

Sanok Rubber Company

Program wsparcia pokrycia analitycznego GPW – inicjacja

Bloomberg: SNK PW, Reuters: SNK.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska

12 września 2025, 17:05 CET

Antidotum na strukturalne zmiany na rynku poszukiwane

Rekomendacja: Neutralnie. Cena docelowa (gru'26): 25.2 zł

Inicjujemy wydawanie rekomendacji dla Sanok RC SA z zaleceniem Neutralnie oraz ceną docelową (w horyzoncie do grudnia 2026) w wysokości 25.2 zł. W kolejnych latach oczekujemy ewolucji struktury przychodów spółki w stronę mniejszego udziału segmentu motoryzacyjnego w strukturze sprzedaży, co w przy odpowiednim dostosowaniu potencjału organizacyjnego może mieć pozytywny wpływ na realizowane marże operacyjne. Podkreślamy jednak, że spółka opiera strategię wzrostu na projektach M&A. Z uwagi na niepewny charakter nie są one ujęte w naszym modelu wyceny. W latach 2024-30e CAGR przychodów zakładamy na poziomie ok 5.0%, z czego ok 2.6% to efekt wolumenowy. W krótkim terminie (horyzont do 12M) potencjał do odbudowy marży utożsamiamy z relatywnie korzystniejszymi trendami cen materiałów oraz energii, a także nieco niższą dynamiką funduszu płac. Podkreślamy dywidendowy charakter spółki. Wskaźniki wyceny wydają się bliskie poziomom neutralnym (2026E C/Z 9.7x oraz EV/ 2026E EBITDA 5.2x).

Profil inwestycyjny. Podstawową działalność Sanok RC stanowi produkcja i sprzedaż wyrobów gumowych w podziale na cztery główne grupy ze względu technologię wytwarzania: artykuły formowe, artykuły wytłaczane, pasy klinowe i mieszanki gumowe. Wyodrębniane główne segmenty biznesowe to: motoryzacja, budownictwo, rolnictwo & przemysł oraz mieszanki. Przeważająca część mocy produkcyjnych jest zlokalizowana w Polsce. Dodatkowo, spółka posiada istotne z punktu widzenia grupy zakłady we Francji oraz, od niedawna, w Finlandii.

Wymagające otoczenie biznesowe... Po widocznej ekspansji przemysłu po wybuchu COVID-19, na początku 2023 roku w Europie rozpoczął się nieustępujący spadek produkcji przemysłowej. Wojna na Ukrainie i wynikający z niej kryzys energetyczny wyraźnie odcisnęły swoje piętno, przekładając się na pogorszenie pozycji Europy na przemysłowej mapie świata (analogiczne trendy w USA i Chinach okazały się istotnie lepsze). Dodatkowo, co specyficzne dla Polski, wynagrodzenia charakteryzowały się w ostatnim czasie wyraźnie wyższą dynamiką, w porównaniu do innych krajów.

...poddaje próbie model biznesowy. Większość podstawowych surowców wykorzystywanych w produkcji cechuje się dużą zmiennością notowań, co było szczególnie widoczne w ostatnich latach. Mamy jednak wrażenie, że grupie z sukcesem udawało się przekładać zmiany kosztów zmiennych na jednostkowe ceny produktów (bazując na szacowanej zmianie cen jednostkowych, szacowanej dynamice cen materiałów oraz realizowanym marżom operacyjnym). Presja na koszty stałe (wynagrodzenia) wydawała się również ograniczana przez poprawę efektywności operacyjnej oraz optymalizację struktury organizacyjnej. W naszej opinii fakt ten dowodzi skuteczności działań zarządu i w pewnym stopniu jakości usług oferowanych przez Sanok RC. Oceniamy, że obserwowany w ostatnim czasie negatywny efekt wolumenowy związany jest ze strukturalnymi zmianami na rynku oraz niekorzystnymi tendencjami koniunkturalnymi.

Strategia wzrostu oparta w dużej części na przejęciach. Sanok RC realizuje strategię zarówno wzrostu organicznego oraz poprzez akwizycje. Niemniej, aktualna strategia, jak również założenia programu motywacyjnego kładą główny nacisk na wzrost nieorganiczny zorientowany na rozwój perspektywicznych segmentów spoza obszaru dedykowanego produkcji branży motoryzacyjnej. Cel to implementacja procesu zrównoważonej dywersyfikacji i wzrostu wartości EBITDA.

Ryzyka i szanse. Zarówno ryzyka jak i szanse łączymy głównie z trendami makroekonomicznymi oraz globalną sytuacją polityczną. Oceniamy, że w połączeniu ze strukturalnymi zmianami na rynku definiują one w bezpośredni sposób otoczenie konkurencyjne grupy. Wśród czynników specyficznych wymieniamy geograficzną bliskość konfliktu w Ukrainie oraz ekspozycję na wzrost kosztów pracy i energii w Polsce.

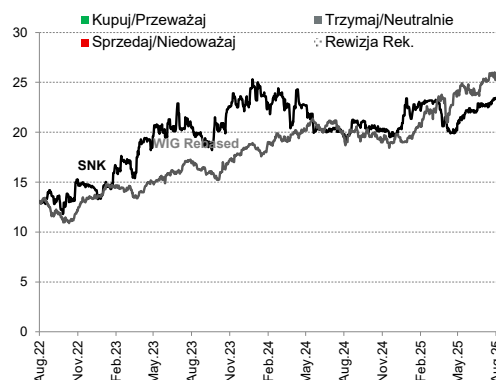
Wycena i rekomendacja. Średnia ważona wycena metodą DCF, porównawczą oraz TMV, implikuje cenę docelową (w perspektywie do grudnia 2026E) w wysokości 25.2 zł/akcję, co implikuje 11% potencjał wzrostu. W efekcie nasza rekomendacja to Neutralnie.

Dane finansowe (rok do grudnia)

PLN mln	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	1,385	1,446	1,446	1,498	1,594	1,701
EBITDA	119	150	141	143	167	192
EBIT	57	86	65	70	93	117
Zysk netto	57	74	53	46	63	83
C/Z (x)	6.5	7.2	10.9	13.4	9.7	7.3
EV/EBITDA (x)	4.3	4.0	6.3	6.2	5.2	4.3
Stopa FCF*	4.5%	7.0%	1.6%	5.9%	1.4%	6.2%
Stopa dywidendy	0.0%	5.8%	5.2%	6.5%	3.7%	5.2%

Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * - stopa rentowności wolnych przepływów operacyjnych

Rekomendacja	Neutralnie
Cena docelowa (PLN, gru'26)	25.2
Cena (PLN, 11 września 2025)	22.8
Kapitalizacja (PLNmIn)	613
Free float (%)	89.0
Liczba akcji (mIn)	26.9



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni udziałowcy	% głosów
PTE Allianz Polska	13.20
Marek Łęcki	11.04
NN PTE	10.32
PTE PZU	10.06
Sanok Rubber Company	7.00
Generali PTE	5.99

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.

Analityk

Michał Sopieli, Analityk akcji

+48 693 720 651 michal.sopiel@santander.pl

Spis treści

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	3
WYCENA.....	4
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA.....	7
PROGNOZY FINANSOWE	19
WYNIKI KWARTALNE	27

*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

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody (PLNmnn)	1,172	1,385	1,446	1,446	1,498	1,594	1,701
Przychody r/r (%)	20.0%	18.2%	4.3%	0.1%	3.5%	6.4%	6.7%
Przychody kraj (PLNmnn)	382	450	480	425	479	507	527
Przychody eksport (PLNmnn)	790	939	966	1,022	1,018	1,087	1,174
Export share in total revenues (%)	67.4%	67.8%	66.8%	70.6%	68.0%	68.2%	69.0%
RZiS – wybrane pozycje (PLNmnn; %)							
Marża zysku brutto	63	62	64	75	73	74	75
Marża zysku brutto vs. przychody	18%	18%	19%	21%	22%	23%	24%
EBITDA	102	119	150	141	143	167	192
EBITDA vs. przychody	9%	9%	10%	10%	10%	10%	11%
EBIT	38	57	86	65	70	93	117
EBIT vs. przychody	3%	4%	6%	5%	5%	6%	7%
Zysk netto	30	57	74	53	46	63	83
Zysk netto vs. przychody	3%	4%	5%	4%	3%	4%	5%
KSiOZ	163	173	196	241	255	271	289
KSiOZ vs. przychody	14%	12%	14%	17%	17%	17%	17%
Koszty sprzedaży	38	43	42	43	45	48	51
Koszty sprzedaży vs. przychody	3%	3%	3%	3%	14%	14%	14%
Koszty ogólnego Zarządu	125	130	154	198	210	223	238
Koszty ogólnego Zarządu vs. przychody	11%	9%	11%	14%	14%	14%	14%
Koszty rodzajowe (PLNmnn)							
D&A	63	62	64	75	73	74	75
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	299	322	363	449	479	505	533
Materiały i energia	595	742	780	709	724	762	805
Usługi obce	110	106	116	120	120	127	135
Podatki i opłaty	11	9	11	12	12	12	13
Pozostałe koszty	11	24	22	35	21	22	24
Bilans – wybrane elementy (PLNmnn)							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	82	92	123	46	42	28	35
Aktywa całkowite	940	1,017	1,030	1,205	1,182	1,198	1,230
Dług netto	196	200	156	319	287	258	232
Kapitał	502	547	589	581	587	628	679
RPP – wybrane elementy (PLNmnn)							
Przepływy operacyjne	137	78	183	55	130	115	142
Przepływy inwestycyjne	-51	-59	-80	-237	-59	-75	-76
Przepływy finansowe	-115	-10	-72	105	-75	-54	-60
Wskaźniki zadłużenia							
Dług netto (PLNmnn)	143	137	59	301	270	253	218
Dług netto/EBITDA (x)	1.4	1.2	0.4	2.1	1.9	1.5	1.1
Dług netto/(DN+Kapitał) (x)	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
Wskaźniki inne							
EBIT r/r (%)	-13%	49%	51%	-24%	7%	33%	26%
ZYSK NETTO r/r	-16%	86%	31%	-28%	-14%	38%	32%
ROA (%)	3%	6%	7%	4%	4%	5%	7%
ROE (%)	6%	11%	13%	9%	8%	10%	13%
ROIC (%)	5%	8%	12%	7%	7%	9%	11%
ROCE (%)	6%	7%	12%	7%	8%	10%	13%
DPS (PLN)	1.00	0.00	1.16	1.11	1.48	0.85	1.17
STOPA DYWIDENDY (%)	4%	0%	6%	5%	7%	4%	5%
FCFE yield (%)	-10%	5%	7%	2%	6%	1%	6%
C/AKCJA (PLN)	1.1	2.1	2.8	2.0	1.7	2.3	3.1
WK/AKCJA (PLN)	18.7	20.3	21.9	21.6	21.9	23.3	25.3
Wskaźniki wyceny							
C/Z (x)	15.9	8.6	6.1	10.5	13.0	9.7	7.3
EV/EBITDA (x)	6.2	5.2	3.4	6.1	6.0	5.2	4.3
C/WK (x)	1.2	0.7	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/PRZYCHODY (x)	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5

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	12.5%
Stopa wolna od ryzyka	5.0%
Premia za ryzyko	1.5%
Stopa podatkowa	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.3%
%KO	24%
%KW	76%
WACC	10.8%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, *wartość krańcowa

Tab. 3. Zmiany w prognozie

PLNm	2025P			2026P			2027P		
	New	Previous	Change	New	Previous	Change	New	Previous	Change
Sprzedaż	1,498	N/A	N/A	1,594	N/A	N/A	1,701	N/A	N/A
EBITDA	143	N/A	N/A	167	N/A	N/A	192	N/A	N/A
EBIT	70	N/A	N/A	93	N/A	N/A	117	N/A	N/A
Zysk netto	46	N/A	N/A	63	N/A	N/A	83	N/A	N/A

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 4. Wycena DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	1,498	1,594	1,701	1,793	1,871	1,937
EBIT	70	93	117	118	122	130
Podatek od EBIT	-11	-15	-20	-21	-22	-24
NOPAT	59	78	97	97	100	107
Amortyzacja	73	74	75	76	77	79
Zmiany w kapitale obrotowym	-10	22	16	12	15	15
Inwestycje netto	72	78	79	80	82	83
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	70	52	77	81	80	88
WACC	11.7%	10.7%	10.8%	10.8%	10.8%	10.9%
Wartość bieżąca FCF	63	42	57	54	48	48
Wartość bieżąca FCF 2025-30E	311					
Wzrost rezydualny	1.5%					
Wartość rezydualna (TV)	1,007					
Wartość bieżąca TV	544					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	856					
Dług netto (-)	301.0					
Wycena opcji inwestycyjnej Teknikum (-)	57.1					
Wartość akcji własnych	42.9					
Wartość bieżąca kapitału (BOP; EV)	540					
Liczba akcji (mn)	26.9					
Wartość bieżąca EV na akcję (PLN)	20.1					
Wypłacone dywidendy (PLN)	1.5					
Cena docelowa (gru'26; PLN)	24.0					

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Tab. 5. Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Waluta	Kapitalizacja (EURm)	C/Z			EV/EBITDA		
				2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Sanok Rubber Company	22.8	PLN	144	13.4	9.7	7.3	6.3	5.6	4.7
Polska									
Mangata Holding SA	62	PLN	97	11.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Grupa Kety SA	924	PLN	2,132	15.8	15.5	13.3	11.1	10.0	8.9
Amica SA	54	PLN	99	23.3	14.7	9.2	5.0	4.8	4.0
Apator SA	22.2	PLN	170	n.a.	14.4	13.0	5.7	5.9	5.7
Sanok Rubber Co SA	22.8	PLN	144	9.5	10.8	11.1	6.0	5.6	5.6
Stalprodukt SA	241	PLN	306	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	2.2	1.9
Mediana				13.8	14.6	12.0	5.7	5.6	5.6
Europa									
OC Oerlikon Corp AG Pfaffikon	2.918	CHF	1,061	9.6	15.6	11.6	6.4	8.2	7.3
Gestamp Automocion SA	3.422	EUR	1,969	10.7	9.7	7.1	3.8	3.7	3.4
Continental AG	72.56	EUR	14,512	10.1	10.1	8.5	6.7	7.5	6.5
SAF-Holland SE	15.14	EUR	687	6.8	7.6	6.3	5.4	5.4	4.9
CIE Automotive SA	26.95	EUR	3,229	9.7	9.4	8.7	6.3	6.3	6.0
GEA Group AG	64.05	EUR	10,427	23.5	22.4	20.0	12.8	11.8	11.0
ElringKlinger AG	4.6	EUR	291	n.a.	16.3	7.0	4.5	4.3	3.8
Hexpol AB	86.2	SEK	2,717	12.3	13.6	12.3	8.8	9.6	9.0
Trelleborg AB	374.1	SEK	7,919	22.0	21.2	18.3	13.3	12.6	11.6
Mediana				10.4	13.6	8.7	6.4	7.5	6.5
Pozostałe geografie									
Yokohama Rubber Co Ltd/The	5843	JPY	5,633	12.3	10.5	9.0	8.1	7.1	6.4
Exco Technologies Ltd	6.88	CAD	162	9.0	12.7	6.3	4.1	5.1	3.5
Crane Co	186.39	USD	9,139	38.5	32.3	28.7	24.3	21.4	18.7
ITT Inc	178.47	USD	11,860	30.6	27.4	24.3	18.7	17.4	15.9
PACCAR Inc	101.76	USD	45,527	12.8	18.6	15.5	8.9	12.7	10.7
Magna International Inc	46.79	USD	11,233	8.9	9.3	8.1	5.3	5.4	5.0
Dana Inc	21.25	USD	2,375	25.6	24.7	11.5	6.8	8.9	8.2
Mediana				12.8	18.6	11.5	8.1	8.9	8.2
<i>Polska: premia/dyskonto vs. mediana</i>				-3.5%	-33.4%	-39.0%	8.9%	-0.8%	-16.8%
<i>Europa: premia/dyskonto vs. mediana</i>				28.3%	-28.9%	-15.3%	-2.0%	-25.5%	-27.5%
<i>Pozostałe geografie: premia/dyskonto vs. mediana</i>				12.0%	4.3%	-47.8%	-36.2%	-23.0%	-37.0%

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

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

	P/E 2025P-27P	EV/EBITDA 2025P-27P	Średnia
Spółki krajowe	31.7	26.2	29.0
Spółki europejskie	25.6	33.2	29.4
Spółki z pozostałych geografii	33.8	33.2	33.5
Średnia wartość na akcję*	29.5	29.7	29.6

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

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

PLNmn	2025P	2026P	2027P	Średnia
Docelowy wskaźnik EV/EBITDA (x)	4.8	5.5	6.3	5.5
EBITDA	143	167	192	
EV	681	914	1,210	
Dług netto	270	253	218	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	412	661	992	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	15.3	24.6	36.9	25.6
Docelowy wskaźnik P/E (x)	8.3	9.5	11.0	9.6
Net profit	46	63	83	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	381	603	916	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	14.2	22.4	34.1	23.6
Wagi				
EV/EBITDA	50%			
P/E	50%			
Średnia wartość na akcję (PLN)	14.7	23.5	35.5	24.6

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

W metodzie TMV, za referencyjny poziom wskaźników dla roku 2025P przyjęliśmy ich odpowiednie średnie dla lat 2023-24, powiększone subiektywnie o 50%. 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 komunikacji z rynkiem głównych celów korporacyjnych, założyliśmy tempo ekspansji w/w wskaźników o 20% r/r.

Tab. 8. Wycena na akcję (PLN)

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	24.0	n.a.	n.a.
Wycena porównawcza (oparta na 2025-27P)	29.6	n.a.	n.a.
TMV (target multiple valuation)	24.6	n.a.	n.a.
Wycena ważona (PLN, gru'26)*	25.2	n.a.	n.a.

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

W naszym modelu wyceny, opartym o metodę DCF wskazującą na 24.0 zł na akcję (waga 70%), wycenę porównawczą wskazującą na 29.6 zł na akcję (waga 20%) oraz TMV implikującą wycenę w wysokości 24.6 zł na akcję (waga 10%), ustalamy cenę docelową na poziomie 25.2 zł w horyzoncie do grudnia 2026.

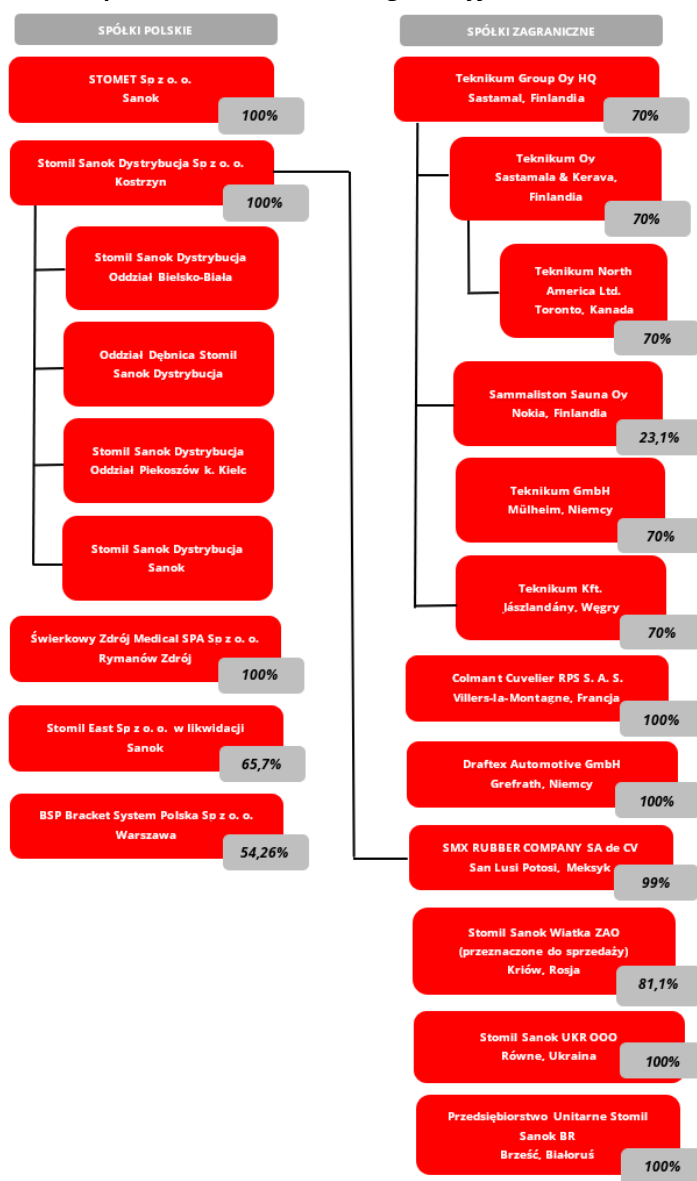
Przypisaliśmy większą wagę metodzie DCF, ponieważ uznajemy ją za podstawowe narzędzie, odpowiednie w szacowaniu długoterminowej perspektywy spółki. Zastosowanie metody porównawczej oraz TMV, w naszej opinii, pozwala odnieść się do aktualnych tendencji rynkowych dla wyselekcjonowanych spółek na potrzeby 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.

Model biznesowy i strategia

Struktura organizacyjna

Sanok RC jest jednostką dominującą w grupie kapitałowej liczącej jedenaście spółek zależnych i jedną grupę kapitałową niższego szczebla (niedawno przejęty biznes Teknikum z siedzibą spółki dominującej w Finlandii). Na podstawową działalność grupy składa się produkcja i sprzedaż wyrobów gumowych, która jest dzielona na cztery główne grupy ze względu na technologię wytwarzania: artykuły formowe, artykuły wytłaczane, pasy klinowe i mieszanki gumowe. Dodatkowo, Sanok RC prowadzi i sprzedaje rezultaty prac rozwojowych związanych z uruchomieniem nowych produktów, a także sprzedaje media energetyczne oraz towary i materiały

Tab. 9. Grupa Sanok RC – struktura organizacyjna



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Grupa Teknikum

19 grudnia 2023 Sanok RC. podpisał umowę nabycia 100% udziałów w fińskiej grupie Teknikum (Teknikum Yhtiöt Oy). 2 kwietnia 2024 z kolei nastąpiło zamknięcie transakcji. Wartość transakcji opiewała na kwotę ok. PLN200mn (enterprise value wynosząca EUR46,7mn) i została sfinansowana z kredytu inwestycyjnego i środków własnych spółki.

Grupa Teknikum prowadzi działalność w Finlandii, gdzie posiada cztery zakłady produkcyjne oraz na Węgrzech, gdzie ma jeden zakład produkcyjny. W skład grupy wchodzi również jedna spółka zależna o profilu dystrybucyjnym, działająca na rynku niemieckim. Zgodnie z przedstawioną wcześniej charakterystyką segmentów biznesowych, oferta produktowa Teknikum obejmuje specjalistyczne węże przemysłowe (stosowane głównie w przemyśle wydobywczym), mieszanki gumowe, wyroby formowe z gumy, silikonu i tworzyw sztucznych do zastosowań technicznych oraz rozwiązania do ochrony urządzeń przemysłowych przed zużyciem i korozją.

Przewodnim celem akwizycji jest dywersyfikacja w ujęciu produktowym oraz geograficznym grupy Sanok, a także wykorzystanie synergii kompetencyjnych. W okresie od daty przejęcia wynik netto Grupy Teknikum wyniósł PLN3,8mn. Koszty bezpośrednio związane z połączeniem wyniosły PLN2,4mn i dotyczyły głównie uregulowania zobowiązań podatkowych, obciążając kosztów ogólnego zarządu w skonsolidowanym RZiS.

Przychody Grupy Teknikum za okres 12 miesięcy (od listopada 2022 r. do października 2023 r.) osiągnęły ok. EUR69mn (ok. 300 mln zł), a EBITDA ok. EUR7mn (ponad 30 mln zł) w analogicznym okresie. Jeżeli chodzi o rok 2024, to w okresie od daty przejęcia przychody grupy Teknikum ukształtowała się na poziomie ok. PLN183mn, wynik netto wyniósł PLN3,8mn. Wyniki pro-forma za cały rok 2024 są szacowane na kwotę ok. PLN247mn jeżeli chodzi o przychody i PLN6.4mn w ujęciu zysku netto.

5 listopada 2024 r. Sanok RC oraz zarządzany przez PFR TFI Fundusz Ekspansji Zagranicznej 2 FIZ AN zawarli umowę inwestycyjną dotyczącą zbycia przez spółkę na rzecz funduszu 30% udziałów w Teknikum. Transakcja została sfinalizowana w dniu 9 stycznia 2025 r. po spełnieniu warunków zawieszających, m.in. uzyskania zgody fińskiego Ministerstwa Spraw Gospodarczych i Pracy.

Segmenty działalności

Grupa wyodrębnia pięć zasadniczych segmentów rynkowych obejmujących zbliżone kategorie docelowych branż, czy oferowanych produktów. Aktualny model biznesowy w ujęciu segmentowym obejmuje:

- Segment motoryzacji obejmujący sprzedaż wyrobów gumowych, gumowo – metalowych, gumowo-tworzywowych i z TPE (termoplastyczny elastomer), które znajdują zastosowanie głównie w systemach uszczelnienia karoserii i systemach zawieszenia samochodów oraz zawieszenia układu wydechowego, a także rezultatów prac rozwojowych, narzędzi i oprzyrządowania w ramach tej linii produktowej.
- Segment budownictwa oferujący uszczelki systemowe stosowane w produkcji stolarki okiennej i drzwiowej (tworzywowej, drewnianej, aluminiowej), systemach rynnowych i wentylacyjnych oraz uszczelek samoprzylepnych stosowanych do uszczelnień w stolarnie już zamontowanej, a także elementów mocowania fasad.
- Segment rolnictwo i przemysł, w ramach którego grupa produkuje i sprzedaje pasy klinowe dedykowane maszynom rolniczym i przemysłowym, a także części

zamienne do nich (towary dla rolnictwa to przede wszystkim domena spółki SSD). W ogólnym ujęciu, w ramach tego obszaru, Sanok grupuje relatywnie szerokie spektrum obsługiwanych branż, a wśród nich można wyróżnić wyroby dla farmacji (w tym korki do zamykania fiolek szklanych i opakowań tworzywowych zawierających substancje płynne lub sypkie oraz tłoczki do strzykawek jednorazowego użytku), czy też wyroby gumowe dedykowane biznesowi AGD. Oferta produktowa została poszerzona w 2024 wraz z przejściem fińskiej grupy Teknikum, która specjalizuje się w produkcji węży przemysłowych, wyrobów formowanych z gumy, silikonu i tworzyw sztucznych do zastosowań technicznych oraz dostarcza rozwiązania do ochrony urządzeń przemysłowych przed zużyciem i korozją.

- Segment mieszanek gumowych, którego działalność dotyczy sprzedaży mieszanek dla producentów wyrobów gumowych, które są wytwarzane w ramach dostępnych mocy produkcyjnych ponad te wymagane na potrzeby produkcji wyrobów własnych.

Przy tej okazji należy dodać, że marginalną działalność grupy Sanok RC stanowią również usługi sanatoryjno-lecznicze i hotelowe.

Tab. 10. Struktura przychodów w przekroju segmentów biznesowych (1/2; PLNmn)

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

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 11. Struktura przychodów w przekroju segmentów biznesowych (2/2)

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

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

W przekroju segmentowym, największy udział (prawie 50% w 2024) w przychodach grupy stanowi sektor motoryzacji. W ubiegłym roku obszar ten odnotował spadek przychodów o ok PLN86,5mn r/r, co w lwiej części wynikało ze spadku wyników spółki dominującej oraz niższej (o ok PLN30mn r/r), sprzedaży Draftex (niemiecka spółka zależna), wynikającej z kryzysu przez jaki przechodzi europejska branża motoryzacyjna. Segmenty mieszanek gumowych oraz pozostałej działalności zanotowały również istotne spadki sprzedaży r/r, odpowiednio o -12,5% oraz -15,2%. Efekt ten był spowodowany zarówno negatywnym efektem cenowym, jak i wolumenowym. W ujęciu raportowym pozytywnie wyróżnił się segment przemysłu i rolnictwa notując zauważalny wzrost przychodów r/r w wyniku konsolidacji wyników grupy Teknikum (49% udział w wartości sprzedaży segmentu w roku poprzednim).

Tab. 12. Zysk / strata operacyjna w ujęciu segmentów biznesowych

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

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Model biznesowy

Model biznesowy grupy jest oparty o zdywersyfikowany i stale optymalizowany portfel produktowy, przy czym w ostatnim czasie ma miejsce sukcesywne ograniczanie udziału segmentu motoryzacyjnego na rzecz pozostałych branż. Fakt ten wynika nie tylko z trudności z jakimi boryka się europejski biznes motoryzacyjny. Wpływ ma także specyfika zwyczajowych kontraktów obowiązujących w tym sektorze, które przekładają się na materializację ryzyk biznesowych, zwłaszcza w momencie zaistnienia niekorzystnych tendencji rynkowych w dłuższych jednostkach czasu. Z punktu widzenia zarządzania ryzykiem biznesowym, należy pamiętać również o dywersyfikacji geograficznej grupy. Wiązała się ona m.in. z historycznie dokonywanymi akwizycjami, które po części były podyktowane wymaganiami zapewnienia odpowiedniego poziomu obsługi głównym klientom grupy (z uwagi na przeważającą wcześniej filozofię produkcji just-in-time oraz głębokiej dywersyfikacji łańcucha dostaw).

Tab. 13. Geograficzna struktura przychodów (1/2; PLNmn)

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

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Jeżeli chodzi o profil rozwoju biznesu, Sanok RC realizuje strategię zarówno wzrostu organicznego oraz poprzez akwizycje.

Sanok RC stanowi podmiot zintegrowany pionowo oraz horyzontalnie, jako że grupa jest dostawcą systemowym. Oznacza to, że działalność grupy obejmuje projektowanie i rozwój, produkcję seryjną oraz obsługę posprzedażową, a główny materiał produkcyjny, tj. mieszanka gumowa, jest produkowany we własnym zakresie. Grupa współpracuje ze stałą bazą dostawców na zasadzie długoterminowych relacji.

Sanok RC ocenia, że baza klientów grupy jest zdywersyfikowana i spółka nie identyfikuje wysokiej koncentracji klientów, a współpraca generalnie jest oparta o długoterminowe umowy na dostawy (przy czym zachodzą w tym wypadku pewne różnice między segmentami). W odniesieniu do kanałów dystrybucji, są one zróżnicowane, ale w przeważającej części grupa dostarcza komponenty bezpośrednio do odbiorców z grupy tzw. OEM lub Tier, zlokalizowanych na całym świecie. Nieznaczna część produktów jest sprzedawana na rynku konsumenckim. Większość produktów jest wytwarzana cyklicznie,

przy czym wydają się występować pewno wzorce sezonowe związane z charakterystyką obsługiwanych branż.

Tab. 14. Geograficzna struktura przychodów (2/2)

Geograficzny obszar sprzedaży	2021	2022	2023	2024
Kraj	33%	32%	33%	29%
Eksport	67%	68%	67%	71%
Struktura eksportu	100%	100%	100%	100%
UE	68%	73%	72%	77%
Europa Wschdna	6%	5%	5%	4%
Pozostałe kraje	26%	22%	24%	20%

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Model biznesowy grupy Sanok RC bazuje na podejściu procesowym do szeroko rozumianego zarządzania produkcją, sprzedażą oraz relacjami z interesariuszami i jest oparty na:

- Dywersyfikacji linii produktowych, segmentów i rynków zbytu oraz kanałów dystrybucji;
- Dostarczaniu rozwiązań systemowych obejmujących projektowanie, rozwój, produkcję seryjną i obsługę posprzedażową;
- Produkcji kluczowego materiału dla komponentów elastomerowych we własnym zakresie;
- Długoterminowej współpracy z partnerami biznesowymi, zarówno z dostawcami jak i klientami, budując partnerskie relacje umożliwiające uzyskanie obopólnych korzyści w perspektywie długoterminowej;
- Optymalizacji kosztowej w ramach funkcji produkcji;
- Budowaniu wartości dodanej dla wszystkich interesariuszy.

Oferta produktowa

Oferta produktowa Grupy Sanok obejmuje szeroki wachlarz komponentów elastomerowych, w praktyce guma lub tworzywa sztuczne, i ich połączeń z innymi materiałami takimi jak aluminium, stal, tworzywa sztuczne dla segmentów motoryzacji, budownictwa, rolnictwa, przemysłu, farmacji, urządzeń AGD. Komplementarnym biznesem jest sprzedaż mieszanek gumowych oraz form wtryskowych i narzędzi / maszyn, dedykowanych dla sektora przetwórstwa gumy, jak i tworzyw sztucznych na potrzeby klientów zewnętrznych. W wyniku przejęć, jakie miały miejsce w ostatnich latach w ramach realizowanej strategii głębszej dywersyfikacji sektorowej (nakierowanej na mniejsze uzależnienie grupy od trendów panujących w branży motoryzacyjnej), oferta grupy rozszerzyła się o produkty BSP Bracket System Polska oraz fińskiej grupy Teknikum. BSP Bracket System Polska to producent oraz usługodawca w obszarze podkonstrukcji aluminiowych do elewacji wentylowanych, Teknikum, poza obszarami po części powielającymi się z Sanok, tj. produkcją mieszanek gumowych, formowanych wyrobów z gumy, silikonu i tworzyw sztucznych do zastosowań technicznych, specjalizuje się w produkcji wysokiej jakości węży przemysłowych do systemów oczyszczania w przemyśle wydobywczym oraz oferuje rozwiązania ochronne przed zużyciem i korozją dla urządzeń przemysłowych.

Tab. 15. Struktura przychodów w ujęciu głównych grup produktowych (PLNm)

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

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Grupa Sanok wśród swoich przewag konkurencyjnych wymienia kompetencje w zakresie projektowania i produkcji, które pozycjonują wyroby spółki co najmniej na równi z tymi oferowanymi przez globalnych graczy. Kontrola parametrów jakościowych jest nieodłącznym elementem zarządzania produkcją, a testy są przeprowadzone w laboratorium spółki.

Koncentracja klientów

Sanok RC podkreśla, że posiada zdywersyfikowaną bazę klientów, wśród których nie występują pojedyncze podmioty, dla których sprzedaż przekraczałaby 10% wartości przychodów ze sprzedaży w 2024 roku. Niemniej jednak, w zakresie sumarycznej sprzedaży skierowanej do kilkunastu spółek z Grupy BMW, wartość sprzedaży zrealizowana przez spółki Grupy Sanok RC w 2024 roku wyniosła 11,5 % łącznej sprzedaży Grupy (bezpośrednio i pośrednio).

Czynniki mające wpływ na wyniki operacyjne i finansowe

Wśród najważniejszych czynników (identyfikowane 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 na Ukrainie wojny na gospodarkę światową) determinującą popyt na produkty grupy;
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.

Strategia grupy

Zgodnie z obowiązującą strategią Grupy Sanok Rubber (datowanej 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 rodzajowym 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. 16. Koszty rodzajowe na poziomie skonsolidowanym (PLNm)

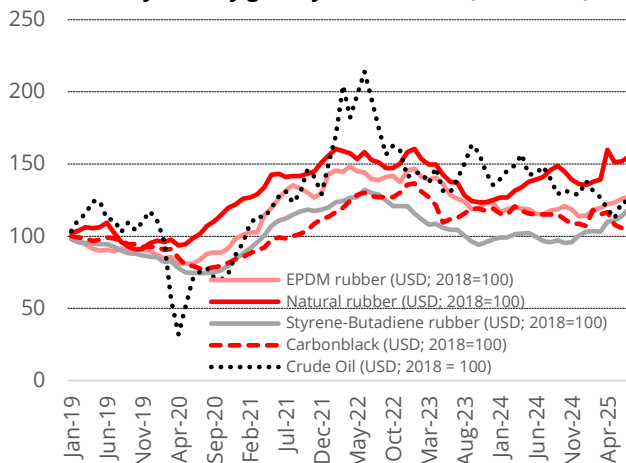
Rodzaj wydatku	2021	2022	2023	2024
Amortyzacja	63.3	61.7	64.0	75.1
Zużycie materiałów i energii	595.2	742.2	779.8	708.9
Usługi obce	110.3	106.2	115.6	120.0
Podatki i opłaty	11.5	9.3	11.0	11.6
Wynagrodzenia	239.8	259.2	292.8	363.2
Świadczenia pracownicze	59.7	63.5	70.0	85.7
Pozostałe	11.0	23.9	21.8	35.3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

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Do głównych surowców produkcyjnych można zaliczyć:

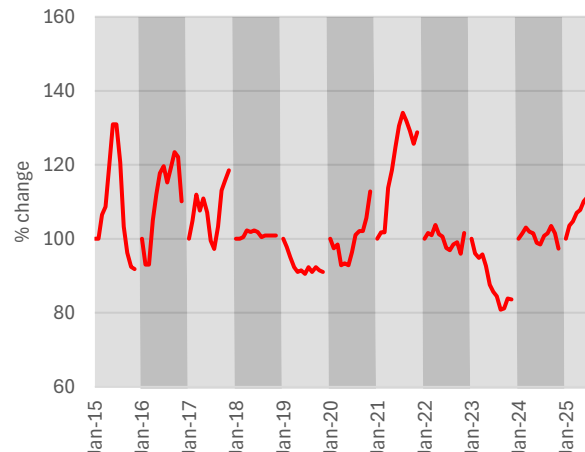
- Kauczuki syntetyczne i naturalne;
- Sadze techniczne;
- Plastyfikatory;
- Środków chemicznych, w tym oleje;
- Tworzywa sztuczne;
- Metale takie jak stali czy aluminium;
- Bawełna.

Tab. 17. Trendy cenowy głównych surowców (2018 = 100)



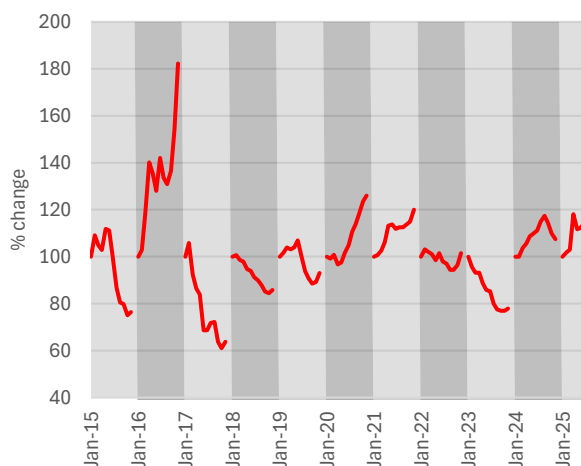
Źródło: BAAnalytiq.com, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 18. EPDM – zmiana cen w ujęciu rocznym



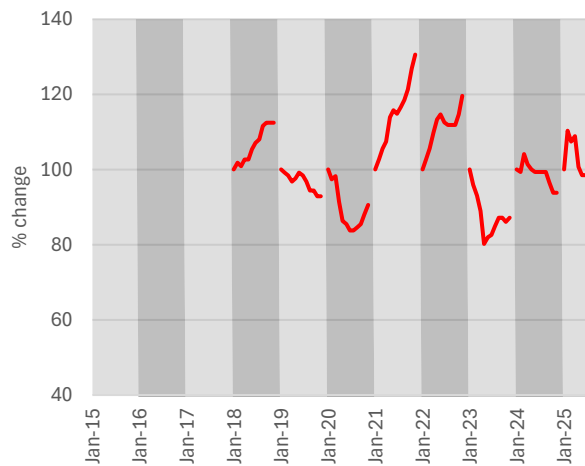
Źródło: BAAnalytiq.com, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 19. Kauczuk naturalny – zmiana cen w ujęciu rocznym



Źródło: BAAnalytiq.com, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 20. Sadze – zmiana cen w ujęciu rocznym



Źródło: BAAnalytiq.com, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 21. Walcownia Sanok SA – fundament zakładu (1/2)



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Tab. 22. Walcownia Sanok SA – fundament zakładu (2/2)

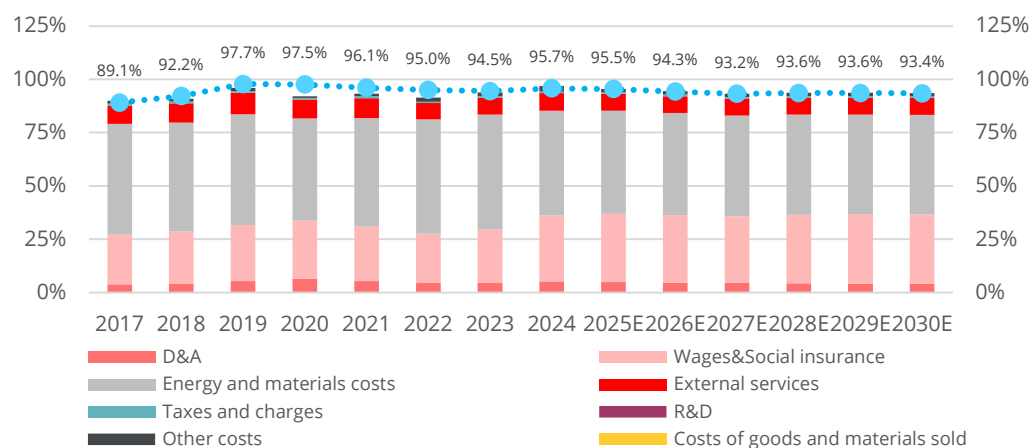


Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Źródła zaopatrzenia w surowce i materiały

- Sanok RC: wartość zakupionych przez spółkę surowców i materiałów bezpośrednich do produkcji wyniosła ok PLN370mn, z czego 68% tej kwoty stanowiły zakupy realizowane w imporcie. Największą grupę zakupionych surowców stanowiły kauczuki oraz sadze. Zakupy poszczególnych surowców i materiałów pochodzą z co najmniej dwóch alternatywnych źródeł zaopatrzeniowych, tak by uniknąć uzależnienia się od jednego dostawcy (żaden z dostawców nie posiada ponad 10% udziału w zakupach Sanok RC);
- Spółki o działalności dystrybucyjnej zaopatrują się w wyroby gumowe w Sanok RC S.A., a towary z branży rolniczej Stomil Sanok Dystrybucja Sp. z o.o. kupuje u innych dostawców;
- Stomet: spółka zaopatruje się w kraju. Niektóre gatunki stali gatunkowych oraz elementy elektroniki są kupowane za granicą. Nie istnieje jednak żadne uzależnienie od dostawców, ponieważ rynek jest bardzo konkurencyjny;
- Stomil Sanok BR: mieszanki potrzebne do produkcji kupuje od Sanok RC S.A. W pozostałe materiały spółka zaopatruje się na rynku lokalnym;
- CC RPS: w materiały i surowce potrzebne do produkcji wyrobów spółka zaopatruje się na rynkach krajów Unii Europejskiej;
- Draftex Automotive: źródła zaopatrzenia spółki ulokowane są w krajach Unii Europejskiej;
- Grupy Teknikum: dostawy są realizowane od dostawców na rynkach regionalnych.

Tab. 23. Prognozowana struktura kosztów rodzajowych



Źródło: Spółka, 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.

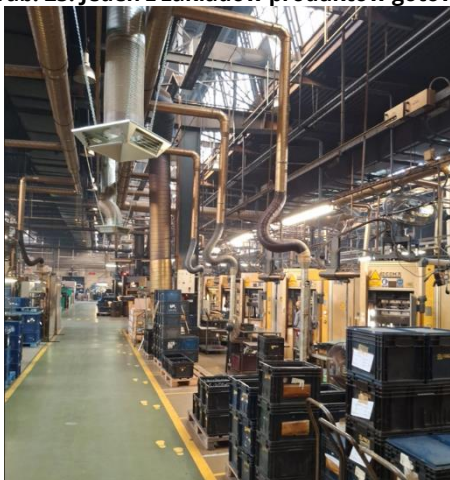
Wypracowany system zarządzania odpadami, obejmuje ich selektywną zbiórkę w celu umożliwienia ich dalszego przetwarzania lub bezpiecznego unieszkodliwiania, gdy ich wykorzystanie nie jest już możliwe. Zarządzanie obejmuje również regularną rejestrację ilości i rodzajów odpadów, co pozwala na bieżące monitorowanie wskaźników poziomu ich wytwarzania oraz identyfikację obszarów wymagających optymalizacji. Ponadto podczas poszukiwania odbiorców odpadów spółka przykłada wagę do możliwości poddania ich recyklingowi, co wspiera realizację celów GOZ i zmniejsza 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. 24. Ścieżka wydatków inwestycyjnych w rozbiciu na segmenty operacyjne (PLNmnn)

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

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 25. Jeden z zakładów produktów gotowych w Sanoku



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Tab. 26. Zmodernizowana kotłownia w Sanoku



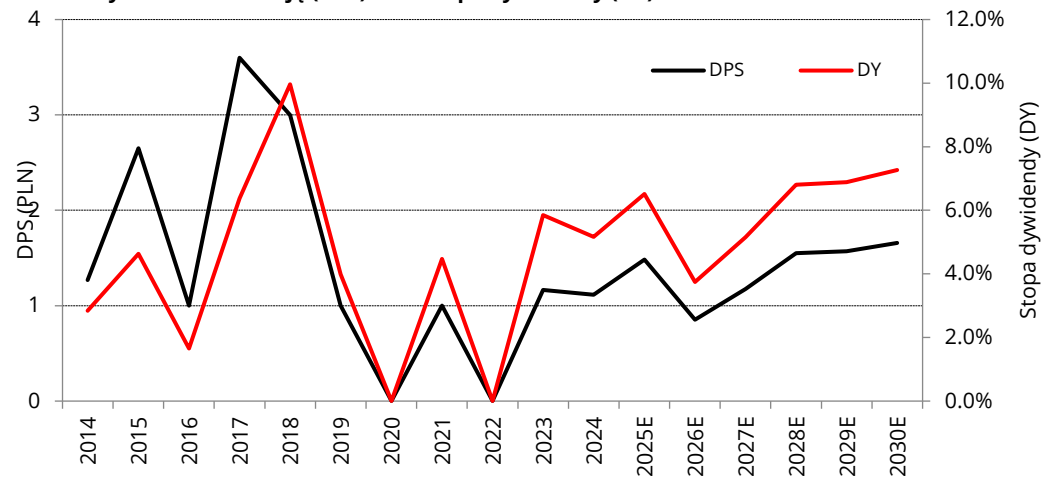
Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Polityka dywidendowa

Sanok RC nie posiada zdefiniowanej polityki dywidendowej. Niemniej jednak, mając na uwadze profil biznesowy spółki, relatywnie zdrowy bilans grupy oraz strukturę akcjonariatu, z dominującą pozycją OFE, w ostatnich latach tylko w 2021 spółka nie wypłaciła dywidendy. Fakt ten był podyktowany również dużą niepewnością związaną z restrykcjami covidowymi, zmiennymi cenami surowców oraz ogólną niepewnością co do oczekiwanych trendów biznesowych. W omawianym okresie stopa dywidendy wahała się pomiędzy ok 4%-6% (przy

czym maksymalny górny kraniec przedziału jest przewidziany dla dywidendy wypłacanej za rok 2024).

Tab. 27. Dywidenda na akcję (DPS) oraz stopa dywidendy (DY)



Źródło: Sanok, Notoria, Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Otoczenie rynkowe

Wymagające otoczenie makroekonomiczne

Po widocznej ekspansji przemysłu po wybuchu pandemii COVID-19, na początku 2023 roku w Europie rozpoczął się długotrwały spadek produkcji przemysłowej. Wojna na Ukrainie i wynikający z niej kryzys energetyczny wyraźnie odcisnęły swoje piętno. W ciągu ostatnich dwóch lat przemysł europejski pozostawał w tyle za amerykańskim. Na początku 2025 roku produkcja przemysłowa w UE i strefie euro była o około 5% niższa niż dwa lata temu. Chiny i US odnotowały w tym samym okresie wzrost produkcji. Co więcej, niedawno odrodzona polityka protekcyjnistyczna USA sabotowała nowe perspektywy wzrostu europejskiego sektora wytwórczego, przynajmniej w krótkim okresie.

Rosnący poziom niepewności handlowej nasila presję zarówno na niski poziom zaufania, jak i ograniczoną gotowość do inwestycji, co przekłada się na negatywne czynniki napędzające popyt w sektorach produkcji dóbr, takich jak przemysł wytwórczy. Nadwyżka mocy produkcyjnych przyczynia się do pogorszenia konkurencyjności europejskich sektorów podstawowych, dodatkowo podsycanej wysokimi cenami energii w Europie.

W efekcie producenci maszyn, urządzeń elektrycznych i pojazdów silnikowych odnotowali największy spadek produkcji w ubiegłym roku. Sprzedaż samochodów w Europie spadła o około 18% w porównaniu z 2019 rokiem. Mniejsza stopa wymiany samochodów służbowych podczas pandemii i szybko rosnąca konkurencja ze strony nowych chińskich marek nadal wystawiają na próbę modele biznesowe europejskich producentów samochodów. Jednocześnie unijni producenci maszyn oraz produktów elektronicznych i elektrycznych utrzymują się na poziomach porównywalnych jedynie z okresami głębokiej recesji, co wynika z ogólnie gorszego globalnego popytu.

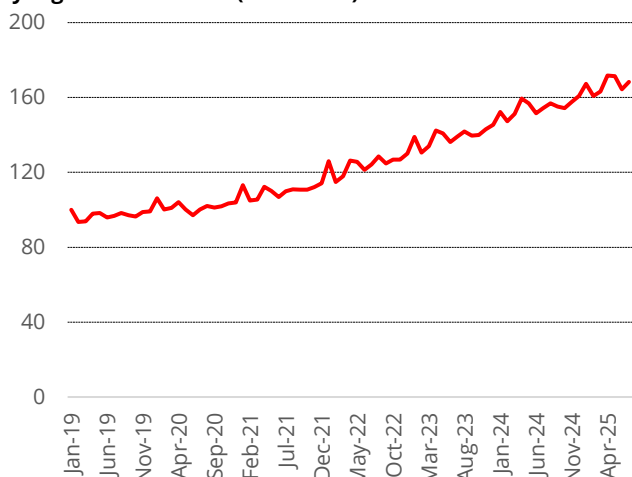
Wybiegając w przyszłość, pewne nadzieje wiążą się z łagodzeniem warunków finansowania na całym świecie (na razie z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych). Uważamy, że stymulacja fiskalna może również okazać się pomocna, ponieważ wzrost wydatków na obronność i infrastrukturę w całej UE mógłby zapewnić stopniowy wzrost. Niemniej jednak kontynent stoi w obliczu strukturalnych zmian w handlu światowym związanych z już wspomnianym protekcyjnizmem, szybkim postępem technologicznym i chińskimi inwestycjami rządowymi na dużą skalę. Pomimo dość rozczarowujących trendów gospodarczych w ostatnich kwartałach, istnieje jednak nadzieja, że najgorsze może już za nami. Niektóre wskaźniki wyprzedzające wskazują, że gospodarka strefy euro wyszła z fazy spowolnienia w kwietniu 2025 r., co stanowiło najniższy punkt cyklu wzrostu. Obecnie gospodarka strefy euro znajduje się w fazie ekspansji z przyspieszeniem wzrostu. Jednak sytuacja gospodarcza nadal charakteryzuje się wysokim stopniem niepewności ze względu na szereg czynników, takich jak utrzymująca się niestabilność geopolityczna i skutki niedawnych podwyżek ciał.

Pozycja konkurencyjna

Model biznesowy Sanok RC oraz relacje z klientami są oparte na (1) wiedzy (relatywnie długi oferowany łańcuch wartości), (2) kompetencjach produkcyjnych (know-how), (3) elastycznym nastawieniu do realizowanych projektów (pod warunkiem spełnienia z góry zdefiniowanych kryteriów ekonomicznych), a także (4) wiarygodnej sytuacji finansowej. Szeroko rozumiane strukturalne zmiany obserwowane w ostatnim czasie na rynku, wymusiły jednak pewną konsolidację aktywów, w celu optymalizacji efektywności operacyjnej / finansowej. Z tego

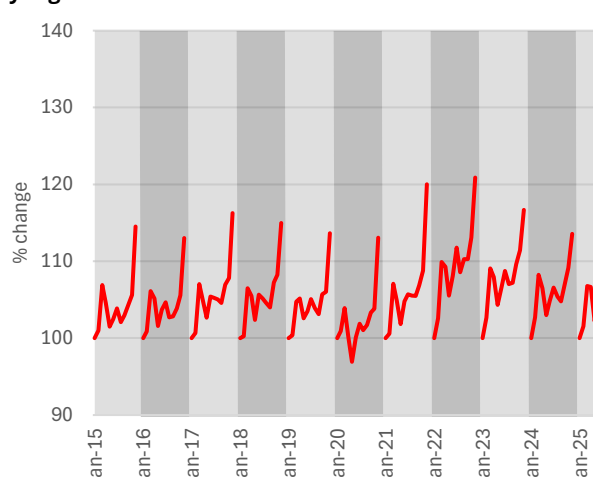
punktu widzenia, nie wydaje się, aby miało to kreować wyzwania w ramach budowania / utrwalania relacji z klientami. To co jednak wpływa na osiągane parametry finansowe, a jednocześnie przełożyło się w ostatnim czasie na pogorszenie pozycji konkurencyjnej, to zauważalny wzrost kosztów siły roboczej w Polsce. Charakterystyka produkcji ogranicza w istotnym stopniu możliwość eliminacji kosztów stałych utożsamianych przede wszystkim z kosztami pracy. Z tego tytułu, podejmowane przez grupę próby odbudowy marżowości przez odpowiednie zarządzanie portfelem zleceń, jak też wzrost przez akwizycje (w połączeniu z poszukiwaniem efektów synergii).

Tab. 28. Polska – skumulowana zmiana średniego wynagrodzenia brutto (2018 = 100)



Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 29. Polska – śródroczna zmiany średniego wynagrodzenia brutto



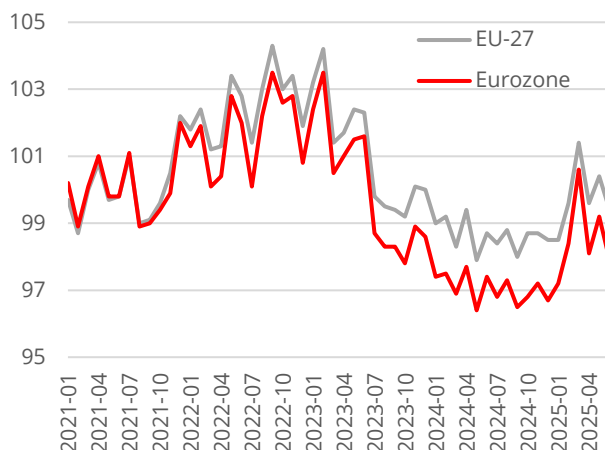
Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

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 przyjętym założeniom, 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.

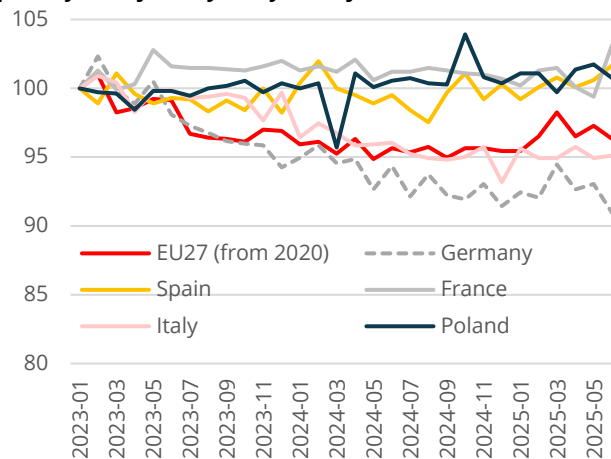
Z punktu widzenia szacowanych przyszłych przepływów pieniężnych, zwracamy uwagę na relatywnie ograniczony potencjał wzrostu organicznego, zakładając aktualną stabilną bazę aktywów. Na poziomie grupy, szacujemy go na ten moment na ok 15-20% w perspektywie średnioterminowej, co naturalnie tworzy pewne 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 menadżerskim 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. 30. Skumulowana dynamika produkcji przemysłowej w Europie



Źródło: Eurostat, Santander Biuro Maklerskie

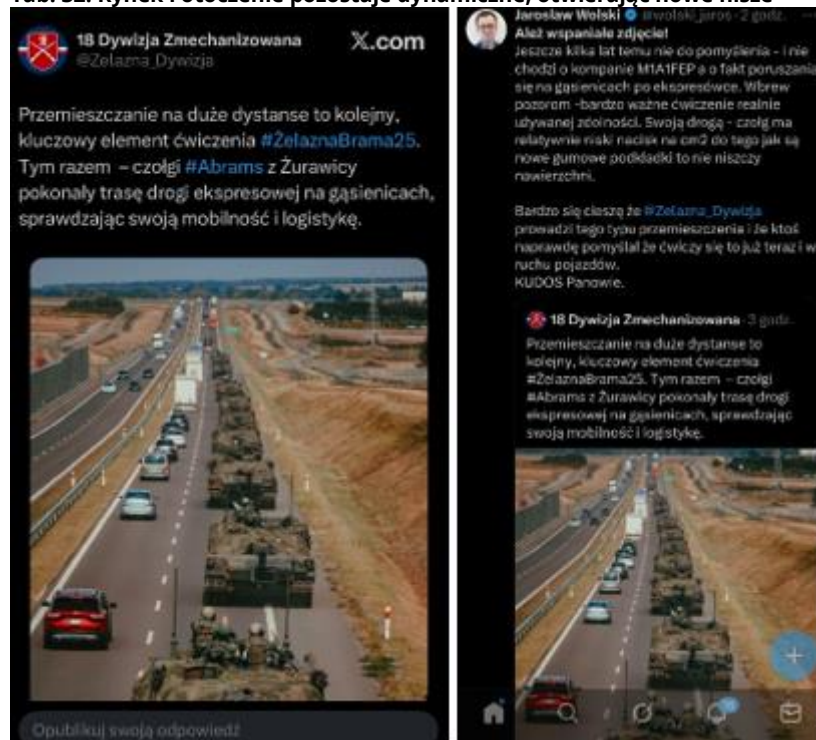
Tab. 31. Porównanie skumulowanej dynamiki produkcji przemysłowej dla wybranych krajów UE



Źródło: Eurostat, Santander Biuro Maklerskie

Z uwagi na dynamiczne środowisko biznesowe, jak też zmiany strukturalne, jeżeli chodzi o sektory docelowe, a także realizowane przez nie łańcuchy dostaw, nie wykluczamy (bazując na bazie doświadczeń z ostatnich lat m.in. targów MSPO), że przed grupami takimi jak Sanok RC rynek może otworzyć nowe nisze. Niestety z uwagi na wysoce opcyjny charakter takich zmian nie są one uwzględnione w naszym modelu wyceny, ale uważamy, że warto być świadomym zmian, jakie zachodzą w kształtowaniu potencjału sprzedażowego grupy. W tym wypadku warto też zwrócić uwagę na kontekst projektu dewulkanizacji oraz związanych z tym korzyści wynikających z gospodarki o obiegu zamkniętym, a także potencjalnych nowych zastosowaniach produktowych.

Tab. 32. Rynek i otoczenie pozostaje dynamiczne, otwierając nowe nisze

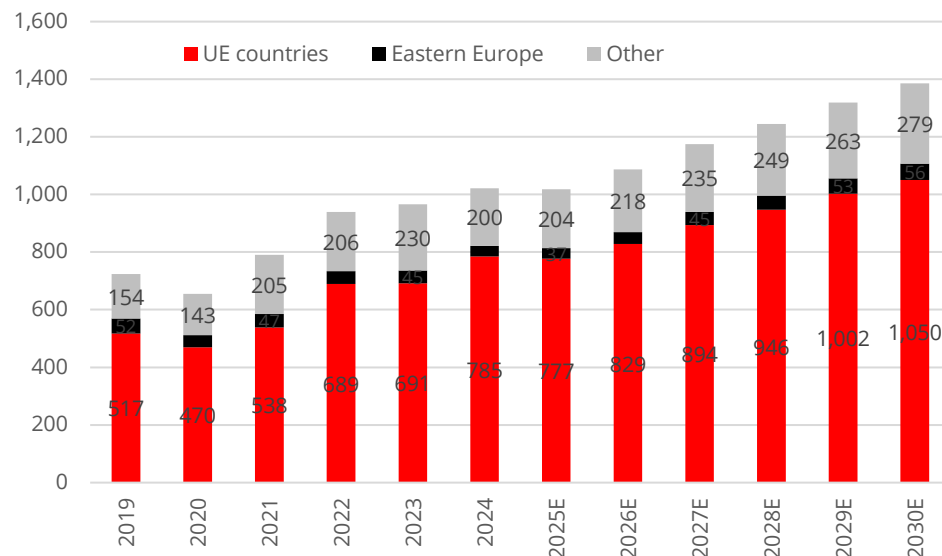


Źródło: Sanok, Notoria, Santander Biuro Maklerskie

Prognozy wyników finansowych

Nasze prognozy wskaźników operacyjnych oraz finansowych opieramy na bazie szacowanych trendów głównych KPI grupy w oparciu o wyniki realizowane w ostatnich kwartałach, jak też o oczekiwane zmiany w strukturze asortymentowej grupy (sukcesywnie malejący udział produkcji dedykowanej dla sektora motoryzacyjnego) oraz trendy makroekonomiczne (zarówno w ujęciu globalnym, jak i lokalnym). Zakładamy utrzymanie relatywnie stałej struktury rynku jeżeli chodzi o otoczenie konkurencyjne, przy jednoczesnym dążeniu producentów do maksymalizacji wykorzystania dostępnych mocy produkcyjnych.

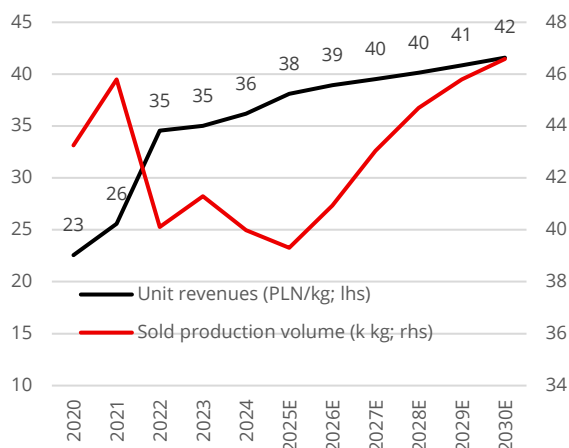
Tab. 33. Prognozowana geograficzna struktura sprzedaży (PLNm)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

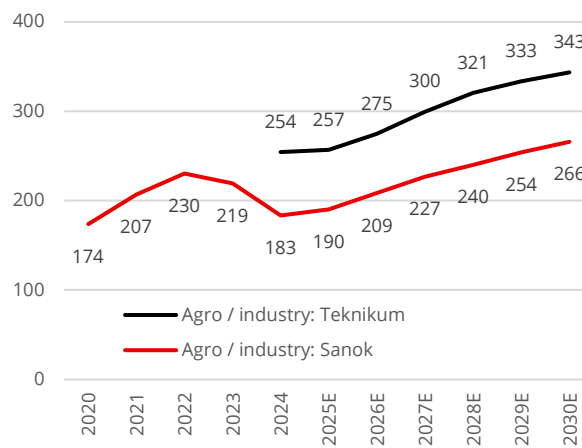
W odniesieniu do struktury sprzedaży, zgodnie z aktualną strategią grupy, oczekujemy sukcesywnego spadku udziału biznesu motoryzacyjnego w strukturze sprzedaży (z blisko 50% w roku 2024, do ok 46% w 2030P). Prognozy te oparte są o założenia dotyczące organicznego rozwoju sprzedaży w ujęciu segmentowym, a w scenariuszu obejmującym realizację transakcji M&A, mogą okazać się istotnie niższe. Takie podejście przekłada się jednocześnie na stopniowy wzrost marżowości operacyjnej grupy, dzięki realizacji portfela kontraktów, charakteryzującego się zadowalającymi warunkami cenowymi i optymalnego z punktu widzenia maksymalizacji wartości dodanej.

Tab. 34. Szacowane przychody jednostkowe grupy



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

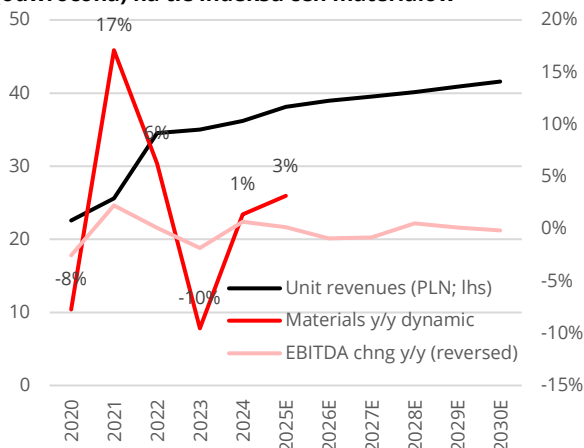
Tab. 35. Prognozowana ścieżka przychodów dla segmentu przemysł i rolnictwo



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

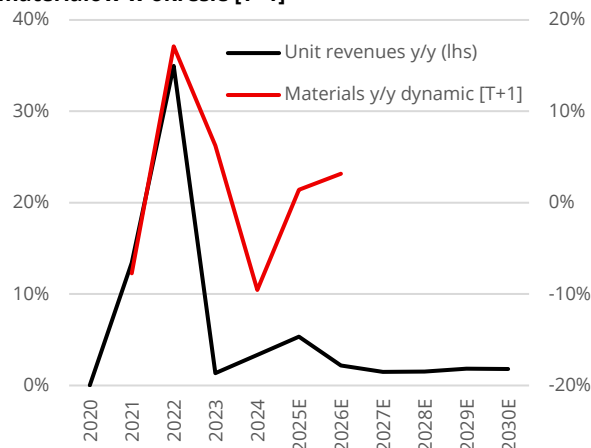
W długim terminie, zakładamy zarówno pozytywny efekt wolumenowy, jak i cenowy, przy czym ten pierwszy jest istotnie wyższy. Przekłada się to na pozytywny efekt dźwigni operacyjnej. Jeżeli chodzi o strukturę kosztową, zakładamy pewną optymalizację udziału kosztów materiałów i energii, z uwagi na oczekiwane zmiany w portfelu produktowym, jak też efekt poczynionych inwestycji. Płace są tym elementem, który cały czas może negatywnie obciążać bieżący rachunek wyników, ale zakładamy, że ich dynamika nieco spowolni, w porównaniu do ostatnich lat, charakteryzujących się dynamicznym wzrostem stawki minimalnego wynagrodzenia.

Tab. 36. Przychody jednostkowe i marża EBITDA (odwrócona) na tle indeksu cen materiałów



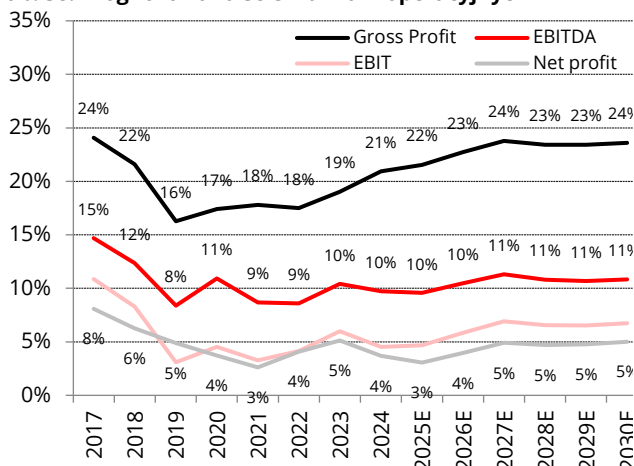
Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 37. Przychody jednostkowe vs. dynamika cen materiałów w okresie [T+1]



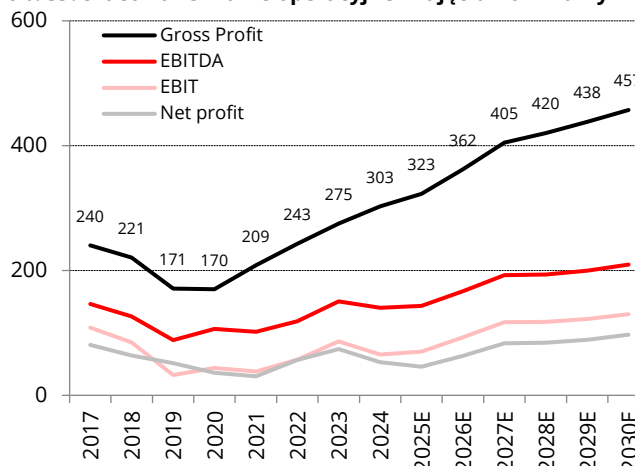
Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 38. Prognozowana ścieżka marż operacyjnych



Źródło: Spółka, Notoria, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 39. Szacowane marże operacyjne w ujęciu nominalnym

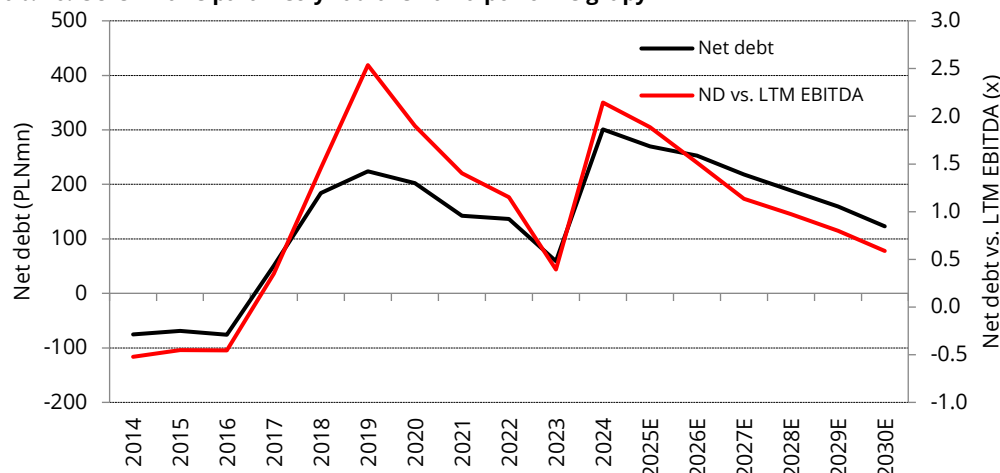


Źródło: Spółka, Notoria, Santander Biuro Maklerskie

Zadłużenie i konwersja EBITDA na przepływy operacyjne

W latach 2020-2024 wskaźnik konwersji EBITDA na przepływy operacyjne Sanok RC wyniósł średnio blisko 100%, co w naszej opinii było bardzo dobrym wynikiem i potwierdza dobre fundamenty modelu biznesowego. Historycznie, firma finansowała nakłady inwestycyjne z wykorzystaniem dostępnych źródeł finansowania dłużnego, jak też środków własnych. Przewidujemy, że w kolejnych latach te tendencje zostaną utrzymane, a nasza prognoza na lata 2025-2030E zakłada średni wskaźnik konwersji EBITDA na przepływy operacyjne na poziomie ok. 80%. Środki te, powinny pozwolić na kontynuację polityki regularnych wypłat dywidendy z zysku, jak też na realizację strategii dalszej dywersyfikacji biznesowej.

Tab. 40. Oczekiwane parametry zadłużenia na poziomie grupy*



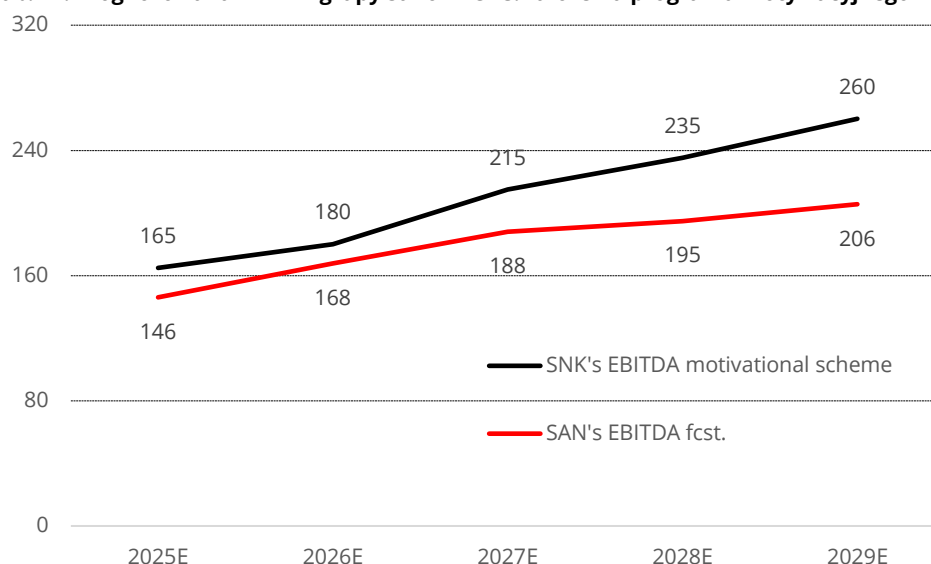
Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *bez uwzględnienia opcji odkupu 30% udziału w Teknikum oraz innych ewentualnych transakcji M&A

Tab. 41. Rachunek zysków i strat

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody skonsolidowane	1,385	1,446	1,446	1,498	1,594	1,701	1,793	1,871
KWS	1,143	1,170	1,144	1,175	1,232	1,297	1,373	1,433
Zysk brutto	243	275	303	323	362	405	420	438
SG&A	173	196	241	255	271	289	305	318
Pozostałe przychody operacyjne netto	2	7	3	2	2	2	2	2
EBITDA	119	150	141	143	167	192	194	200
Zysk operacyjny	57	86	65	70	93	117	118	122
Przychody (koszty) finansowe netto	0	-1	-8	-11	-12	-11	-10	-8
Zysk przed opodatkowaniem	58	85	57	59	81	106	108	114
Podatek dochodowy	0	-9	-2	-11	-15	-20	-21	-22
Zysk netto	57	74	53	46	63	83	84	89
Marża brutto	17.5%	19.0%	20.9%	21.5%	22.7%	23.8%	23.4%	23.4%
Marża EBITDA	8.6%	10.4%	9.7%	9.6%	10.5%	11.3%	10.8%	10.7%
Marża operacyjna	4.1%	6.0%	4.5%	4.7%	5.8%	6.9%	6.6%	6.5%
Marża zysku netto	4.1%	5.1%	3.7%	3.1%	4.0%	4.9%	4.7%	4.8%

Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 42. Prognozowana EBITDA grupy Sanok RC vs. założenia programu motywacyjnego*



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

Tab. 43. Bilans

PLNm	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa obrotowe	570	568	544	536	551	582	606	633
Aktywa trwałe	443	461	661	646	647	648	649	651
Aktywa razem	1,017	1,030	1,205	1,182	1,198	1,230	1,255	1,285
Zobowiązania krótkoterminowe	240	277	279	279	282	286	289	292
zadłużenie bankowe	20	45	45	40	36	33	30	27
Zobowiązania długoterminowe	228	159	339	310	283	259	238	219
zadłużenie bankowe	180	111	274	246	222	200	180	162
Kapitał własny	547	589	581	587	628	679	722	769
Zobowiązania ogółem	1,017	1,030	1,205	1,182	1,198	1,230	1,255	1,285
Dług netto (DN)	137	59	301	270	253	218	189	159
DN / LTM EBITDA	1.2	0.4	2.1	1.9	1.5	1.1	1.0	0.8

Źródło: Spółka, Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 44. Rachunek przepływów pieniężnych

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	78	183	55	130	115	142	149	151
Przepływy z inwestycji	-59	-80	-237	-59	-75	-76	-77	-80
Przepływy z tytułu finansowania	-10	-72	105	-75	-54	-60	-67	-65
W tym dywidendy	0	-31	-30	-40	-23	-32	-42	-42
Zmiana środków pieniężnych netto	10	31	-77	-4	-14	6	4	6

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wyniki kwartalne

Sezonowość

Nieznaczna część produktów Sanok RC jest sprzedawana na rynku konsumenckim. W większości przypadków produkty są wytwarzane cyklicznie, a grupa nie wyodrębnia szczególnej sezonowości działalności (na poziomie skonsolidowanym). W naszej opinii, mając na uwadze zarówno aktualną, jak też oczekiwaną strukturę sprzedaży (w ujęciu branżowym) w kolejnych latach, historyczne wyniki wskazują na pewne wahania wyników, które można utożsamiać z efektem kalendarzowym. Wyłączając zdarzenia o teoretycznym charakterze jednorazowym, IV kwartał, wydaje się być okresem najniższej aktywności operacyjnej grupy.

Opis wyników 2 kw. 2025 / (wstępna) prognoza wyników 3Q25P

Poniżej przedstawiamy główne punkty odnoszące się do charakterystyki / opisu wyników 1H25 / 2Q25, opublikowanych przez spółkę:

- Wyniki w 2Q25 r. były zbliżone do tych, raportowanych w latach ubiegłych, przy czym, zostały zrealizowane w wymagającym otoczeniu biznesowym, dotyczącym przede wszystkim segment motoryzacyjny;
- W I połowie 2025 r. nie odnotowano pozytywnego wpływu rekompensat od producentów OEM; zgodnie z komentarzem spółki, ewentualne roszczenia mogą znaleźć odzwierciedlenie w wynikach raportowanych dla przełomu 2025/2026, ale na tym etapie klienci są dość niechętni do kompensacji niższych wolumenów;
- Sanok RC pracuje nad akwizycjami, głównie w segmencie poza motoryzacyjnym (2-3 cele akwizycyjne są przedmiotem analiz); grupa koncentruje się na Europie ze względu na sytuację geopolityczną;
- Zarząd podchodzi konserwatywnie do poziomu planowanych nakładów inwestycyjnych i dokonuje jedynie niezbędnych inwestycji;
- Istnieje ryzyko, że segment motoryzacyjny może odnotować redukcję budżetowanego portfela zamówień od producentów OEM w II połowie 2025 r. ze względu na znaczną niepewność biznesową oraz strukturalne zmiany na rynku;
- Jednym z głównych celów na nadchodzące kwartały pozostaje odbudowa marż operacyjnych, a Sanok dąży nie tylko do redukcji kosztów, ale także do optymalizacji portfela kontraktów.

Tab. 45. Sanok RC: wybrane pozycje sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym (1/2)

PLNmn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	y/y	q/q
Przychody	343.8	393.7	374.7	334.2	357.4	389.4	380.0	1%	-2%
EBITDA	30.6	40.4	39.3	26.9	28.7	43.0	42.3	8%	-2%
EBITDA %	8.9%	10.3%	10.5%	8.1%	8.0%	11.1%	11.1%	63.7	7.2
EBIT	15.2	20.8	22.7	3.5	8.7	22.1	21.3	-6%	-4%
EBIT %	4.4%	5.3%	6.1%	1.1%	2.4%	5.7%	5.6%	-46.5	-7.2
Zysk netto	13.6	13.9	22.8	2.5	7.2	13.4	13.9	-39%	4%
ZN %	4.0%	3.5%	6.1%	0.7%	2.0%	3.4%	3.7%	-242.3	21.7
Przepływy operacyjne	26.5	15.6	45.6	37.2	32.5	33.0	25.0	-45%	-24%
Dług netto (DN)	108	306	267	301	236	225	254	-5%	13%
DN / LTM EBITDA	0.7	2.2	1.9	2.2	1.7	1.6	1.8	-0.1	0.2
Koszty sprzedaży (KS)	48.8	64.8	59.8	69.0	62.9	65.3	65.0	9%	0%
KS vs. przychody	14.2%	16.5%	15.9%	20.6%	17.6%	16.8%	17.1%	1.2	0.3

Źródło: Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Jeżeli chodzi o prognozę oczekiwań wyników 3Q25E, spodziewamy się, że spółka może odnotować relatywnie niski spadek przychodów w ujęciu kw/kw, mimo niesprzyjającej sezonowości branży motoryzacyjnej. Oczekujemy utrzymania wysokiej efektywności kosztowej, co w połączeniu ze stabilnymi notowaniami głównych surowców, powinno pozwolić na realizację satysfakcjonujących marż operacyjnych. Przepływy operacyjne szacujemy w wysokości 25 mln zł, ale z uwagi na planowaną wypłatę dywidendy (37 mln zł) we wrześniu 2025, prognozujemy wzrost długu netto kw/kw do blisko 254 mln zł (implikowany wskaźnik długu netto / LTM EBITDA w wysokości 1.8x).

Tab. 46. Sanok RC: wybrane pozycje sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym (2/2)

PLNmn	1Q25	2Q25	3Q25P	y/y	q/q	FY22	FY23	FY24	LTM
Przychody	357.4	389.4	380.0	1%	-2%	1,172	1,385	1,446	1,446
EBITDA	28.7	43.0	42.3	8%	-2%	101	119	150	137
EBITDA %	8.0%	11.1%	11.1%	63.7	7.2	8.6%	8.6%	10.4%	9.5%
EBIT	8.7	22.1	21.3	-6%	-4%	38	57	86	62
EBIT %	2.4%	5.7%	5.6%	-46.5	-7.2	3.2%	4.1%	6.0%	4.3%
Zysk netto	7.2	13.4	13.9	-39%	4%	31	57	75	53
ZN %	2.0%	3.4%	3.7%	-242.3	21.7	2.6%	4.1%	5.2%	3.7%
Przepływy operacyjne	32.5	33.0	25.0	-45%	-24%	75	92	188	125
Dług netto (DN)	236	225	254	-5%	13%	202	143	59	301
DN / LTM EBITDA	1.7	1.6	1.8	-0.1	0.2	1.9	1.4	0.4	2.2
Koszty sprzedaży (KS)	62.9	65.3	65.0	9%	0%	162.7	173.1	195.8	242.3
KS vs. przychody	17.6%	16.8%	17.1%	1.2	0.3	13.9%	12.5%	13.5%	16.8%

Źródło: Notoria, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Santander Biuro Maklerskie

Adres korespondencyjny:

ul. Kolorowa 8

60-198 Poznań

tel.: 61 856 44 44

e-mail: bm.sekretariat@santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

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

Zespół Analiz Giełdowych

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

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

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

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

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

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

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

Marcin Działek, *Analitik Akcji
Analiza Techniczna*

UJAWNIEŃ

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

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

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

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Santander Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego. Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE Santander Allianz SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

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

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek 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 Santander 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, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

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

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

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

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

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

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

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

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom. Santander Biuro Maklerskie mogło wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

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

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należytą 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, 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.

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

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.santander.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

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

Definicje rekomendacji:

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

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

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

UWAGA: Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-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 wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego roku.

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

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

Okres ważności Opracowań, których dotyczy niniejszy dokument wynosi maksymalnie 30 dni, przy czym publikacja nowego opracowania dla danego instrumentu finansowego oznacza, że opracowanie poprzednio wydane traci ważność.

Ze względu na krótki horyzont czasowy Opracowań, Santander Biuro Maklerskie nie zakłada ich regularnych aktualizacji.

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

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

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

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

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

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

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

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

Metoda wartości likwidacyjnej - wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo 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.

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

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

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; dystrybucja raportu następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

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

©2025 Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone