

FLASH NOTE

Program Wsparcia Analitycznego GPW

SANOK RUBBER COMPANY

Rekomendacja: Neutralnie, ostatnia aktualizacja 2 czerwca 2026 roku

Cena docelowa (na grudzień 2026): 24,10 zł

Analityk

Michał Sopieli, analityk akcji

+48 693 720 651; michal.sopiel@erste.pl

Wyraźny wzrost TKW może zaważyć na marżach operacyjnych w 3Q26P

Prognoza wyników III kw. 2026P - podsumowanie

Szacujemy, że 3Q26P może przynieść spadek wyników Grupy Sanok w ujęciu kw/kw. W naszym bazowym scenariuszu presja cen surowców powinna okazać się głównym czynnikiem determinującym niższe poziomy rentowności operacyjnej w okresie lipiec – wrzesień 2026. Ponadto, wskazujemy na (1) słabość europejskiej motoryzacji, (2) wybiórcze ożywienie aktywności przemysłowej oraz (3) dalsza presja na marże, jako nie mniej istotne negatywne elementy otoczenia rynkowego Sanok RC. W efekcie, spodziewamy się zauważalnego spadku wyników operacyjnych kw/kw. Relatywnie dobra sytuacja bilansowa oraz generowane przepływy pieniężne powinny jednak nadal wyróżniać spółkę na tle innych podmiotów z sektora przemysłowego.

Tabela 1. Sanok RC: główne komponenty wyników kwartalnych w trzecim kwartale 2026 roku (1/2)

Pozycja w rachunku wyników	3 kwartał 2025	4 kwartał 2025	1 kwartał 2026	2 kwartał 2026	3 kwartał 2026	zmiana w ujęciu rocznym	zmiana w ujęciu kwartalnym
Przychody	365,9	357,3	368,2	380,7	368,0	1%	-3%
EBITDA	40,6	36,0	31,9	45,2	34,5	-15%	-24%
marża EBITDA	11,1%	10,1%	8,7%	11,9%	9,4%	-171,2	-250,3
EBIT	19,8	14,5	12,2	25,2	14,5	-27%	-42%
marża EBIT	5,4%	4,0%	3,3%	6,6%	3,9%	-146,1	-267,7

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

Pozycja w rachunku wyników	3 kwartał 2025	4 kwartał 2025	1 kwartał 2026	2 kwartał 2026	3 kwartał 2026	zmiana w ujęciu rocznym	zmiana w ujęciu kwartalnym
Zysk netto	11,1	12,6	6,3	17,2	8,3	-25%	-52%
marża ZN	3,0%	3,5%	1,7%	4,5%	2,3%	-77,5	-225,9
saldo przepływów operacyjnych	34,3	55,8	45,3	7,3	37,0	8%	408%
Dług netto	247	203	177	252	257	4%	2%
DN / LTM EBITDA	1,8	1,4	1,2	1,6	1,7	0,0	0,1
KSiOZ	57,7	66,1	68,3	62,6	62,9	9%	0%
% przychodów	15,8%	18,5%	18,5%	16,4%	17,1%	1,3	0,7
Przychody w segmencie - Motoryzacja	157,4	159,3	169,7	164,9	154,0	-2%	-7%
Przychody w segmencie - Budownictwo	56,6	52,4	49,9	48,7	51,0	-10%	5%
Przychody w segmencie - Rolnictwo / przemysł	107,1	98,6	100,6	116,7	103,0	-4%	-12%
Przychody w segmencie - Mieszanki	77,4	70,2	78,4	80,5	89,0	15%	11%

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Szacunki wyników III kw. 2026P

Oczekiwane wyniki 3Q26P

Szacujemy, że przychody skonsolidowane Sanok RC wyniosą ok PLN368mn w 3Q326P, co implikuje zmianę o +1% r/r lub -3% kw/kw. Jednocześnie szacujemy poziom EBITDA grupy na około PLN34.5mn (-15% r/r, -24% kw/kw) oraz PLN8.3mn zysku netto (-25% r/r, -52% kw/kw) w analogicznym okresie. W naszej subiektywnej ocenie, mimo mniej korzystnego otoczenia makro (bardziej wymagające otoczenie w motoryzacji oraz presja kosztowa związana z cenami surowców), spółka może utrzymać relatywnie dobrą rentowność na relatywnie wysokim poziomie pomimo pogarszającego się otoczenia w motoryzacji oraz rosnącej presji kosztowej związanej z cenami surowców. Wsparciem, choć ograniczonym z uwagi na geograficzną strukturę korporacyjną grupy, może okazać się słabszy PLN wobec EUR.

Segmenty operacyjne

W nawiązaniu do napływających w ostatnim czasie wiadomości z globalnego sektora motoryzacyjnego, zakładamy że największym wyzwaniem dla grupy pozostaje segment motoryzacyjny, który według naszych szacunków wygeneruje PLN154mn przychodów, przekładając się na -2% r/r lub -7% kw/kw. Przy tej okazji wskazujemy, że komentarze przedstawicieli Sanok RC po publikacji wyników za 2Q26 wskazywały na dalsze ograniczanie wolumenów przez część kluczowych klientów oraz słabszą aktywność projektową w europejskiej branży samochodowej. Uważamy, że słabość motoryzacji powinna być częściowo kompensowana przez pozostałe obszary działalności. W budownictwie oczekujemy wzrostu sprzedaży do PLN54mn, wspieranego utrzymującą się dobrą koniunkturą na wybranych regionalnych rynkach eksportowych. Pozytywnie powinien również wyróżniać się segment mieszanek, gdzie prognozujemy wzrost przychodów do PLN89mn (+15% r/r, +11% kw/kw). W naszej ocenie może on nadal korzystać z przenoszenia części wolnych mocy produkcyjnych z motoryzacji oraz z mechanizmów indeksacji cen surowców. Z kolei w segmencie rolnictwo/przemysł spodziewamy się spadku przychodów do PLN103mn (szacowana dynamika r/r to -4% r/r), co utożsamiamy z utrzymującą się słabością części branż przemysłowych, w tym podstawowego biznesu Teknikum.

Koszty operacyjne

Poza wpływem typowych czynników sezonowych, wydaje się, że kluczowym zjawiskiem obserwowanym od lipca do września 2026 była presja kosztowa po stronie surowców. Już przy okazji omawiania wyników 2Q26 Sanok RC sygnalizował utrzymujące się wzrosty cen większości strategicznych materiałów, w szczególności kauczuków. Warto nadmienić przy tej okazji, że wyniki 2Q26 były wspierane przez zapasy materiałów zakupionych przed wcześniejszymi podwyżkami cen. Oczekujemy, że już od 3Q26P coraz większy udział w produkcji powinny mieć jednak surowce nabywane po wyższych cenach, co może przełożyć się na zauważalny spadek rentowności kw/kw. Warto również podkreślić, że dodatkowym utrudnieniem jest fakt, że wzrostowi cen materiałów towarzyszy obecnie słabszy popyt, co ogranicza siłę negocjacyjną producentów wobec odbiorców. Mając na uwadze w/w wskazane czynniki ryzyka, oczekujemy spadku marży EBITDA poniżej 10%.

Tabela 2. Sanok RC: główne komponenty wyników kwartalnych w trzecim kwartale 2026 roku (2/2)

Pozycja w rachunku wyników	rok obrotowy 2021	rok obrotowy 2022	rok obrotowy 2023	rok obrotowy 2024	rok obrotowy 2025	LTM
Przychody	1172	1385	1446	1446	1470	1474
EBITDA	103	120	151	141	148	148
marża EBITDA	8,8%	8,6%	10,5%	9,7%	10,1%	10,0%
EBIT	40	58	87	65	65	66
marża EBIT	3,4%	4,2%	6,0%	4,5%	4,4%	4,5%
Zysk netto	31	57	75	54	44	44
marża ZN	2,6%	4,1%	5,2%	3,7%	3,0%	3,0%
saldo przepływów operacyjnych	75	92	188	125	156	145
Dług netto	202	143	59	301	203	257

Pozycja w rachunku wyników	rok obrotowy 2021	rok obrotowy 2022	rok obrotowy 2023	rok obrotowy 2024	rok obrotowy 2025	LTM
DN / LTM EBITDA	1,9	1,4	0,4	2,1	1,4	1,7
KSIOZ	162,7	173,1	195,8	240,7	252,1	259,9
% przychodów	13,9%	12,5%	13,5%	16,6%	17,1%	17,6%
Przychody w segmencie Motoryzacja	673	804	845	715	657	648
Przychody w segmencie Budownictwo	148	172	198	198	200	202
Przychody w segmencie Rolnictwo / przemysł	207	230	219	374	438	419
Przychody w segmencie Mieszanki	278	349	343	289	296	318

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Bilans i przepływy pieniężne: wybrane elementy

Po słabym pod względem przepływów operacyjnych 2Q26 oczekujemy poprawy przepływów operacyjnych (OCF) do ok. PLN37mn. Kwartał ten był obciążony zwiększeniem kapitału obrotowego oraz świadomą akumulacją zapasów surowców, wynikającą z niepewności cenowej i ryzyka ograniczonej dostępności materiałów. Zakładamy, że efekty tych działań będą widoczne w kolejnych miesiącach. Zakładamy jednocześnie niewielki wzrost długu netto (w wyniku m.in. wypłaty dywidendy na akcję w kwocie PLN1,2) do PLN257mn, co oznaczałoby wskaźnik dług netto/EBITDA LTM na poziomie ok. 1,7x. W naszej ocenie jest to poziom bezpieczny i spójny z deklaracjami zarządu dotyczącymi możliwości dalszego prowadzenia procesów akwizycyjnych przy zachowaniu konserwatywnego podejścia do inwestycji.

Tabela 3. Sanok RC: wybrane dane finansowe

Pozycja w rachunku wyników	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	1022	1052	976	1172	1385	1446	1446	1470	1573	1675	1779
EBITDA	126	88	107	102	119	150	141	148	144	167	179
EBIT	85	33	44	38	57	86	65	65	60	81	90
Zysk netto	64	51	36	30	57	74	53	41	40	59	67
C/Z (x)	12,6	13,1	10,2	19,7	6,5	7,2	10,9	14,7	13,3	9,1	8,0
EV/EBITDA (x)	6,4	7,6	5,4	7,3	4,3	4,0	6,3	5,5	5,2	4,3	3,8
FCF Yld (saldo przepływów operacyjnych)	5,5%	2,1%	18,0%	-10,5%	4,5%	7,0%	1,6%	9,7%	1,0%	6,7%	9,3%
Stopa dywidendy (DY)	10,0%	4,0%	0,0%	4,5%	0,0%	5,8%	5,2%	6,2%	6,2%	5,3%	6,6%

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Niniejszy raport nie wprowadza zmian do wcześniejszych rekomendacji, cen docelowych ani prognoz finansowych.

Erste Brokerage Poland

Plac Europejski 3A
00-844 Warszawa

Zespół Analiz Giełdowych

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

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

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

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

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

Marcin Działek, *Doradca Inwestycyjny, Analitik akcji*
Analiza Techniczna

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, *Makler* tel. +48 61 856 43 89 pawel.bartczak@erste.pl

Paweł Kubiak, *Makler* tel. +48 61 856 50 57 pawel.kubiak@erste.pl

Jacek Siera, *Makler* tel. +48 61 856 41 29 jacek.siera@erste.pl

Karol Koszarski, *Makler* tel. +48 61 856 45 68 karol.koszarski@erste.pl

Maciej Ciesielski, *Makler* tel. +48 61 856 48 57 maciej.ciesielski@erste.pl

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

UJAWNIEŃ

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 następnych 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/files/1501617>.

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

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

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

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

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

Erste Biuro Maklerskie, Erste Bank Group AG i/lub podmioty powiązane mogły wydać w przeszłości lub mogą wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Erste Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do

wiadomości adresatów niniejszego raportu. Erste Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

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

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

Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio 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 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%.

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

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

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

Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą są wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego roku.

Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku.

W opracowaniach analizy technicznej Erste Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

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

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

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

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub 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.