

## Skarbiec Holding

### Pracując nad rentownością

Obniżamy naszą 12M cenę docelową dla Skarbiec Holding do PLN 32.0/akcję z PLN 34.0 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Struktura wyników za 4Q23/24 była lekko rozczarowująca, ale Skarbiec kontynuuje proces restrukturyzacji w celu powrotu do trwałej rentowności. Oszczędności kosztowe, zmiany w ofercie produktowej i strategicznych obszarach będą wspierać wyniki w najbliższych kwartałach. Uważamy, że kapitalizacja spółki na poziomie gotówki nie odzwierciedla możliwości generowania zysków przez spółkę. Zwracamy również uwagę na opcję akwizycji – o ile nie jest to nasz bazowy scenariusz, potencjalne przejęcie mogłoby znacząco wzmocnić pozycję rynkową Skarbca.

**Nieco słabsze od oczekiwań wyniki za 2Q24 (kalendarzowy)** – 2Q24 zysk netto wyniósł PLN 2.8m wobec naszych oczekiwań PLN 1.6m, głównie jednak za sprawą pozytywnego podatku dochodowego i nieznacznie wyższych przychodów finansowych netto. Opłata stała była niższa od naszych założeń przy AUM rosnących o 4% r/r (-1% kw/kw).

**Zmiany prognoz** – Trendy w zakresie AUM oraz wyniki spółki za 2Q24 (kalendarzowy) skłoniły nas do obniżenia naszej prognozy zysku netto o 4% w 2024/25e (do PLN 18.8m) oraz o 6% w 2026e (do PLN 8.1m).

**Szansa na potencjalne przejęcie?** – Według doniesień prasowych Skarbiec miał być zainteresowany przejęciem Noble Securities. Nie jest to nasz bazowy scenariusz, ale zwracamy uwagę, że potencjalne przejęcie – po korzystnej cenie – dystrybutora lub spółki zarządzającej aktywami, mogłoby znacząco wzmocnić pozycję rynkową Skarbca.

**Wycena na poziomie gotówki** – Na koniec czerwca Skarbiec Holding miał c. PLN 130m gotówki i ekwiwalentów. W naszym przekonaniu obecna kapitalizacja w wys. PLN 138m nie odzwierciedla adekwatnie bilansu i możliwości powrotu do generowania zysków przez spółkę.

**Proces restrukturyzacji w toku** – Skarbiec kontynuuje realizację procesu restrukturyzacji. Naszym zdaniem oszczędności kosztowe, uproszczenie oferty produktowej oraz zmiany w strategicznych obszarach powinny wspierać wyniki spółki w najbliższych kwartałach.

**Kluczowe ryzyka** – Kluczowymi czynnikami ryzyka są zmiany regulacyjne, wyniki funduszy oraz zależność od trendów rynkowych.

### Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2022/23-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Przychody	55.6	70.4	129.4	90.5	94.2	95.1
EBITDA	-11.3	-2.1	16.0	7.6	9.5	9.3
Zysk netto	-24.8	5.2	18.8	8.1	9.0	8.4
- zmiana r/r (%)	na	na	261%	-57%	10%	-7%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	5.9%	6.5%
P/E (x)	na	26.6	7.4	17.0	15.4	16.6
P/BV	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

\* Okres od lip'24 – do gru'25, Źródło Spółka, Pekao Equity Research

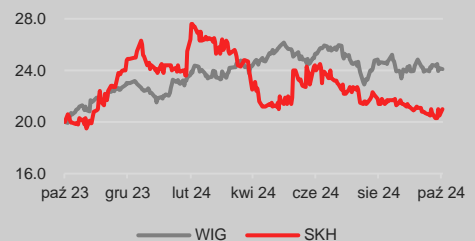
## Kupuj (raport aktualizujący)

**Cena docelowa** **PLN 32.0**

**Potencjał wzrostu** **+58%**  
 Cena z 23 października 2024 **PLN 22.8**

**Rating ESG** **C**  
**Ocena końcowa ESG** **0.97**

### Relatywny kurs akcji vs. WIG



### NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 1Q25/26 **26 listopada**

### KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	SKH PW
Free float (%)	27.6
MCAP (PLNm)	138
Liczba akcji (mn)	6.8

### Akcjonariusze

LCI oraz Aoram	48.3%
Juroszek Holding	11.5%
TFI Quercus	7.6%
PKO Bankowy OFE	5.0%
Other	27.6%

**Michał Fidelus**  
[michal.fidelus@pekao.com.pl](mailto:michal.fidelus@pekao.com.pl)



## Spis treści

Kluczowe dane .....	3
Omówienie wyników za 4Q23/24 .....	4
Aktualizacja prognoz .....	5
Ostatnie wydarzenia .....	6
Wycena .....	7
Rating ESG .....	9
Prognozy finansowe .....	10
DISCLAIMER.....	12

## Kluczowe dane

Rachunek wyników	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
<b>Przychody</b>	<b>55.6</b>	<b>70.4</b>	<b>129.4</b>	<b>90.5</b>	<b>94.2</b>	<b>95.1</b>
Wynagrodzenie stałe	52.0	59.6	97.7	74.3	77.9	79.8
Wynagrodzenie zmienne	2.5	10.4	30.5	14.9	15.0	14.0
Pozostałe	1.1	0.4	1.2	1.3	1.3	1.3
<b>Koszty ogółem</b>	<b>68.8</b>	<b>74.9</b>	<b>117.9</b>	<b>85.7</b>	<b>87.4</b>	<b>88.6</b>
Amortyzacja	2.0	2.6	4.5	2.7	2.8	2.8
Koszty dystrybucji	22.5	26.6	41.5	31.6	32.7	33.5
Koszty osobowe	19.6	19.0	37.0	24.6	25.4	26.0
Pozostałe	24.7	26.8	34.9	26.8	26.5	26.3
<b>EBIT</b>	<b>-13.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>11.6</b>	<b>4.9</b>	<b>6.7</b>	<b>6.5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-11.3</b>	<b>-2.1</b>	<b>16.0</b>	<b>7.6</b>	<b>9.5</b>	<b>9.3</b>
Przychody finansowe netto	5.9	7.0	8.5	4.8	4.2	3.8
<b>Zysk brutto</b>	<b>-23.1</b>	<b>2.3</b>	<b>20.1</b>	<b>9.7</b>	<b>10.9</b>	<b>10.3</b>
Podatek dochodowy	-1.8	2.9	-1.3	-1.5	-2.0	-2.0
<b>Zysk netto</b>	<b>-24.8</b>	<b>5.2</b>	<b>18.8</b>	<b>8.1</b>	<b>9.0</b>	<b>8.4</b>

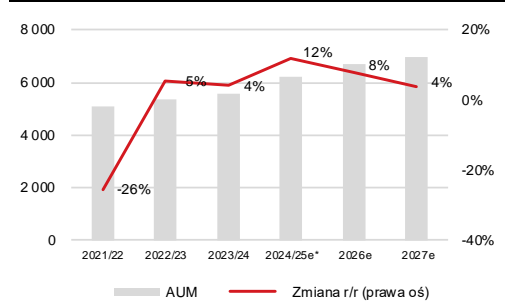
Bilans	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>48.6</b>	<b>50.4</b>	<b>49.6</b>	<b>50.2</b>	<b>50.9</b>	<b>51.6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	3.0	2.9	1.6	1.9	2.2	2.5
Wartości niematerialne	7.7	7.9	8.3	8.6	9.0	9.3
Wartość firmy	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	1.8	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>145</b>	<b>149</b>	<b>169</b>	<b>168</b>	<b>169</b>	<b>168</b>
Należności z tytułu dostaw i usług	9.3	11.0	10.2	10.2	10.2	10.2
Aktywa finansowe FVPL	33.1	42.6	53.1	63.6	74.1	84.6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	102.5	94.5	105.0	93.0	83.2	71.9
Pozostałe	0.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Aktywa razem</b>	<b>194</b>	<b>200</b>	<b>219</b>	<b>218</b>	<b>220</b>	<b>219</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>175</b>	<b>181</b>	<b>199</b>	<b>198</b>	<b>199</b>	<b>198</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
Rezerwy	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Z tytułu leasingu finansowego	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>17.4</b>	<b>18.0</b>	<b>18.5</b>	<b>19.0</b>	<b>19.5</b>	<b>20.0</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	15.2	15.8	16.2	16.7	17.2	17.7
Pozostałe	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>Kapitał własny i zobowiązania</b>	<b>194</b>	<b>200</b>	<b>219</b>	<b>218</b>	<b>220</b>	<b>219</b>

Rachunek przepływów pieniężnych	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	-24.8	5.2	18.8	8.1	9.0	8.4
Amortyzacja	2.0	2.6	4.5	2.7	2.8	2.8
Pozostałe	9.2	-2.2	1.2	0.4	0.4	0.5
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>-13.6</b>	<b>5.6</b>	<b>24.4</b>	<b>11.3</b>	<b>12.2</b>	<b>11.6</b>
Saldo aktywów finansowych	46.2	-9.5	-10.5	-10.5	-10.5	-10.5
Nakłady inwestycyjne	-2.8	-2.8	-3.5	-3.3	-3.4	-3.5
Pozostałe	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash flow inwestycyjny</b>	<b>44.3</b>	<b>-12.3</b>	<b>-14.0</b>	<b>-13.8</b>	<b>-13.9</b>	<b>-14.0</b>
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	-9.4	-8.1	-9.0
Pozostałe	-1.5	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash flow finansowy</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-9.4</b>	<b>-8.1</b>	<b>-9.0</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>102.5</b>	<b>94.5</b>	<b>105.0</b>	<b>93.0</b>	<b>83.2</b>	<b>71.9</b>

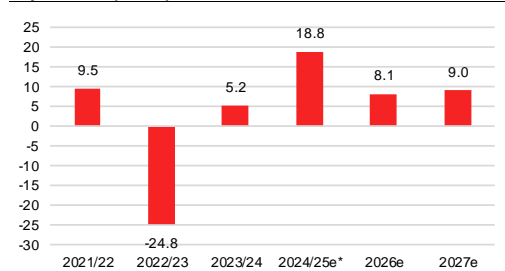
Wybrane dane	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	5 340	5 556	6 216	6 703	6 955	7 041
Zmiana r/r (%)	5%	4%	12%	8%	4%	1%
Średnie AUM (PLNm)	5 205	5 448	5 886	6 459	6 829	6 998
Zmiana r/r (%)	-12%	5%	8%	10%	6%	2%
ROE (%)	-13%	3%	10%	4%	5%	4%
ROA (%)	-12%	3%	9%	4%	4%	4%
Marża zysku netto (%)	-45%	7%	15%	9%	10%	9%
Marża na średnich AUM (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	50%	100%	100%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	5.9%	6.5%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	na	26.6	7.4	17.0	15.4	16.6
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

\* Okres od lip'24 – do gru'25, Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

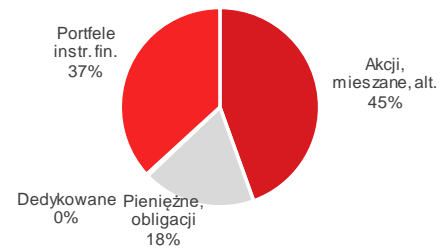
## AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



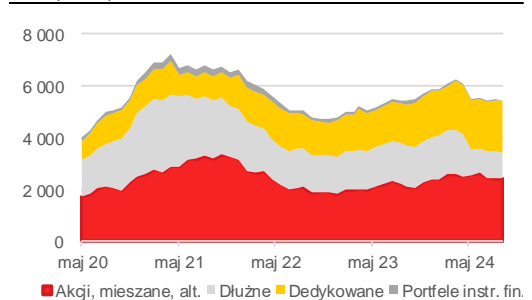
## Wynik netto (PLNm)



## Struktura aktywów (%)



## AUM (PLNm)



## Kluczowe czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji i wyceny:

1) Ryzyko M&A – Przejęcia mogą nie nastąpić szybko lub generować niższe synergii, 2) Regulacje – Zmiany regulacyjne mogą negatywnie wpłynąć na działalność spółki, 3) Ryzyko akcjonariusza – Obiekty KNF w obecności głównego akcjonariusza mogą skutkować brakiem zgodności z udziałem SKH w konsolidacji rynku, 4) Zależność od trendów globalnych – Nagłe zmiany rynkowe mogą osłabić stopy zwrotu zarządzanych funduszy, 5) Ryzyko w wyników – Słabe stopy zwrotu funduszy Skarbcza mogą spowodować obniżenie AUM oraz odpływy, 6) Ryzyko stóp procentowych – Wysokie stopy mogą motywować klientów do lokowania oszczędności w depozyty i obligacje SP, 7) Ryzyko dystrybucji – Zmiany w dystrybucji mogą doprowadzić do spadku AUM i słabszych wyników finansowych spółki, 8) Ryzyko odejścia personelu – Odejście zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy.



## Omówienie wyników 4Q23/24

Wynik netto w kalendarzowym 2Q24 był lepszy niż zakładaliśmy, ale głównie na skutek rozpoznania aktywa podatkowego. Opłata stała wzrosła o 4% r/r, ale była poniżej naszych oczekiwań przy jednoczesnym spadku średniej marży na aktywach. EBIT wyniósł PLN -2.0m (vs. oczekiwane PLN -0.2m). Kalendarzowy 2Q24 był w pewnym sensie kwartałem przejściowym – z ubytkiem z tytułu transferu wybranych funduszy do mBanku oraz brakiem (jeszcze) aktywów BPS FIO. Naliczona opłata zmienna za zarządzanie była lepsza niż zakładaliśmy, a koszty operacyjne były zbliżone do naszych założeń.

- **W 4Q2023/24 (kalendarzowym 2Q24) Skarbiec Holding wykazał zysk netto na poziomie PLN 2.8m** wobec naszych oczekiwań PLN 1.6m. Lepszy od oczekiwań wynik netto był efektem pozytywnego podatku dochodowego (aktywo podatkowe) oraz nieznacznie lepszych przychodów finansowych netto. Przychody ogółem były 6% niższe od naszych założeń, natomiast koszty były zbliżone do naszych oczekiwań (2% powyżej).
- **Przychody z opłaty stałej** wzrosły 4% r/r (-11% kw/kw) i były 12% niższe od naszych założeń przy średniej marży na aktywach na poziomie 0.96% (wobec 1.04% w 1Q24 oraz 1.03% w 2Q23). Opłata stała była pochodną aktywów pod zarządzaniem (4% r/r, -11% kw/kw), a także zmiany ich struktury - transferu funduszy do mBanku oraz rosnącego udziału funduszy akcji w AUM ogółem (48% w 2Q24 vs. 42% w 1Q24 oraz 41% w 2Q23).
- **Przychody z opłaty zmiennej** w 2Q24 wyniosły PLN 3.7m (vs. PLN 3.5m w 1Q24 i PLN 0.7m w 2Q23) wobec naszych oczekiwań na poziomie PLN 2.6m.
- **Koszty dystrybucji** wyniosły PLN 7.0m (20% r/r, 2% kw/kw) i stanowiły 50% opłaty stałej (wobec 44% w 1Q24 oraz 43% w 2Q23). Koszty HR spadły -4% r/r (+6% kw/kw), a pozostałe koszty zwiększyły się o 8% r/r (2% kw/kw).
- Na koniec 2Q24 **AUM** Skarbiec TFI wyniosły PLN 5,556m (4% r/r, -11% kw/kw). Wzrost r/r był efektem rosnących aktywów funduszy akcji/mieszanych (20% r/r) oraz portfeli instr. finansowych (28% r/r). AUM funduszy dłużnych spadły -38% r/r, a funduszy dedykowanych -60% r/r. W ujęciu kwartalnym aktywa funduszy akcji/mieszanych oraz portfeli zwiększyły się o 2% kw/kw, AUM funduszy dłużnych zmniejszyły się -45% kw/kw, a funduszy dedykowanych -10% kw/kw.
- W 2Q24 **napływy netto** do funduszy to Skarbiec TFI (bez portfeli instr. finansowych) wyniosły PLN -140m na skutek zmian w sieci dystrybucji (wobec PLN +15m w 1Q24 oraz wobec PLN +83m w całym 2023 r.).

### Skarbiec Holding – Wyniki finansowe, 2Q23-2Q24 (kwartały kalendarzowe)

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	r/r	kw/kw	Pekao	vs. Pekao
Przychody ogółem	14.4	15.0	18.6	19.2	17.7	23%	-8%	18.7	-6%
Koszty operacyjne	-17.6	-17.1	-19.8	-18.8	-19.3	10%	3%	-18.9	2%
Amortyzacja	-0.5	-0.5	-0.5	-0.8	-0.8	48%	3%	-0.8	1%
EBIT	-3.3	-2.1	-1.0	0.4	-2.0	na	na	-0.2	na
EBITDA	-2.8	-1.6	-0.5	1.2	-1.2	na	na	0.6	na
Przychody finansowe netto	2.4	2.0	1.4	1.7	1.8	-24%	6%	1.6	11%
Zysk brutto	-16.6	-0.1	0.4	2.1	-0.2	na	na	1.4	na
Wynik netto	-16.5	0.1	-0.2	2.5	2.8	na	8%	1.6	77%

Źródło Spółka, Pekao Equity Research



## Zmiana prognoz na lata 2025-26e

Pozostawiamy nasze prognozy w zakresie aktywów pod zarządzaniem na najbliższe lata bez większych zmian. Przy nieco obniżonych przychodach z tytułu opłaty stałej oraz zmiennej na 2024/25e, a także biorąc pod uwagę obniżoną oczekiwaną efektywną stopę podatkową, oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 18.8m w 2024/25e (obniżenie prognozy o 4%) oraz PLN 8.1m w 2026e (obniżenie o 6%).

- Uwzględniając ostatnie trendy w zakresie aktywów pod zarządzaniem pozostawiamy nasze prognozy AUM bez większych zmian. Zakładamy wzrost aktywów pod zarządzaniem o 12% (do PLN 6,216m) na koniec 2025 r. (w stosunku do końca 2023/24) oraz o kolejne 8% r/r (do PLN 6,703m) w 2026e.
- Wyższa niż oczekiwana opłata zmienna za zarządzanie wykazana w 4Q23/24, ale także nieco słabsze od zakładanych wyniki zarządzanych funduszy skłoniły nas do obniżenia prognozy przychodów z opłaty zmiennej w 2024/25e o 3%. Naszą prognozę w tym zakresie na 2026e pozostawiamy bez zmian. Obniżamy jednocześnie naszą prognozę przychodów z opłaty stałej w 2024/25e o 2%.
- Przy nieznacznie podwyższonej prognozie kosztów operacyjnych oraz obniżonej oczekiwanej efektywnej stopie podatkowej oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 18.8m w 2024/25e (obniżenie prognozy o 4%) oraz PLN 8.1m w 2026 r. (obniżenie prognozy o 6%).

### Skarbiec Holding – Zmiana prognoz

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023/24e		Zmiana (%)	2024/25e*		Zmiana (%)	2026e		Zmiana (%)
	Poprzednie	Wyniki		Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
<b>Przychody</b>	<b>71.5</b>	<b>70.4</b>	<b>-1%</b>	<b>132.2</b>	<b>129.4</b>	<b>-2%</b>	<b>90.2</b>	<b>90.5</b>	<b>0%</b>
Wynagrodzenie stałe	61.6	59.6	-3%	99.4	97.7	-2%	74.0	74.3	0%
Wynagrodzenie zmienne	9.3	10.4	12%	31.6	30.5	-3%	14.9	14.9	0%
Pozostałe	0.6	0.4	-33%	1.2	1.2	0%	1.3	1.3	0%
<b>Koszty ogółem</b>	<b>74.4</b>	<b>74.9</b>	<b>1%</b>	<b>117.7</b>	<b>117.9</b>	<b>0%</b>	<b>85.0</b>	<b>85.7</b>	<b>1%</b>
Amortyzacja	2.6	2.6	0%	4.4	4.5	0%	2.7	2.7	0%
Koszty dystrybucji	26.4	26.6	1%	42.3	41.5	-2%	31.4	31.6	0%
Koszty osobowe	19.1	19.0	-1%	36.1	37.0	3%	24.5	24.6	0%
Pozostałe	26.3	26.8	2%	34.9	34.9	0%	26.4	26.8	2%
<b>EBIT</b>	<b>-2.8</b>	<b>-4.7</b>	<b>69%</b>	<b>14.6</b>	<b>11.6</b>	<b>-21%</b>	<b>5.2</b>	<b>4.9</b>	<b>-7%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-0.2</b>	<b>-2.1</b>	<b>1000%</b>	<b>19.0</b>	<b>16.0</b>	<b>-16%</b>	<b>7.9</b>	<b>7.6</b>	<b>-4%</b>
Przychody finansowe netto	6.8	7.0	3%	8.4	8.5	1%	4.7	4.8	2%
Zysk brutto	4.0	2.3	-42%	23.0	20.1	-13%	9.9	9.7	-3%
Podatek dochodowy	0.1	2.9	3607%	-3.4	-1.3	-62%	-1.3	-1.5	20%
<b>Zysk netto</b>	<b>4.1</b>	<b>5.2</b>	<b>27%</b>	<b>19.6</b>	<b>18.8</b>	<b>-4%</b>	<b>8.6</b>	<b>8.1</b>	<b>-6%</b>
AUM (na koniec okresu)	5 532	5 556	0%	6 251	6 216	-1%	6 727	6 703	0%
AUM (średnie)	5 436	5 448	0%	5 778	5 729	-1%	6 489	6 459	0%

Źródło Spółka, prognozy Pekao Equity Research



## Ostatnie wydarzenia

### **Aktywa pod zarządzaniem we wrześniu płasko r/r (-1% m/m)**

We wrześniu aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI pozostały płaskie r/r (-1% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych zwiększyły się o 15% r/r (-1% m/m), AUM funduszy dłużnych zmniejszyły się -37% r/r (-3% m/m), aktywa portfeli zwiększyły się o 24% r/r (0% m/m), a funduszy dedykowanych spadły -87% r/r (-1% m/m).

### **Skarbiec TFI – Aktywa pod zarządzaniem**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24
<b>AuM</b>	<b>5 876</b>	<b>6 063</b>	<b>6 252</b>	<b>6 094</b>	<b>5 483</b>	<b>5 556</b>	<b>5 444</b>	<b>5 473</b>	<b>5 434</b>
- r/r	18%	21%	20%	21%	6%	4%	-1%	1%	0%
- m/m	0%	3%	3%	-3%	-10%	1%	-2%	1%	-1%
Akcji/mieszane	2 405	2 601	2 605	2 498	2 568	2 647	2 449	2 437	2 418
- r/r	21%	30%	29%	26%	21%	20%	5%	10%	15%
- m/m	0%	8%	0%	-4%	3%	3%	-7%	0%	-1%
Dłużne	1 678	1 696	1 709	1 641	955	946	1 040	1 029	1 001
- r/r	15%	16%	16%	10%	-37%	-38%	-32%	-34%	-37%
- m/m	4%	1%	1%	-4%	-42%	-1%	10%	-1%	-3%
Dedykowane	56	56	56	56	56	51	51	16	16
- r/r	-53%	-53%	-53%	-53%	-53%	-60%	-58%	-87%	-87%
- m/m	0%	0%	0%	0%	0%	-10%	0%	-68%	-1%
Portfele	1 737	1 709	1 882	1 899	1 903	1 914	1 904	1 991	1 999
- r/r	23%	20%	19%	31%	33%	28%	27%	31%	24%
- m/m	-4%	-2%	10%	1%	0%	1%	-1%	5%	0%

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

### **Oferta zakupu Noble Securities (wg doniesień prasowych)**

Według informacji prasowych (z lipca 2024 r.) Skarbiec Holding miał być zainteresowany przejęciem domu maklerskiego Noble Securities. Media informowały, że Skarbiec miał złożyć ofertę zakupu, jak również przeprowadzać proces *due dilligence* Noble Securities.

### **Zmiany w ofercie produktowej, uruchomienie platformy skarbiec24.pl**

Z końcem czerwca 2024 r. Skarbiec TFI poinformowało o realizacji procesu przebudowy oferty produktowej. Towarzystwo zrezygnowało z FIZów (poza jednym), uprościło ofertę funduszy dłużnych oraz połączyło specjalistyczne fundusze otwarte będące poza podstawowym parasolem z wybranymi subfunduszami Skarbiec FIO. Spółka planowała również uruchomienie platformy *Skarbiec24.pl*.

### **Przejęcie funduszu parasolowego BPS FIO**

Z końcem lipca 2024 r. Skarbiec TFI przejął fundusz parasolowy BPS FIO, w skład którego wchodzi cztery subfundusze (BPS FIO Konserwatywny, BPS FIO Obligacji, BPS FIO Stabilnego Wzrostu oraz BPS FIO Akcji) o łącznej wartości aktywów pod zarządzaniem (na koniec czerwca) na poziomie PLN 130m.



## Wycena

Wyceny spółki Skarbiec Holding dokonujemy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę porównawczą. Przyjmując odpowiednio 80/20% wagi obu metod otrzymujemy cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 32.0/na akcję (58% potencjał wzrostu).

### Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

<b>12M DCF</b>	<b>35.0</b>
<b>Wycena porównawcza</b>	<b>22.0</b>
Średnia ważona	32.4
<b>12M cena docelowa</b>	<b>32.0</b>
Cena rynkowa	20.3
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>58%</b>

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.3% (4.0% w terminalu), premię za ryzyko 6.0% (5.0% w terminalu) oraz Beta 1.0. Przyjmujemy również stopę wzrostu (g) na poziomie 3%. Nasz model DCF implikuje 12M cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 35.0/akcję.

### Skarbiec Holding – Model DCF\*

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal
Przychody	82	90	94	95	97	99	101
- zmiana r/r		10%	4%	1%	2%	2%	2%
EBIT	7	5	7	7	7	7	9
- zmiana r/r		-31%	41%	-3%	2%	2%	29%
Podatek	0	-1	-1	-1	-1	-1	-2
NOPLAT	6	4	6	5	5	5	7
- zmiana r/r	0%	-38%	38%	-5%	2%	2%	29%
D&A	3	3	3	3	3	3	3
- zmiana r/r		-7%	1%	1%	0%	0%	0%
Capex	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
- zmiana r/r		41%	2%	2%	-19%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	1	0	1	1	1	1	1
<b>FCF</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>8</b>
<b>DFCF</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Suma zdyskontowanych FCF	24						
Zdyskontowane TV	70						
<b>Enterprise value</b>	<b>95</b>						
Dług netto (2024e)	-124						
<b>Equity value - Dec 31 2024</b>	<b>219</b>						
Liczba akcji (m)	6.8						
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>35.0</b>						
Cena rynkowa (PLN) – 23 paź'24	20.3						
<b>Potencjał wzrostu</b>	<b>72%</b>						

\* Dane za rok kalendarzowy obejmujący okres 12M każdego roku, Źródło: Pekao Equity Research





**Skarbiec Holding – Kalkulacja WACC**

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>9.0%</b>
Koszt długu	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	7.0%
<b>Koszt długu po podatki</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.7%</b>
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>9.0%</b>

Źródło: Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Wrażliwość wyceny DCF na stopę wolną od ryzyka oraz Beta**

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
		2.3%	3.3%	4.3%	5.3%	6.3%	7.3%	8.3%
Beta	0.7	41.7	41.1	40.5	39.9	39.3	38.8	38.3
	0.8	39.5	38.9	38.4	37.9	37.4	37.0	36.6
	0.9	37.7	37.2	36.7	36.3	35.9	35.5	35.2
	1.0	36.2	35.7	35.4	35.0	34.6	34.3	34.0
	1.1	34.9	34.5	34.2	33.9	33.6	33.3	33.0
	1.2	33.9	33.5	33.2	33.0	32.7	32.5	32.2
	1.3	33.0	32.7	32.4	32.2	31.9	31.7	31.5

Źródło: Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Wrażliwość wyceny of DCF na stopę wolną od ryzyka oraz premię za ryzyko**

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
		2.3%	3.3%	4.3%	5.3%	6.3%	7.3%	8.3%
Premia za ryzyko	3%	37.6	37.1	36.6	36.2	35.7	35.4	35.0
	4%	37.1	36.6	36.2	35.7	35.4	35.0	34.6
	5%	36.6	36.2	35.7	35.4	35.0	34.6	34.3
	6%	36.2	35.7	35.4	35.0	34.6	34.3	34.0
	7%	35.7	35.4	35.0	34.6	34.3	34.0	33.7
	8%	35.4	35.0	34.6	34.3	34.0	33.7	33.5
	8%	35.4	35.0	34.6	34.3	34.0	33.7	33.5

Źródło: Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Wycena porównawcza**

	Okres 12M do gru'24	Okres 12M do gru'25
Średnia spółek zagranicznych	15.4	13.8
Skarbiec Holding C/Z	9.8	13.8
Premia/dyskonto do średniej	-36%	1%
Implikowana wycena	31.7	20.2
Waga	20%	80%
<b>Wycena</b>	<b>22.0</b>	

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research



Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2024-2025e implikuje cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 22.0/akcję.

**Skarbiec Holding – Wycena porównawcza**

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Stopa dyw.	
				2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 848	58 161	16.9	21.2	1.7	1.7	10%	9%	8%	8%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	6 206	183 212	15.6	15.9	6.5	5.7	42%	35%	4%	4%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	563	60 216	8.4	10.5	0.6	0.6	7%	6%	6%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 926	151 392	6.6	5.6	1.2	1.1	23%	24%	6%	7%
SCHRODERS PLC	GB	7 148	741 048	12.6	11.2	1.3	1.2	10%	12%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	5 321	608 008	7.9	7.6	na	na	13%	12%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLD. LP	US	4 029	655 459	12.6	10.6	na	na	7%	8%	8%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	76 012	588 192	19.1	16.1	5.9	4.5	34%	28%	1%	1%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA	US	3 305	135 726	12.9	11.7	na	na	na	na	7%	8%
BLACKROCK INC	US	137 458	9 046 452	22.6	19.7	3.5	3.2	16%	17%	2%	2%
BLACKSTONE INC	US	190 827	940 159	36.7	27.6	13.7	12.7	46%	58%	2%	3%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	16 439	385 027	13.3	11.7	2.0	1.8	21%	23%	3%	3%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	9 883	1 299 111	10.7	9.5	0.6	0.6	5%	6%	5%	5%
KKR & CO INC	US	115 338	499 639	30.2	23.0	4.7	3.8	15%	15%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	23 306	1 305 586	12.1	12.1	2.5	2.4	21%	19%	4%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 444	12 332	12.5	11.5	1.0	1.3	9%	11%	6%	6%
AMP LTD	AU	2 242	na	16.4	13.6	1.0	1.0	6%	7%	3%	4%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 275	193 904	9.7	8.6	1.0	1.0	10%	12%	6%	2%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

## ESG rating

**Skarbiec Holding – Podsumowanie ratingu ESG**

	E	S	G
Wynik	0.90	0.99	1.03
Waga	30%	40%	30%
<b>Wynik ESG</b>	<b>0.97</b>		
<b>Rating ESG</b>	<b>C</b>		

Źródło: Pekao Equity Research

Zgodnie z naszą metodologią rating "B" implikuje brak dyskonta w premii za ryzyko (jako % of RFR) w kalkulacji kosztu kapitału.

**Metodologia ESG**

	Wynik od:	Do	Rating	WACC premia za ryzyko (%RFR)
<b>Wynik ESG</b>	1.5	2	<b>A</b>	-15.00%
	1	1.5	<b>B</b>	-7.50%
	0.5	1	<b>C</b>	0%
	0	0.5	<b>D</b>	15.00%

Źródło: Pekao Equity Research

## Prognozy finansowe

### Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2021/22-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
EPS skorygowany	1.4	-3.6	0.8	2.8	1.2	1.3	1.2
Przychody	94.8	55.6	70.4	129.4	90.5	94.2	95.1
Marża zysku brutto	14%	-41%	3%	16%	11%	12%	11%
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	11.6	4.9	6.7	6.5
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	16.0	7.6	9.5	9.3
Wynik netto	9.5	-24.8	5.2	18.8	8.1	9.0	8.4
Dług netto	-73.2	-130.6	-132.2	-153.1	-151.7	-152.3	-151.5
BPS	29.3	25.7	26.5	29.2	29.0	29.2	29.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	1.2	1.3
ROE	5%	-13%	3%	10%	4%	5%	4%
ROA	4%	-12%	3%	9%	4%	4%	4%
D&A	1.8	2.0	2.6	4.5	2.7	2.8	2.8
FCF	14.7	-21.4	-11.8	13.0	4.0	5.4	5.1
CAPEX	2.7	2.8	2.8	3.5	3.3	3.4	3.5

\* Okres od lip'24 do gru'25, Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

### Skarbiec Holding – P&L, 2021/22-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
<b>Przychody</b>	<b>94.8</b>	<b>55.6</b>	<b>70.4</b>	<b>129.4</b>	<b>90.5</b>	<b>94.2</b>	<b>95.1</b>
<b>Koszty ogółem</b>	<b>79.4</b>	<b>68.8</b>	<b>74.9</b>	<b>117.9</b>	<b>85.7</b>	<b>87.4</b>	<b>88.6</b>
<b>EBIT</b>	<b>13.4</b>	<b>-13.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>11.6</b>	<b>4.9</b>	<b>6.7</b>	<b>6.5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15.2</b>	<b>-11.3</b>	<b>-2.1</b>	<b>16.0</b>	<b>7.6</b>	<b>9.5</b>	<b>9.3</b>
Przychody finansowe netto	0.2	5.9	7.0	8.5	4.8	4.2	3.8
<b>Zysk brutto</b>	<b>13.6</b>	<b>-23.1</b>	<b>2.3</b>	<b>20.1</b>	<b>9.7</b>	<b>10.9</b>	<b>10.3</b>
Podatek dochodowy	-4.2	-1.8	2.9	-1.3	-1.5	-2.0	-2.0
<b>Zysk netto</b>	<b>9.5</b>	<b>-24.8</b>	<b>5.2</b>	<b>18.8</b>	<b>8.1</b>	<b>9.0</b>	<b>8.4</b>

\* Okres od lip'24 do gru'25, Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

### Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2021/22-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	5 070	5 340	5 556	6 216	6 703	6 955	7 041
Zmiana r/r (%)	-26%	5%	4%	12%	8%	4%	1%
Średnie AUM (PLNm)	5 941	5 205	5 448	5 886	6 459	6 829	6 998
Zmiana r/r (%)	0%	-12%	5%	8%	10%	6%	2%
Marża zysku netto (%)	10.0%	-44.6%	7.4%	14.5%	9.0%	9.5%	8.8%
Marża na średnich AUM (%)	0.2%	-0.5%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	0%	7%	6%	6%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8

\* Okres od lip'24 do gru'25, Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



**Skarbiec Holding – Bilans, 2021/22-2028e**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>64.9</b>	<b>48.6</b>	<b>50.4</b>	<b>49.6</b>	<b>50.2</b>	<b>50.9</b>	<b>51.6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4.1	3.0	2.9	1.6	1.9	2.2	2.5
Wartości niematerialne	5.4	7.7	7.9	8.3	8.6	9.0	9.3
Wartość firmy	51.8	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	3.6	1.8	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>163</b>	<b>145</b>	<b>149</b>	<b>169</b>	<b>168</b>	<b>169</b>	<b>168</b>
Należności z tytułu dostaw i usług	8.1	9.3	11.0	10.2	10.2	10.2	10.2
Aktywa finansowe FVPL	80.3	33.1	42.6	53.1	63.6	74.1	84.6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	73.2	102.5	94.5	105.0	93.0	83.2	71.9
Pozostałe	1.5	0.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Aktywa razem</b>	<b>228</b>	<b>194</b>	<b>200</b>	<b>219</b>	<b>218</b>	<b>220</b>	<b>219</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>200</b>	<b>175</b>	<b>181</b>	<b>199</b>	<b>198</b>	<b>199</b>	<b>198</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
Rezerwy	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Z tytułu leasingu finansowego	2.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>25.7</b>	<b>17.4</b>	<b>18.0</b>	<b>18.5</b>	<b>19.0</b>	<b>19.5</b>	<b>20.0</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	20.3	15.2	15.8	16.2	16.7	17.2	17.7
Pozostałe	5.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>Kapitał własny i zobowiązania</b>	<b>228</b>	<b>194</b>	<b>200</b>	<b>219</b>	<b>218</b>	<b>220</b>	<b>219</b>

\* stan na koniec gru'25, Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Cash flow, 2021/22-2028e**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	9.5	-24.8	5.2	18.8	8.1	9.0	8.4
Amortyzacja	1.8	2.0	2.6	4.5	2.7	2.8	2.8
Pozostałe	5.5	9.2	-2.2	1.2	0.4	0.4	0.5
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>16.7</b>	<b>-13.6</b>	<b>5.6</b>	<b>24.4</b>	<b>11.3</b>	<b>12.2</b>	<b>11.6</b>
Saldo aktywów finansowych	-66.0	46.2	-9.5	-10.5	-10.5	-10.5	-10.5
Nakłady inwestycyjne	-2.7	-2.8	-2.8	-3.5	-3.3	-3.4	-3.5
Pozostałe	0.2	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash flow inwestycyjny</b>	<b>-68.5</b>	<b>44.3</b>	<b>-12.3</b>	<b>-14.0</b>	<b>-13.8</b>	<b>-13.9</b>	<b>-14.0</b>
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	-9.4	-8.1	-9.0
Pozostałe	-1.6	-1.5	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash flow finansowy</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-9.4</b>	<b>-8.1</b>	<b>-9.0</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>73.2</b>	<b>102.5</b>	<b>94.5</b>	<b>105.0</b>	<b>93.0</b>	<b>83.2</b>	<b>71.9</b>

\* Okres od lip'24 do gru'25, Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 24 PAŹDZIERNIKA O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 25 PAŹDZIERNIKA 2024 O GODZ. 07:30 CET.

PRZED PUBLIKACJĄ TREŚĆ RAPORTU NIE BYŁA UDOSTĘPNIANA ŻADNEMU Z PODMIOTÓW, KTÓRYCH DOTYCZY

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

### INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

#### UJAWNIAENIA W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Michał Fidelus	Ekspert, Analityk	Skarbiec Holding	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawarze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczone w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

#### **METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:**

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

**Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

**Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

**Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):



Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

**Zastrzeżone:** rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

**W okresie przejściowym:** Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

**W trakcie przeglądu:** rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

**Brak ocen:** nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

#### **WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:**

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgową” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczony na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy