



analitik: Krzysztof Choromański

data sporządzenia: 10.11.2016 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
66,00	1 774,2	83,62%	1 556,2	15,5	4,03

Spółka Sanok Rubber jest producentem wyrobów gumowych, gumowo-metalowych, kombinacji TPE, kombinacji gumy z innymi tworzywami. Podstawowe segmenty rynku, w których Spółka operuje: motoryzacja, budownictwo, AGD, farmacja, także dla rynku przemysłowego i rolniczego oraz rynku konsumenta ostatecznego.

Wyniki kwartalne	3Q '16	3Q '15	r/r	3Q '16	3Q '16 - BGŻ BNP	różnica	3Q '16	3Q '16 - konsensus	różnica
Przychody	237,2	236,6	0,3%	237,2	257,8	-8,0%	237,2	243,7	-2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	64,9	61,8	5,0%	64,9	63,0	3,0%	64,9	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>27,4%</i>	<i>26,1%</i>		<i>27,4%</i>	<i>24,4%</i>		<i>27,4%</i>	<i>-</i>	
EBITDA	45,6	44,4	2,7%	45,6	46,1	-1,1%	45,6	50,6	-9,9%
<i>marża EBITDA</i>	<i>19,2%</i>	<i>18,8%</i>		<i>19,2%</i>	<i>17,9%</i>		<i>19,2%</i>	<i>20,8%</i>	
EBIT	35,9	35,1	2,3%	35,9	36,8	-2,4%	35,9	41,4	-13,3%
<i>marża EBIT</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,8%</i>		<i>15,1%</i>	<i>14,3%</i>		<i>15,1%</i>	<i>17,0%</i>	
Zysk netto	31,7	27,2	16,5%	31,7	29,0	9,3%	31,7	33,3	-4,8%
<i>marża netto</i>	<i>13,4%</i>	<i>11,5%</i>		<i>13,4%</i>	<i>11,2%</i>		<i>13,4%</i>	<i>13,7%</i>	

Komentarz do wyników

Sanok Rubber Company osiągnął w 3Q'16 wyniki zgodne z naszymi prognozami i nieco poniżej rynkowego konsensusu. Wyniki oceniamy neutralnie.

Przychody Sanok w 3Q'16 wyniosły 237,2 mln PLN (+0,3% r/r), co było wartością o 8% poniżej naszych prognoz. Nieco rozczarowała sprzedaż największego segmentu motoryzacji, która pomimo dobrej sytuacji w sektorze automotive spadła o 1,7% r/r do 127,9 mln PLN, wobec prognozowanych przez nas 142,2 mln PLN. Mniejsze w ujęciu r/r przychody zaraportował również drugi co do wielkości segment przemysłu i rolnictwa – było to 41,0 mln PLN (-3,4% r/r). Do poziomu 34,3 mln PLN (+7,4% r/r) Spółce udało się poprawić sprzedaż segmentu budownictwa. Również segment mieszanek zwiększył sprzedaż o 15,0% r/r, która w 3Q'16 wyniosła 26,9 mln PLN.

O 13,4% r/r poprawiony został wynik po kosztach wytworzenia i kosztach sprzedaży segmentu motoryzacji, który wyniósł 24,3 mln PLN, co przełożyło się na marżę na poziomie 19,0%. Na podobnym poziomie jak przed rokiem utrzymał się wynik segmentu przemysłu i rolnictwa (12,2 mln PLN; -1% r/r). Poprawie uległ wynik segmentu budownictwa (11 mln PLN), który zaraportował nie tylko pozytywną dynamikę (13,4% r/r), ale i wzrost marży. Na stabilnym poziomie utrzymał się wynik segmentu mieszanek (7,8 mln PLN; 14,9% r/r).

W porównaniu do wcześniejszych kwartałów Spółce udało się ograniczyć koszty zarządu. Pewien wzrost wykazały natomiast koszty sprzedaży, co może być powiązane z trwającą restrukturyzacją przedsiębiorstwa Draftex.

Zysk EBITDA w 3Q'16 wyniósł 45,5 mln PLN (+2,5% r/r), co było wartością zgodną z naszymi prognozami. Zysk operacyjny był na poziomie 35,9 mln PLN (+2,1% r/r), generując marżę na poziomie 15,1% (14,8 p. proc. w 3Q'15), a zysk netto wyniósł 31,7 mln PLN (+16,5% r/r).

Cash flow z działalności operacyjnej w 1-3Q'16 był na podobnym poziomie jak rok wcześniej (70,8 mln PLN vs 72,9 mln PLN). Poziom gotówki zwiększył się o 23,7 mln PLN do 198,4 mln PLN, natomiast gotówka netto na koniec 3Q'16 była poziomie 59,6 mln PLN (70,2 mln PLN na koniec 2015 r.).



Sanok Rubber

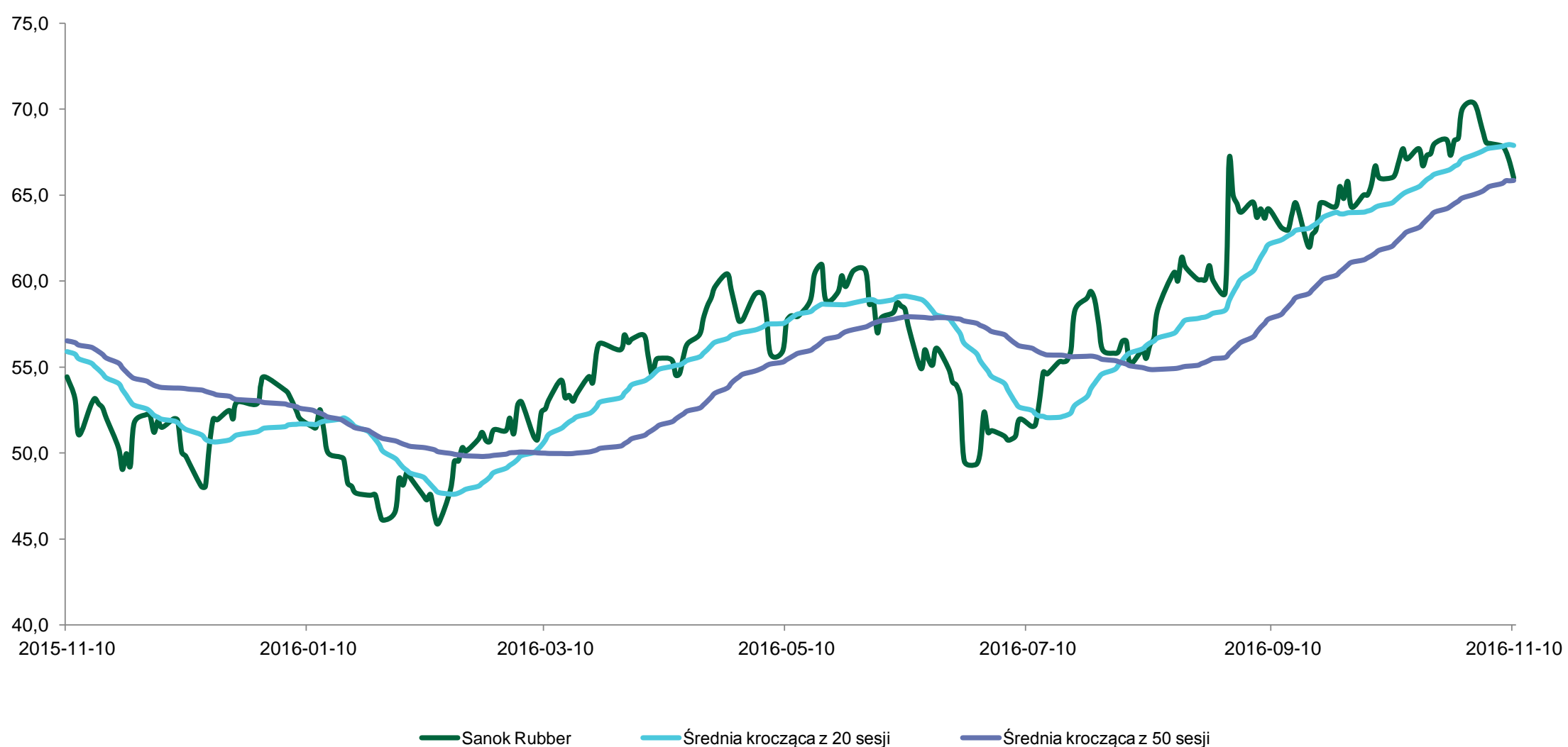
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Zaprezentowane wyniki oceniamy neutralnie. Poza przychodami, które były na podobnym poziomie jak rok wcześniej, wyniki Sanok Rubber były niemal w całości zgodne z naszymi prognozami. Spadek przychodów w segmencie motoryzacji jest powiązany z nadal trwającą restrukturyzacją przedsiębiorstwa Draftex. Wg. wcześniejszych zapowiedzi Zarządu miało ono być rentowne już od 2H'16, niestety w okresie 3Q'16 ten poziom ten nie został jeszcze osiągnięty. Mimo to Spółka stara się pozyskać kolejne kontrakty, które pozwolą jej na poprawę wyników w przyszłości. W ostatnim roku udało się zdobyć zlecenia o łącznej wartości 146,5 mln EUR. Ponadto Spółka wiąże duże nadzieje z rozwojem produkcji w chińskim przedsiębiorstwie. Wprawdzie w porównaniu z całą grupą skala działalności QMRP jest niewielka, lecz dzięki obecności na największym motoryzacyjnym rynku świata Sanok staje się globalnym producentem, w wyniku czego łatwiej będzie mu zdobywać kolejne kontrakty. Samo chińskie przedsiębiorstwo, podobnie jak Draftex, przechodzi proces restrukturyzacji i pomimo dużej dynamiki przychodów najprawdopodobniej zaraportuje ujemny wynik EBITDA w 2016 r. Presja ze strony producentów samochodów aby Sanok dostarczał swoje produkty na wszystkich znaczących rynkach motoryzacyjnych spowodowała, że Spółka realizuje sprzedaż do krajów z obszaru NAFTA oraz rozważa rozpoczęcie tam produkcji.

W nieco gorszej sytuacji znajduje się segment przemysłu i rolnictwa. Środki z programu PROW w większości nie zostały jeszcze rozdysponowane w wyniku czego popyt na maszyny rolnicze nadal utrzymuje się na niskim poziomie. Większych dynamik sprzedaży segmentu spodziewamy się dopiero gdy zacznie się dystrybucja środków unijnych. Stosunkowo dobrze wypadł segment budownictwa odnotowując poprawę przychodów i marży, pomimo trudnej sytuacji na rynkach wschodniej Europy. Wyniki segmentu mieszanek wpisywały się w trend z poprzednich kwartałów.

Perspektywy dla Spółki oceniamy pozytywnie. Sprzedaż samochodów osobowych i użytkowych utrzymuje się wysokim poziomie, co powinno przełożyć się stabilne zamówienia dla segmentu motoryzacji. Rozwój produkcji na kolejnych kontynentach pozwoli Spółce stać się globalnym graczem na rynku gumowych komponentów wykorzystywanych w produkcji samochodów i ułatwi zdobywanie kolejnych kontraktów. Rozwój segmentu przemysłu i rolnictwa mocno powiązany jest ze środkami PROW. Naszym zdaniem wkrótce powinny nastąpić pierwsze ich wypłaty, co przełoży się na wyższą sprzedaż segmentu. Rozwój segmentu budownictwa jest ograniczony z powodu trudnej sytuacji na rynkach Europy Wschodniej, niemniej z powodu niskiej bazy poprawa wyników w kolejnych kwartałach jest możliwa.

Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego telefon adres email

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego telefon adres email

Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
-----------------	--------------	--

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :
<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:
https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf