%	3.7%	2.8%	2.9%	3.9%	4.1%	3.8%

Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 36. Bilans

PLNmn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa obrotowe	570	568	544	606	619	655	692	722
Aktywa trwałe	443	461	661	614	605	584	564	544
Aktywa razem	1,017	1,030	1,205	1,220	1,224	1,240	1,256	1,266
Zobowiązania krótkoterminowe	240	277	279	247	253	257	262	265
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	595	632	666	693
Zobowiązania ogółem	1,017	1,030	1,205	1,220	1,224	1,240	1,256	1,266
Dług netto (DN)	137	59	301	203	192	145	106	76
DN / LTM EBITDA	1.2	0.4	2.1	1.4	1.3	0.8	0.6	0.4

Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 37. Rachunek przepływów pieniężnych

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	78	183	55	116	105	141	148	147
Przepływy z inwestycji	-59	-80	-237	11	-74	-66	-69	-72
Przepływy z tytułu finansowania	-10	-72	105	-51	-53	-57	-66	-68
W tym dywidendy	0	-31	-30	-38	-21	-28	-39	-44
Zmiana środków pieniężnych netto	10	31	-77	75	-22	18	13	7

Źródło: Spółka, Szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wyniki kwartalne – prognoza 1Q26P

Skrócony opis wyników 4 kw. 2025 / prognoza wyników 1 kw. 26P (wstępna)

Szerszą charakterystykę wyników 4Q25 / 2025 przedstawiliśmy w dedykowanym raporcie z dnia 24 marca 2026. Na potrzeby krótkiego przypomnienia, Grupa Sanok odnotowała w 4Q25 satysfakcjonujące wyniki finansowe, osiągając przychody na poziomie PLN394mn oraz EBITDA / EBIT na poziomie odpowiednio PLN36mn / PLN14.5mn. Co istotne, do wzrostu wyników r/r kontrybuowały wszystkie segmenty działalności spółki. Podkreślamy również pozytywne efekty optymalizacji kosztów oraz restrykcyjną alokację kapitału, które pozytywnie kontrybuowały do ogólnego obrazu sytuacji finansowej grupy na koniec 2025.

Tab. 38. Sanok RC: wybrane pozycje sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym (1/2)

PLNmn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	y/y	q/q	FY23	FY24	FY25
Przychody	357.4	389.4	365.9	357.3	7%	-2%	1,446	1,446	1,470
EBITDA	28.7	43.0	40.6	36.0	26%	-11%	151	141	148
EBITDA %	8.0%	11.1%	11.1%	10.1%	152.4	-102.3	10.5%	9.7%	10.1%
EBIT	8.7	22.1	19.8	14.5	74%	-27%	87	65	65
EBIT %	2.4%	5.7%	5.4%	4.0%	155.8	-135.4	6.0%	4.5%	4.4%
Zysk netto	7.2	13.4	11.1	12.6	146%	14%	75	54	44
ZN %	2.0%	3.4%	3.0%	3.5%	199.1	49.3	5.2%	3.7%	3.0%
Przepływy operacyjne	32.5	33.0	34.3	55.8	50%	63%	188	125	156
Dług netto (DN)	236	225	247	203	-33%	-18%	59	301	203
DN / LTM EBITDA	1.7	1.6	1.8	1.4	-0.8	-0.4	0.4	2.1	1.4
Koszty sprzedaży (KS)	62.9	65.3	57.7	66.1	1%	15%	195.8	240.7	252.1
KS vs. przychody	17.6%	16.8%	15.8%	18.5%	-1.2	2.7	13.5%	16.6%	17.1%

Źródło: Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Jeżeli chodzi o prognozę oczekiwań wyników 1Q26E, to spodziewamy się, że spółka może wykazać relatywnie dobre wyniki w każdym segmencie biznesowym, co powinno stanowić kontynuację tendencji obserwowanych w 4Q25. Źródłem niepewności pozostaje potencjalny wpływ niskich temperatur w okresie styczeń – luty oraz konfliktu w Zatoce Perskiej na skonsolidowane wyniki grupy. Jeżeli chodzi o ten pierwszy czynnik, to spodziewamy się negatywnego efektu wolumenowego, ale bez istotnych ujemnych odchyłań r/r. Co do wojny w Iranie, przyjmujemy dość kontrowersyjnie, że mogła ona być nawet katalizatorem dla popytu, z uwagi na potencjalne obawy o dostępność produktów, jak też ich cen, w kolejnych miesiącach. Prognozujemy spadek długu netto kw/kw do blisko 190 mln zł (implikowany wskaźnik długu netto / LTM EBITDA w wysokości 1.2x).

Tab. 39. Sanok RC: wybrane pozycje sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym (2/2)

PLNmn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	y/y	q/q	FY25	LTM
Przychody	357.4	389.4	365.9	357.3	382.2	7%	7%	1,470	1,495
EBITDA	28.7	43.0	40.6	36.0	37.1	29%	3%	148	157
EBITDA %	8.0%	11.1%	11.1%	10.1%	9.7%	166.0	-36.9	10.1%	10.5%
EBIT	8.7	22.1	19.8	14.5	16.1	85%	11%	65	72
EBIT %	2.4%	5.7%	5.4%	4.0%	4.2%	177.0	15.3	4.4%	4.8%
Zysk netto	7.2	13.4	11.1	12.6	11.1	54%	-12%	44	48
ZN %	2.0%	3.4%	3.0%	3.5%	2.9%	88.0	-62.9	3.0%	3.2%
Przepływy operacyjne	32.5	33.0	34.3	55.8	31.8	-2%	-43%	156	155
Dług netto (DN)	236	225	247	203	190	-19%	-6%	203	190
DN / LTM EBITDA	1.7	1.6	1.8	1.4	1.2	-0.5	-0.1	1.4	1.2
Koszty sprzedaży (KS)	62.9	65.3	57.7	66.1	66.5	6%	1%	252.1	255.7
KS vs. przychody	17.6%	16.8%	15.8%	18.5%	17.4%	-0.2	-1.1	17.1%	17.1%
Przychody w podziale na segmenty									
Motoryzacja	168.5	172.0	157.4	159.3	175.2	4%	10%	657	664
Budownictwo	42.0	48.7	56.6	52.4	44.1	5%	-16%	200	202
Przemysł i rolnictwo	107.1	125.6	107.1	98.6	110.3	3%	12%	438	442
Mieszanki	75.1	73.9	77.4	70.2	81.1	8%	16%	296	302

Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Santander Brokerage Poland

Jana Pawła II Avenue 17
00-854 Warszawa

Equity Research

Kamil Stolarski, PhD, CFA, <i>Head of Equity Research Banks, Insurers, Strategy</i>	tel. (+48) 785 854 224	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst Telecommunications, Metals & Mining, Power</i>	tel. (+48) 517 881 837	pawel.puchalski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst Oil&Gas, Pharma & Biotech, CEE Non-Financials</i>	tel. (+48) 665 617 768	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst Construction, Real Estate, IT</i>	tel. (+48) 695 102 199	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokołowski, <i>Equity Analyst Consumer, E-commerce</i>	tel. (+48) 695 201 141	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst Industrials, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 693 720 651	michal.sopiel@santander.pl
Piotr Zielonka, CFA, <i>Equity Analyst Gaming, Strategy</i>	tel. (+48) 512 727 035	piotr.zielonka@santander.pl
Marcin Działek, <i>Analyst Technical Analysis</i>	tel. (+48) 665 610 596	marcin.dzialek@santander.pl

Sales & Trading

Mateusz Choromański, CFA, <i>Head of Sales Securities Broker, Investment Advisor</i>	tel. (+48) 22 586 80 82	mateusz.choromanski@santander.pl
Alex Kamiński	tel. (+48) 22 586 80 63	alex.kaminski@santander.pl
Błażej Leśków, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 83	blazej.leskow@santander.pl
Michał Stępkowski, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 85 15	michal.stepkowski@santander.pl
Marek Wardzyński, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 87	marek.wardzynski@santander.pl
Adam Mizera, ACCA, CFA, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 85 14	adam.mizera@santander.pl

*We record calls with customers.
Calls from the numbers indicated are recorded.

DISCLOSURES

All of the views expressed in this report reflect the personal views of the Analyst of Equity Research Team in Santander Brokerage Poland which is a separate organizational unit of Santander Bank Polska S.A. ("Santander Bank Polska"), who is the author of this report. Santander Brokerage Poland emphasizes that this document is going to be updated at least once a year.

Over the last 12 months Santander Bank Polska has received remuneration for providing non-investment banking services for: **Sanok Rubber Company SA**.

Santander Brokerage Poland is a party to the agreement with Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (Warsaw Stock Exchange), which subject is issuing recommendations related to **Sanok Rubber Company SA** under the "Support Program for Analytical Coverage" organized by the Warsaw Stock Exchange. In this respect, Warsaw Stock Exchange has the proprietary rights to the reports related to these companies.

Based on the provisions of the agreement with Warsaw Stock Exchange, which Santander Brokerage is a party, within the next 12 months Santander Brokerage Poland will receive remuneration for the preparation of recommendations regarding **Sanok Rubber Company SA**, as part of the "Support Program for Analytical Coverage".

The issuer / issuers this report relates to, may hold shares of Santander Bank Polska in the amount of less than 5% of the total issued capital.

Santander Bank Polska Group, its affiliates, representatives or employees may occasionally undertake transactions or may be interested in acquiring securities of companies directly or indirectly related to those being analysed.

Santander Bank Polska or its affiliates may, from time to time, to the extent permitted by law, participate or invest in financing transactions with issuer / issuers this report relates to, perform services for or solicit business from such issuers and/or have a position or effect transactions in the financial instruments issued by these issuers (especially in relation to the services provided by PTE Santander Allianz SA), as a result Santander Bank Polska may be indirectly connected with these issuers. a

Santander Bank Polska does not rule out that in the period of preparing this report any Affiliate of Santander Bank Polska might purchase shares of the Issuer or any financial instruments being the subject of this report which may cause reaching at least 0,5% of the share capital.

Subject to the above, the Issuer is not bound by any contractual relationship with Santander Bank Polska, which might influence the objectivity of the recommendations contained in this report.

However, it cannot be ruled out that, in the period in which this report is in force, Santander Bank Polska will submit an offer to provide services for the issuer / issuers this report relates to, or will purchase or dispose of financial instruments issued by these issuers or whose value depends on the value of financial instruments issued by these issuers.

With the exception of remuneration from the Santander Brokerage Poland Analysts do not receive any other form of compensation for recommendations made. Remuneration received by the persons who prepare this report may be dependent, in an indirect way, from financial results gained from investment banking transactions, related to financial instruments issued by the Issuer, made by Santander Brokerage Poland or its Affiliates.

Global statistics showing the distribution of recommendations and the share of companies for which Santander Bank Polska SA has provided investment banking services over the last 12M in the set of all companies covered by the Santander Brokerage are available at: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>.

A list of all recommendations on any financial instrument or issuer that were disseminated by Santander Brokerage Poland during the preceding 12 month period is available at: <http://centruminformacji.santander.pl/fileserver/item/1501616>

LIMITATION OF LIABILITY

This report was produced by Santander Brokerage Poland which is a separate organizational unit of Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) with its registered office in Warsaw. Santander Brokerage Poland and brokerage activity conducted by Santander Brokerage Poland is subject to the supervision of the Financial Supervision Commission with its headquarters in Warsaw.

Santander Brokerage Poland is subject to the regulations of the Act on Trading in Financial Instruments dated July 29th 2005 (Journal of Laws of 2018, item 2286 - consolidated text, further amended), Act on Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organised Trading, and Public Companies dated July 29th 2005 (Journal of Laws of 2019 item 623 - consolidated text, further amended), Act on Capital Market Supervision dated July 29th 2005 (Journal of Laws of 2019, item 1871 - consolidated text, further amended). This report is addressed to qualified investors and professional clients as defined under the above indicated regulations and to Clients of Santander Brokerage Poland entitled to gain research reports based on the brokerage services agreements.

Santander Brokerage Poland may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. The investments and services contained or referred to in this report may not be suitable for particular investor and it is recommended to consult an independent investment advisor in case of doubts about such investments or investment services. Nothing in this report constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate to investor's individual circumstances, or otherwise constitutes a personal recommendation to particular investor.

Erste Bank Group AG and/or its affiliates, incl. Santander Bank Polska may, from time to time, to the extent permitted by law, participate or invest in financing transactions with the issuer / issuers this report relates to, perform services for or solicit business from such issuers and/or have a position or effect transactions in the financial instruments issued by these issuers. Santander Brokerage Poland may, to the extent permitted by applicable Polish law, UK law and other applicable law or regulation, effect transactions in the financial instruments before this report is published to recipients.

Santander Brokerage Poland, Erste Bank Group AG and/or its affiliates, may have issued, and may in the future issue, other research reports that may be inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and Santander Brokerage Poland is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Santander Brokerage Poland informs that success in past recommendations is not a guarantee of success in future ones.

Information and opinions contained herein have been compiled or gathered, with due care and diligence, by Santander Brokerage Poland from sources believed to be reliable, however Santander Brokerage Poland cannot ensure their accuracy or completeness. Investor shall be responsible for conducting their own investigation and analysis of the information contained or referred to in this report and of evaluating the merits and risks involved in the financial instruments forming the subject matter of this report. The information and opinions contained herein are subject to change without any notice.

Santander Brokerage Poland is not responsible for any losses incurred by Investors which were result of investment decisions based on recommendations issued by Santander Brokerage Poland, on condition that they were prepared with due care and diligence.

This report does not constitute an offer or invitation to subscribe for or purchase or carry out transactions in any financial instruments and shall not be considered as an offer to sell or to buy any securities. This report is furnished and presented to you solely for your information and shall not be reproduced or redistributed to any other person. This report nor any copy hereof shall not be disseminated, published or distributed directly or indirectly in the United States of America, Canada, Australia, South Korea or Japan. Disseminating, publishing or distributing of this report directly or indirectly in the above countries or to any citizen or resident of these countries may be considered breach of the law or regulations related to the financial instruments in force in these countries. Dissemination, publishing or distribution of this report may be restricted by law in other countries. Persons who distribute this report shall make themselves aware of and adhere to any such restrictions. This report may be distributed in the United Kingdom to persons who have professional knowledge about investing in accordance with relevant regulations.

Opinions in this report must not be relied upon as having been authorised or approved by issuer. Santander Brokerage Poland informs that investing assets in financial instruments implies the risk of losing part or all the invested assets.

Santander Brokerage Poland indicates that the price of the financial instruments is influenced by lots of different factors, which are not or cannot be dependent from issuer and its business results. These are factors such as changing economical, law, political or tax condition. More information on financial instruments and risk connected with them can be found on www.santander.pl/inwestor section disclaimers and risk.

The decision to purchase any of the financial instruments should be made only on the basis of the prospectus, offering circular or other documents and materials which are published on general release on the basis of polish law.

Ratings definitions:

Outperform - Total return 10% above benchmark. Upside of approximately $\geq 15\%$.

Neutral - Total return 0%-10% above benchmark. Upside of approximately 5%-15%.

Underperform - Total return below benchmark. Upside of approximately $< 5\%$.

NOTE: The relevant benchmark for European Equities (including CEE Equities) is the 1Y German Bund rate +ERP (5.5%).

The definition of ratings are indicative. Recommendations may differ from these guidelines when justified due to the market factors, industry trends, company specific event, etc. In such cases, a pertinent clarification for the discrepancy is included in the report.

Target prices set from January to June are for December 31st of the current year. Target prices set from July to December are for December 31st of the following year.

Periodicity: our recommendations/ target prices for each issuer are going to be reviewed at least once a year and whenever market events so warrant.

In the Technical Analysis reports (TA reports), Santander Brokerage Poland does not apply direct investment ratings, and all opinions and elements of analysts' assessment are included in a descriptive form in the study itself.

In preparing this report Santander Brokerage Poland applied at least one of the following valuation methods: discounted cash flows (DCF), comparative, mid-cycle, dividend discount model (DDM), residual income, warranted equity method (WEV), SOTP valuation, liquidation value.

The discounted cash flows (DCF) valuation method is based on expected future discounted cash flows. One advantage of the DCF valuation method is that it takes into account all cash streams reaching Issuer and the cost of money over time. Some disadvantages of the DCF valuation method are that a large number of parameters and assumptions need to be estimated; and the valuation is sensitive to changes in those parameters.

The comparative valuation method is based on the economic rule of "one price". Some advantages of the comparative valuation method are that the analyst need only estimate a small number of parameters; the valuation is based on current market conditions; the relatively large accessibility of indicators for companies being compared; and that there is an extensive knowledge of the comparative method among investors. Some disadvantages of valuation by the comparative method are the considerable sensitivity of the results of the valuation on the choice of companies to the comparative group; the method can lead to a simplification of the picture of the company which in turn can lead to omitting certain important factors (e.g. growth dynamics, extra-operational assets, corporate governance, the repeatability of results, differences in applied accounting standards); and the uncertainty of the effectiveness of a market valuation of companies being compared.

The mid-cycle multiple valuation is based on long-term average valuation multiples of a sector or a peer group. The methodology aims to calculate a fair, through the cycle value of the company. Among its shortfalls is that at peaks and/or troughs of the cycle, the implied fair value may deviate substantially from the market's value of an analysed stock as well as the methods' reliance on the quality of external data (we usually use Bloomberg or Damodaran databases). Simplicity and average through-cycle value allowing to capture over- as well as under-valuation of a given stock are the main advantages of this methodology.

The dividend discount model (DDM) valuation is based on the net present value of the future dividends that are expected to be paid out by the company. Some advantages of the DDM valuation method are that it takes into account real cash flows to equity-owners and that the methodology is used in respect to companies with long dividend payout history. Main disadvantage of the DDM valuation method is that dividend payouts are based on a large number of parameters and assumptions, including dividend payout ratio.

Residual income method is conceptually close to the discounted cash flows method (DCF) for non-financial stocks, the difference being that it is based on expected residual income (returns over COE) rather than expected future cash flows. One advantage of this valuation method is that it captures the excess of profit potentially available to shareholders and the cost of money over time. Main disadvantage of the valuation method is that a large number of parameters and assumptions need to be estimated; and the valuation is sensitive to changes in those parameters.

The warranted equity method (WEV) is based on the formula $P/BV = (\text{two year forward ROE less sustainable growth rate}) / (\text{Cost of equity less sustainable growth rate})$ which allows estimating a fair value (FV) of a given stock in two years' time. Subsequently the FV is discounted back to today. The main advantage of the WEV method is that it is a transparent one and based on relatively short term forecasts, hence substantially reducing the margin of forecasting error. The main disadvantage in our view is that the model is based on the principle that stock price should converge towards its fair value implied by company's ROE and COE.

SOTP valuation - different assets of a company are being valued according to different valuation methods, and the sum of these valuations represents the final valuation of the company. SOTP valuation advantages / disadvantages are identical to advantages and disadvantages of the specific valuation methods used.

Liquidation value method - liquidation value is the estimated amount of money that an asset or company could be quickly sold for, such as if it were to go out of business. Then, the estimated assets value is adjusted for liabilities and liquidation expenses. One advantage of this valuation method is its simplicity. This method does not account for intangible assets as goodwill, which is the main disadvantage.

Regardless of the valuation methodology selected, the risk that the target price may not be achieved within the expected timeframe remains. It is important to consider the following risk factors: (i) macroeconomic conditions influence the overall business landscape as well as commodity prices, currency exchange rates, and interest rates; (ii) geopolitical developments affect all traded commodities, currencies, and rates, and can significantly impact market sentiment; (iii) government policies, including adjustments in taxation and sector-specific regulations, have the potential to alter corporate earnings;

Social trends drive changes in consumer behavior and preferences for products and services; (iv) competitive environment plays a crucial role in determining an organization's ability to shape profit margins; (v) technological innovations can disrupt markets, making certain products or services less competitive;

Prevailing sentiment within capital markets directly influences valuation levels; (vi) investments in foreign markets and financial instruments such as American Depository Receipts (ADRs) carry additional risks, including those associated with exchange rates, currency controls, taxation, and political, economic, and social factors.

In the opinion of Santander Brokerage Poland, this report has been prepared with all due diligence and excludes any conflict of interests which could influence its content. In Santander Bank Polska there are implemented internal regulations, which are designed to prevent conflicts of interest concerning recommendations. Physical and logic barriers are established, and the principles of documentation adequate to the type of Santander Bank Polska operations are implemented. Additionally, Santander Bank Polska introduced a number of obligations and restrictions relating to the protection of confidential information flow between organizational units.

The date and time indicated on the first page of this report represent the date and time when the report was completed; the date and time of the first dissemination of the report are determined by the date and time when the report was sent in an email to professional clients and the date and time indicated on the Investor Online website for a given report.

ANY PERSON WHO ACCEPTS THIS REPORT AGREES TO BE BOUND BY THE FOREGOING DISCLAIMER AND LIMITATIONS.

©2026 Santander Bank Polska. All Rights Reserved.