

# Sanok RC (Neutralnie, TP PLN24.6)

## Program Wsparcia Analitycznego GPW

Bloomberg: SNK PW, Reuters: SNK.WA

**CEE Equity Research**

**Przemysł, Polska**

Maj 15, 2026

**Michał Sopieli**, Analityk Akcji

+48 693 720 651

michal.sopieli@erste.pl

### Ponadprzeciętna generacja gotówki

### Przegląd Wyników za 1 kw. 2026 oraz Podsumowanie Telekonferencji z Inwestorami

Naszym zdaniem Sanok RC zaprezentował mieszane wyniki za 1 kw. 2026. Z jednej strony oczekiwaliśmy wyższych marż operacyjnych, ale z drugiej na uwagę zasługuje silna generacja przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Raportowane marże operacyjne były poniżej naszych oczekiwań głównie ze względu na słabsze wolumeny na początku 2026 roku. Powodem był również negatywny wpływ podwyższonych kosztów KSiOZ, wynikających w dużej mierze z wysokich rezerw na premie pracownicze, odzwierciedlających rosnącą presję płacową. Zarząd podkreślił jednocześnie bardziej wymagające i niepewne otoczenie operacyjne w kolejnych okresach. Generalnie uważamy, że przedstawione dane są w dużej mierze zgodne z założeniami naszego obecnego modelu wyceny.

**Fig. 1. Główne komponenty wyników kwartalnych (1/2)**

PLNmIn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	y/y	q/q	LTM
Przychody	357.4	389.4	365.9	357.3	368.2	3%	3%	1,481
EBITDA	28.7	43.0	40.6	36.0	31.9	11%	-11%	151
marża EBITDA	8.0%	11.1%	11.1%	10.1%	8.7%	62.6	-140.3	10.2%
EBIT	8.7	22.1	19.8	14.5	12.2	41%	-15%	69
marża EBIT	2.4%	5.7%	5.4%	4.0%	3.3%	88.9	-72.8	4.6%
Zysk netto	7.2	13.4	11.1	12.6	6.3	-12%	-50%	43
marża ZN	2.0%	3.4%	3.0%	3.5%	1.7%	-30.1	-180.9	2.9%
OCF*	32.5	33.0	34.3	55.8	45.3	40%	-19%	168
Dług netto	236	225	247	203	177	-25%	-13%	177
DN / LTM EBITDA	1.7	1.6	1.8	1.4	1.2	-0.5	-0.2	1.2
KSiOZ	62.9	65.3	57.7	66.1	68.3	8%	3%	257.4
% przychodów	17.6%	16.8%	15.8%	18.5%	18.5%	0.9	0.0	17.4%
Przychody po segmentach								
Motoryzacja	168.5	172.0	157.4	159.3	169.7	1%	7%	658
Budownictwo	42.0	48.7	56.6	52.4	49.9	19%	-5%	208
Rolnictwo / przemysł	107.1	125.6	107.1	98.6	100.6	-6%	2%	432
Mieszanki	75.1	73.9	77.4	70.2	78.4	4%	12%	300

Source: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie, \*saldo przepływów operacyjnych

### Analiza wyników za 1 kw. 2026

Poniżej przedstawiono główne czynniki kształtujące wyniki operacyjne i finansowe Sanok RC w I kw. 2026:

- Przychody wzrosły umiarkowanie do ok. PLN368.2mln zł (+3% r/r), głównie dzięki silnemu wzrostowi w segmencie budownictwa (+19% r/r)

oraz solidnym wynikiem w segmencie mieszanek (+4% r/r), podczas gdy przychody segmentu motoryzacyjnego pozostały stabilne (+1% r/r), a segment rolnictwo i przemysł odnotował spadek (ok. -6% r/r);

- EBITDA wzrosła do ok. PLN31.9mln (+11% r/r), przy względnie stabilnej marży na poziomie ok. 8.7% (vs ok. 8,0% w 1Q25), co wskazuje na odporność rentowności operacyjnej pomimo presji kosztowej; jednocześnie EBIT wzrósł silnie do ok. PLN12.2mln (+40% r/r), wsparty nieco niższą amortyzacją i lepszym wynikiem operacyjnym, natomiast zysk netto spadł do ok. PLN6.3mln (-13% r/r);
- Koszty SG&A wzrosły do ok. PLN68.3mln (+9% r/r), wykazując również widoczny wzrost w relacji do przychodów względem 1Q25; zgodnie z komentarzem spółki było to w dużej mierze efektem wysokich rezerw na premie, związanych z presją płacową;
- Przepływy operacyjne istotnie wzrosły do ok. PLN45.3mln zł (+39% r/r), a konwersja EBITDA na gotówkę poprawiła się r/r do ok. 4.2%, co potwierdza wysoką jakość generowanej gotówki;
- Bilans uległ wyraźnemu wzmocnieniu, przy wzroście środków pieniężnych do ok. PLN160.1 mln (wobec ok. PLN85.1 mln w analogicznym okresie roku poprzedniego) oraz spadku długu netto do ok. PLN177mln (-25% r/r);
- Poziom zadłużenia uległ istotnej poprawie, z relacją długu netto / LTM EBITDA na poziomie ok. 1.2x (lub ok. 1.5x skorygowaną) wobec ok. 1.7x r/r, co wskazuje na bezpieczny poziom lewarowania;
- Nakłady inwestycyjne były istotnie wyższe r/r (ok. PLN11.6mn vs ok. PLN-29.4mn w ujęciu gotówkowym), co wynikało jednak głównie z jednorazowego efektu w okresie bazowym.

**Fig. 2. Główne komponenty wyników kwartalnych (2/2)**

PLNm	1Q26	y/y	q/q	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	LTM
Przychody	368.2	3%	3%	1,172	1,385	1,446	1,446	1,470	1,481
EBITDA	31.9	11%	-11%	103	120	151	141	148	151
marża EBITDA	8.7%	62.6	-140.3	8.8%	8.6%	10.5%	9.7%	10.1%	10.2%
EBIT	12.2	41%	-15%	40	58	87	65	65	69
marża EBIT	3.3%	88.9	-72.8	3.4%	4.2%	6.0%	4.5%	4.4%	4.6%
Zysk netto	6.3	-12%	-50%	31	57	75	54	44	43
marża ZN	1.7%	-30.1	-180.9	2.6%	4.1%	5.2%	3.7%	3.0%	2.9%
OCF*	45.3	40%	-19%	75	92	188	125	156	168
Dług netto	177	-25%	-13%	202	143	59	301	203	177
DN / LTM EBITDA	1.2	-0.5	-0.2	1.9	1.4	0.4	2.1	1.4	1.2
KSIOZ	68.3	8%	3%	162.7	173.1	195.8	240.7	252.1	257.4
% przychodów	18.5%	0.9	0.0	13.9%	12.5%	13.5%	16.6%	17.1%	17.4%
Przychody po segmentach									
Motoryzacja	169.7	1%	7%	673	804	845	715	657	658
Budownictwo	49.9	19%	-5%	148	172	198	198	200	208
Rolnictwo / przemysł	100.6	-6%	2%	207	230	219	374	438	432
Mieszanki	78.4	4%	12%	278	349	343	289	296	300

Source: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie, \*saldo przepływów operacyjnych

### Podsumowanie telekonferencji dla inwestorów dotyczącej wyników 1Q26

Sanok RC przeprowadził 13.05.2026 telekonferencję wynikową z inwestorami, poświęconą omówieniu wyników za 1 kw. 2026. Kluczowe wnioski z prezentacji oraz sesji Q&A przedstawiono poniżej:

- I kw. '26 rozpoczął się wyraźnie poniżej oczekiwań, głównie za sprawą bardzo słabego stycznia; w kolejnych miesiącach jednak aktywność biznesowa stopniowo się poprawiała, wskazując na odbudowę dynamiki operacyjnej;
- Wzrost przychodów r/r był częściowo wsparty osłabieniem PLN w marcu, natomiast rentowność pozostawała pod presją, a zysk netto był negatywnie dotknięty m.in. wyższymi kosztami finansowymi;
- Spółka utrzymała zdyscyplinowane i konserwatywne podejście do nakładów inwestycyjnych, kontrolując poziom capex, przy jednoczesnym osiągnięciu ponadprzeciętnej konwersji EBITDA na gotówkę i istotnej poprawie poziomu środków pieniężnych kw/kw; w efekcie grupa wzmocniła bilans i osiągnęła komfortowy poziom wskaźnika dług netto / EBITDA, co wskazuje na bezpieczniejszy poziom zadłużenia;
- W ujęciu operacyjnym segment motoryzacyjny wykazał oznaki stabilizacji, choć nadal podlega istotnym zmianom strukturalnym; spółka kontynuuje strategię ograniczania ekspozycji na ten obszar oraz aktywnie dąży do uzyskiwania rekompensat cenowych od klientów; segment budownictwa odnotował solidny wzrost mimo trudnych warunków rynkowych, natomiast segment mieszanek rozwijał się głównie dzięki popytowi ze strony klientów 'automotive'; pozostałe segmenty pozostały stabilne r/r, a największy wkład do marży miały motoryzacja i budownictwo;
- Spółka wskazuje na utrzymujące się wysokie poziomy niepewności, szczególnie w kontekście dostępności i cen surowców; przyszłe trendy cenowe pozostają trudne do przewidzenia, a silna presja cenowa ze strony klientów (zwłaszcza w segmencie motoryzacyjnym) ogranicza krótkoterminowe możliwości przenoszenia rosnących kosztów;
- Zarząd podkreślił, że słabsze wyniki I kw. '26 nie powinny być traktowane jako jednorazowe odchylenie, sugerując bardziej trwałą zmianę warunków rynkowych;
- Strategia grupy pozostaje niezmienną i zakłada większy nacisk na rozwój kompleksowych rozwiązań systemowych zamiast pojedynczych produktów, co ma wspierać długoterminową konkurencyjność i dywersyfikację.

#### Podsumowanie sesji Q&A:

- Rynek surowców charakteryzuje się podwyższoną niepewnością, przy ograniczonej widoczności i braku długoterminowych gwarancji dostaw;

jednocześnie Sanok korzysta z ugruntowanych, długoterminowych relacji z dostawcami, co w średnim terminie częściowo ogranicza ryzyko podażowe;

- Dostępność surowców na 2Q26 wydaje się relatywnie zabezpieczona, jednak spółka oczekuje istotnego wzrostu kosztów wejściowych produkcji, zwłaszcza w obszarze kluczowych komponentów, takich jak kauczuk, sadza techniczna czy plastyfikatory; dodatkowo rosnące koszty transportu stają się coraz ważniejszym czynnikiem presji kosztowej;
- Zdolność spółki do przenoszenia wzrostu kosztów pozostaje ograniczona, przy czym mechanizmy cenowe pozwalające na ochronę marż funkcjonują głównie w segmencie mieszanek gumowych;
- Profil działalności Teknikum jest w dużej mierze powiązany z inwestycjami odtworzeniowymi ('replacement capex') w sektorze górniczym, a nie z nowymi inwestycjami w sprzęt, co zapewnia pewną odporność, ale ogranicza ekspozycję na cykliczny wzrost popytu na maszyny;
- Draftex pozytywnie wpłynął na ostatnie wyniki, głównie dzięki poprawie warunków kontraktowych, jednak efekt ten był częściowo ograniczany przez spadek wolumenów; dodatkowo obejmował on jednorazowy, przejściowy komponent;
- Strategie zakupowe klientów w 1Q26 obejmowały częściową akumulację zapasów w oczekiwaniu na podwyżki cen, co wspierało sprzedaż, szczególnie w marcu; efekt ten osłabł w kolejnych miesiącach ze względu na dominujący w sektorze motoryzacyjnym model 'just-in-time';
- Poziom zapasów w Grupie pozostaje na bezpiecznym poziomie, odpowiadającym ok. sześciu tygodniom produkcji, co zapewnia ciągłość operacyjną bez nadmiernego obciążenia kapitału obrotowego;
- W odpowiedzi na niepewne otoczenie rynkowe Sanok RC zrewidował plany inwestycyjne w dół i przyjął bardziej ostrożne podejście do nakładów inwestycyjnych;
- Koszty sprzedaży zostały obniżone dzięki działaniom optymalizacyjnym, jednak rosnące ceny paliw będą negatywnie wpływać na rentowność w kolejnych kwartałach (2Q–3Q26P); wzrost kosztów ogólnego zarządu wynika natomiast częściowo z tworzenia rezerw na premie pracownicze;
- Wpływ zmian kursów walutowych na rentowność pozostaje ograniczony dzięki naturalnemu zabezpieczeniu FX, m.in. poprzez obecność kosztów denominowanych w EUR, po konsolidacji Teknikum;
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej mogą ulec osłabieniu w średnim terminie, głównie ze względu na presję kosztową oraz potencjalną zmienność kapitału obrotowego;

- Czynniki zewnętrzne, takie jak warunki pogodowe, nie miały istotnego wpływu na sprzedaż w segmencie uszczelnień, co odzwierciedla systemowy charakter popytu;
- Koszty finansowe są pod kontrolą, biorąc pod uwagę aktualny poziom zadłużenia, jednak inflacja płacowa stanowi wyzwanie operacyjne w kolejnych okresach;
- W ujęciu strategicznym spółka nadal analizuje możliwości przejść, koncentrując się w szczególności na mniejszych podmiotach, a także identyfikuje potencjał wzrostu w rozwoju segmentu mieszanek oraz ekspansji w wybranych obszarach budownictwa.

*W niniejszej nocie nie wprowadzono zmian w rekomendacji, cenie docelowej ani prognozach.*

## Erste Brokerage Poland

Plac Europejski 3A  
00-844 Warszawa

### Zespół Analiz Giełdowych

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

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

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

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

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

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

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

Marcin Działek, *Analityk techniczny akcji*  
*Analiza Techniczna*

### Zespół Maklerów Transakcyjnych

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

*\*Połączenia przychodzące i wychodzące ze wskazanych numerów są nagrywane i archiwizowane. Informacje o przetwarzaniu danych dostępne są na stronie [erste.pl/RODO](https://www.erste.pl/RODO).*

**UJAWNIEŃIA**

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

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

Erste Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dotyczących **Sanok Rubber Company SA**, w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez GPW. Z tego tytułu GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do raportów odnoszących się do tych spółek. W oparciu o postanowienia umowy z GPW w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”, której Erste Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących **Sanok Rubber Company SA**.

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

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

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

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

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

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następujących 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Erste Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów. Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Erste Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Erste Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio 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. Erste Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

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

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

#### **Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:**

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

#### **Definicje rekomendacji:**

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

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

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

UWAGA: Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-roczych 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 wyznaczone 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 Erste Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Erste Biuro Maklerskie korzystał 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 Bloomberga lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

©2026 Erste Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone