Sanok RC (Neutralnie, TP PLN24.1)

Program Wsparcia Analitycznego GPW

Bloomberg: SNK PW, Reuters: SNK.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska
11 sierpnia, 2026

Drobne sukcesy operacyjne popłacają

Michał Sopiel, Analityk Akcji
+48 693 720 651
michal.sopiel@erste.pl

Prognoza wyników II kw. 2026P

Sanok RC powinien w 2Q26P osiągnąć satysfakcjonujące wyniki (szczegółowe dane znajdują się w dedykowanych tabelach). Pozytywnie może wyróżnić się segment budownictwa (w tym uszczelnień okiennych) oraz mieszanek. Jednocześnie widzimy ryzyko utrzymania się słabej koniunktury w segmencie przemysłowo-rolniczym. Motoryzacja może nie wypaść tak źle, jakby wskazywały na to ogólne informacje płynące ostatnio z branży. W efekcie, grupa, powinna dalej obniżać zadłużenie (wskaźnik dług netto/EBITDA może spaść do ok. 1.1x na koniec czerwca 2026P), utrzymując potencjał do realizacji transakcji M&A. Zarząd najprawdopodobniej utrzyma konserwatywne podejście do inwestycji, koncentrując się na dywersyfikacji działalności poza motoryzacją.

Fig. 1. Sanok RC: główne komponenty wyników kwartalnych (1/2)

PLNmln	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	y/y	q/q
Przychody	389.4	365.9	357.3	368.2	398.2	2%	8%
EBITDA	43.0	40.6	36.0	31.9	40.7	-5%	28%
marża EBITDA	*11.1%*	*11.1%*	*10.1%*	*8.7%*	*10.2%*	*-83.1*	*156.2*
EBIT	22.1	19.8	14.5	12.2	20.7	-6%	69%
marża EBIT	*5.7%*	*5.4%*	*4.0%*	*3.3%*	*5.2%*	*-47.2*	*188.1*
Zysk netto	13.4	11.1	12.6	6.3	16.2	21%	156%
marża ZN	*3.4%*	*3.0%*	*3.5%*	*1.7%*	*4.1%*	*61.7*	*234.8*
OCF*	33.0	34.3	55.8	45.3	27.0	-18%	-40%
Dług netto	225	247	203	177	168	-25%	-5%
DN / LTM EBITDA	1.6	1.8	1.4	1.2	1.1	-0.5	0.0
KSiOZ	65.3	57.7	66.1	68.3	74.9	15%	10%
% przychodów	16.8%	15.8%	18.5%	18.5%	18.8%	*2.0*	*0.3*
Przychody po segmentach							
Motoryzacja	172.0	157.4	159.3	169.7	168.0	-2%	-1%
Budownictwo	48.7	56.6	52.4	49.9	65.3	34%	31%
Rolnictwo / przemysł	125.6	107.1	98.6	100.6	109.9	-12%	9%
Mieszanki	73.9	77.4	70.2	78.4	83.0	12%	6%

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

Szacunki wyników II kw. 2026P

- Oczekujemy, że przychody grupy Sanok RC wyniosą ok PLN400mn w 2Q26P, implikując wzrost przychodów o 2% r/r, głównie dzięki dobrym wynikom segmentu budownictwa oraz dalszej poprawie sprzedaży

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

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.

mieszanek gumowych, a także, biorąc pod uwagę aktualny kontekst, kontrybucji biznesu motoryzacyjnego do wyników skonsolidowanych;

- Jeżeli chodzi o marże operacyjne, to szacujemy EBITDA w 2Q26P wyniesie ok. PLN40.7mn (-5% r/r), a EBIT blisko PLN21mn (-6% r/), przekładając się na dość satysfakcjonujące poziomy relatywnie do prognozowanych przychodów; na koniec, wzrost zysk netto estymujemy o 21% r/r do PLN16.2mn, dzięki niższym kosztom finansowym, a także potencjalnie osłabieniem PLN do EUR na koniec kwartału;
- Perspektywy segmentów grupy:
    - Zakładamy, że biznes motoryzacyjny pozostanie najsłabszym obszarem działalności grupy, a przychody ze sprzedaży spadną 2% r/r do ok PLN168mn przy potencjalnie stabilnym r/r efekcie wolumenowym, przy założeniu braku odzwierciedlenia wyższych cen materiałów w produkcie końcowym;
    - Spodziewamy że segment budowlany odnotuje najsilniejszą dynamikę przychodów r/r (+34%), stanowiąc istotny element prognozowanego wzrostu przychodów Grupy w 2Q26E.;
    - Jednocześnie spodziewamy się pewnego odbicie koniunktury (mając np. na uwadze wyniki grupy Eko Okna lub MFO za 1H26) w biznesie stolarki okiennej, gdzie Sanok RC powinien utrzymać pozycję stabilnego i wiarygodnego dostawcy; oczekujemy, że mimo nieco słabszego 1H26 względem bardzo mocnego 2H25, rentowność BSP pozostanie na historycznie wysokich poziomach;
    - Co do wyniku segmentu mieszanek gumowych, uważamy, że powinny one odzwierciedlać pozytywny efekt formuł cenowych ograniczających wpływ zmian kosztów energii i materiałów;
    - Nasze szacunki wskazuję na ryzyko utrzymania słabej koniunktury w segmencie ‘Przemysł i rolnictwo’ z uwagi na ograniczony popyt na maszyny rolnicze, brak programów wsparcia oraz skutki suszy; oczekujemy jednak stabilizacji wyników w działalności rolniczej i pasach napędowych na obecnych, relatywnie niskich poziomach;
- Szacujemy, że widoczne będą dalsze korzyści synergii wynikającej z integracji działalności w obszarze mieszanek gumowych;
- Biorąc pod uwagę estymację przepływów operacyjnych na poziomie ok . PLN27mn w 2Q26P, szacujemy dalszy spadek zadłużenia netto grupy do ok. PLN168mn oraz obniżenia wskaźnika dług netto/LTM EBITDA do ok. 1.1x, przekładając się na dobry potencjał akwizycyjny grupy.

Komentarz do prognozy wyników II kw. 2026P

W poniższych punktach prezentujemy główne czynniki, jakie naszym zdaniem będę miały wpływ na wyniki operacyjne i finansowe Sanok RC w II kw. 2026P oraz w perspektywie 2 połowy 2026P:

- Oczekujemy, że mimo ryzyka spadku wolumenów spółka, przynajmniej w krótkim terminie, nie będzie skłonna do istotnej optymalizacji zatrudnienia, co może utrudniać dostosowanie bazy kosztowej do słabszego popytu;
- Perspektywy dla biznesu motoryzacyjnego mogą pozostawać rozczarowujące w związku z negatywnymi sygnałami płynącymi od kluczowych producentów europejskich, z którymi współpracuje grupa; szacujemy, że oczekiwane relatywnie satysfakcjonujące wolumeny zamówień z 2Q26P mogą mieć charakter przejściowy i wynikać z budowy zapasów przed planowanymi postojami produkcyjnymi klientów;
- Zakładamy, że strategicznym priorytetem zarządu pozostanie dalsza dywersyfikacja działalności poprzez przejęcia biznesów spoza sektora motoryzacyjnego, przy czym nie wykluczamy, że jeszcze w 2026 może dojść do akwizycji;
- Oczekujemy utrzymania konserwatywnego podejścia do inwestycji, przy czym capex 2026P może być na poziomie ok. PLN 60-65mn; szacujemy, że rozwój projektu dewulkanizacji pozostanie wolniejszy od pierwotnych założeń, m.in. z powodu warunków formalnych, jako że projekt jest dofinansowany przez NCBiR;
- Oceniamy, że potencjalnym czynnikiem jednorazowo wpływającym na wynik netto pozostaje rozliczenie programu motywacyjnego; zwracamy przy tym uwagę na wysokie pozostałe koszty operacyjne w 1Q26;
- W średnim terminie nie spodziewamy się większych dezinwestycji (np. w kontekście Draftex) z uwagi na brak satysfakcjonujących wycen.

Fig. 2. Sanok RC: główne komponenty wyników kwartalnych (2/2)

PLNmn	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	LTM
Przychody	1,172	1,385	1,446	1,446	1,470	1,490
EBITDA	103	120	151	141	148	149
marża EBITDA	*8.8%*	*8.6%*	*10.5%*	*9.7%*	*10.1%*	*10.0%*
EBIT	40	58	87	65	65	67
marża EBIT	*3.4%*	*4.2%*	*6.0%*	*4.5%*	*4.4%*	*4.5%*
Zysk netto	31	57	75	54	44	46
marża ZN	*2.6%*	*4.1%*	*5.2%*	*3.7%*	*3.0%*	*3.1%*
OCF*	75	92	188	125	156	162
Dług netto	202	143	59	301	203	168
DN / LTM EBITDA	1.9	1.4	0.4	2.1	1.4	1.1
KSiOZ	162.7	173.1	195.8	240.7	252.1	267.0
% przychodów	13.9%	12.5%	13.5%	16.6%	17.1%	17.9%
Przychody po segmentach						
Motoryzacja	673	804	845	715	657	654
Budownictwo	148	172	198	198	200	224
Rolnictwo / przemysł	207	230	219	374	438	416
Mieszanki	278	349	343	289	296	309

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

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

Erste Brokerage Poland

Plac Europejski 3A
00-844 Warszawa

Zespół Analiz Giełdowych

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

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

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

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

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

Marcin Działek, *Analityk techniczny 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.*

UJAWNIENIA

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 osiągniecie 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/_fileserver/item/1501617.

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Erste Biuro Maklerskie, które jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska S.A. (Erste Bank Polska) z siedzibą w Warszawie. Działalność Erste Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.
Erste Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871– t.j. z późn. zm.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Erste Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Erste Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji 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 jakakolwiek 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 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, 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 ≥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-rocznych 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 korzystał co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.
Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.
Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny". Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.
Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberga lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.
Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.
Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to ze 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; (iv) otoczenie konkurencyjne odgrywa kluczową rolę w określaniu zdolności organizacji do

kształtowania marż zysku; (v) innowacje technologiczne mogą zakłócać funkcjonowanie rynków, zmniejszając konkurencyjność niektórych produktów lub usług; (vi) panujące nastroje na rynkach kapitałowych mają bezpośredni wpływ na poziomy wyceny; (vi) inwestycje na rynkach zagranicznych i w instrumenty finansowe, takie jak amerykańskie kwity depozytowe (ADR), wiążą się z dodatkowym ryzykiem, w tym ryzykiem związanym z kursami walutowymi, kontrolą walutową, opodatkowaniem oraz czynnikami politycznymi, gospodarczymi i społecznymi.

W opinii Erste Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.
W Erste Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Erste Bank Polska działalności. Poza tym Erste Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.
Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; datę i godzinę pierwszego rozpowszechnienia raportu określa data i godzina wysyłki raportu w wiadomości mailowej skierowanej do klientów profesjonalnych oraz data i godzina wskazana w serwisie Inwestor online przy danym raporcie.

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

©2026 Erste Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone