

Skarbiec Holding

Wsparcie ze strony Noble Securities

Utrzymujemy rekomendację Kupuj dla Skarbiec Holding oraz podwyższamy naszą 12M cenę docelową do PLN 36.0/akcję z PLN 30.0 poprzednio. Wyższa wycena jest efektem konsolidacji przejętego Noble Securities od 2Q25. O ile wyniki NS w ostatnich latach były bardzo zmienne, w naszym przekonaniu zrealizowane przejęcie jest kolejnym krokiem na drodze Skarbiec Holding do osiągnięcia trwałej rentowności. SKH kontynuuje swoje działania restrukturyzacyjne, a obecną kapitalizację spółki nieznacznie powyżej gotówki i ekwiwalentów uważamy za atrakcyjną.

Finalizacja przejęcia – 17-go kwietnia Skarbiec Holding poinformował, że sfinalizował przejęcie 100% udziałów w Noble Securities za PLN 31.3m. W naszym przekonaniu jest to kolejny (ale nie ostatni) krok na drodze Skarbiec Holding do osiągnięcia trwałej rentowności.

Zmienne wyniki Noble Securities – W 2022/23/24 Noble Securities wykazał zysk netto na poziomie PLN 45/23/13m oraz odpowiednio 48/23/13% ROE. Wyniki w znacznym stopniu były wspomagane przez przychody z instr. fin. przeznaczonych do obrotu albo/oraz przez wysokie przychody finansowe na skutek wysokich stop procentowych. W najbliższych dwóch latach zakładamy, że powtarzalny poziom wyników będzie wynosił PLN 5-8m głównie ze względu na spadające stopy procentowe. Zwracamy jednak uwagę, że w naszych prognozach zakładamy kontynuację działalności NS w obecnej formie. Potencjalna reorganizacja działalności lub wyższe niż oczekiwane synergie z SKH mogłyby stanowić *upside* dla naszych obecnych szacunków.

Zmiany prognoz – W naszych prognozach zakładamy konsolidację NS od 17-go kwietnia. Zakładamy również PLN 38.7m *badwill* w wynikach za 2Q25. W rezultacie oczekujemy że zysk netto SKH wyniesie PLN 74.4m w 2024/25, PLN 11.6m w 2026e oraz PLN 9.8m w 2027e.

Wycena wciąż lekko powyżej gotówki – Na koniec marca Skarbiec Holding miał PLN 154m gotówki i ekwiwalentów. W naszym przekonaniu obecna kapitalizacja w wys. PLN 177m nie odzwierciedla adekwatnie bilansu i możliwości powrotu do generowania zysków przez spółkę.

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	168.2	123.8	126.8	129.8
EBITDA	-11.3	-2.1	59.4	-12.9	-11.5	-10.4
Zysk netto	-24.8	5.2	74.4	11.6	9.8	9.2
- zmiana r/r (%)	na	na	1331%	-84%	-16%	-6%
Stopa dyw. (%)	0.0%	0.0%	0.0%	11.3%	6.6%	5.5%
P/E (x)	na	34.0	4.4	15.2	18.0	19.1
P/BV	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7

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

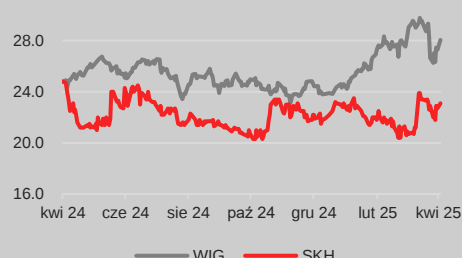
Kupuj (raport aktualizujący)

Cena docelowa **PLN 36.0**

Potencjał wzrostu **+39%**
 Cena z 13 czerwca 2025 PLN 25.9

Rating ESG **C**
Ocena końcowa ESG **0.98**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 4Q24/25 27 sierpnia

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	SKH PW
Free float (%)	24.1
MCAP (PLNm)	177
Liczba akcji (mn)	6.8

Akcjonariusze

William R. Richardson	48.3%
Zbigniew Jurosek	12.5%
TFI Quercus	7.6%
PKO Bankowy OFE	5.0%
Pozostali	26.6%

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

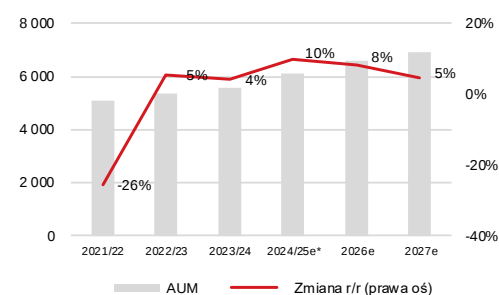
Kluczowe dane	3
Ostatnie wydarzenia	4
Aktualizacja prognoz	6
Wycena	7
Rating ESG	9
Prognozy finansowe	10
DISCLAIMER.....	13

Kluczowe dane

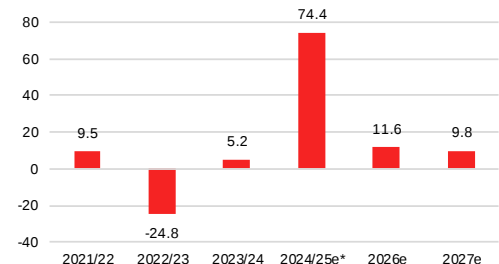
Rachunek wyników	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Przychody	55.6	70.4	168.2	123.8	126.8	129.8
Wynagrodzenie stałe	52.0	59.6	84.1	66.1	69.6	72.0
Wynagrodzenie zmienne	2.5	10.4	56.6	15.0	13.7	13.5
Pozostałe	1.1	0.4	27.5	42.7	43.5	44.4
Koszty ogółem	68.8	74.9	152.3	142.6	144.2	146.2
Amortyzacja	2.0	2.6	5.8	4.3	4.3	4.4
Koszty dystrybucji	22.5	26.6	33.9	27.1	27.8	28.2
Koszty osobowe	19.6	19.0	57.3	59.8	60.0	60.9
Pozostałe	24.7	26.8	55.3	51.4	52.0	52.7
EBIT	-13.3	-4.7	53.7	-17.2	-15.9	-14.8
EBITDA	-11.3	-2.1	59.4	-12.9	-11.5	-10.4
Przychody finansowe netto	5.9	7.0	29.4	31.6	28.0	26.2
Zysk brutto	-23.1	2.3	83.1	14.4	12.1	11.4
Podatek dochodowy	-1.8	2.9	-8.7	-2.7	-2.3	-2.2
Zysk netto	-24.8	5.2	74.4	11.6	9.8	9.2
Bilans	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Aktywa trwałe	48.6	57.6	70.6	73.0	75.5	78.0
Rzeczowe aktywa trwałe	3.0	1.5	7.4	9.1	10.8	12.6
Wartości niematerialne	7.7	15.2	18.5	19.2	19.9	20.6
Wartość firmy	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	1.8	4.7	8.5	8.5	8.6	8.7
Aktywa obrotowe	145	144	858	848	844	842
Należności z tytułu dostaw i usług	9.3	11.4	10.2	10.2	10.2	10.2
Aktywa finansowe i śr. pieniężne	135.6	132.8	846.0	835.9	832.2	829.8
Pozostałe	0.5	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Aktywa razem	194	202	929	921	920	920
Kapitał własny	175	181	255	247	245	244
Zobowiązania długoterminowe	1.2	0.5	19.7	19.7	19.7	19.7
Rezerwy	0.2	0.1	18.5	18.5	18.5	18.5
Pozostałe	1.0	0.4	1.2	1.2	1.2	1.2
Zobowiązania krótkoterminowe	17.4	20.7	654.2	654.8	655.4	656.0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	15.2	19.0	19.5	20.1	20.7	21.3
Pozostałe zob. krótkoterminowe	2.2	1.8	634.7	634.7	634.7	634.7
Kapitał własny i zobowiązania	194	202	929	921	920	920
Rachunek przepływów pieniężnych	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	-24.8	5.2	74.4	11.6	9.8	9.2
Amortyzacja	2.0	2.6	4.7	4.3	4.3	4.4
Pozostałe	9.2	-0.1	-36.3	1.2	1.2	1.2
Cash flow operacyjny	-13.6	7.9	42.9	17.1	15.3	14.9
Saldo aktywów finansowych	46.2	-2.3	559.1	1.5	0.7	-0.3
Nakłady inwestycyjne	-2.8	-10.5	-7.0	-6.6	-6.7	-6.8
Pozostałe	0.9	0.1	-31.3	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	44.3	-12.7	520.8	-5.0	-6.0	-7.2
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	-19.9	-11.6	-9.8
Pozostałe	-1.5	-2.3	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7
Cash flow finansowy	-1.5	-2.3	-0.8	-20.6	-12.3	-10.5
Środki pieniężne	102.5	95.3	658.2	649.7	646.7	643.9
Wybrane dane	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	5 340	5 556	6 100	6 602	6 913	7 067
Zmiana r/r (%)	5%	4%	10%	8%	5%	2%
Średnie AUM (PLNm)	5 205	5 448	5 828	6 351	6 757	6 990
Zmiana r/r (%)	-12%	5%	7%	9%	6%	3%
ROE (%)	-13%	3%	34%	5%	4%	4%
ROA (%)	-12%	3%	13%	1%	1%	1%
Marża zysku netto (%)	-45%	7%	44%	9%	8%	7%
Marża na średnich AUM (%)	-0.5%	0.1%	1.3%	0.2%	0.1%	0.1%
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	27%	100%	100%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	0.0%	11.3%	6.6%	5.5%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	na	34.0	4.4	15.2	18.0	19.1
P/BV (x)	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7

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

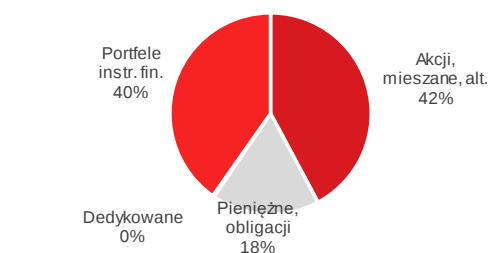
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



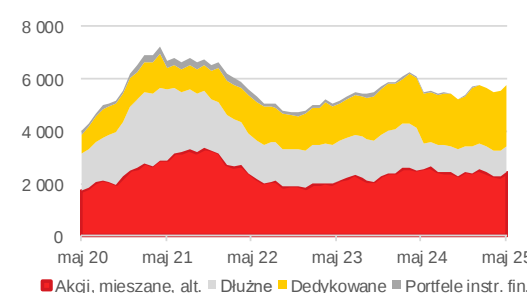
Wynik netto (PLNm)



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, 4) Zależność od trendów globalnych – Nagłe zmiany rynkowe mogą osłabić stopy zwrotu zarządzanych funduszy, 5) Ryzyko w wyników – Słabe stopy zwrotu funduszy Skarbcia mogą spowodować obniżenie AUM oraz odpływ, 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 fin. spółki, 8) Ryzyko odejścia personelu – Odejście zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy.

Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem w maju 5% r/r (4% m/m)

W maju aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wzrosły 5% r/r (4% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych zmniejszyły się -5% r/r (8% m/m), AUM funduszy dłużnych wzrosły 5% r/r (1% m/m), aktywa portfeli zwiększyły się o 22% r/r (1% m/m), a funduszy dedykowanych spadły -76% r/r (-16% m/m).

Skarbiec TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Gru-24	Sty-25	Lut-25	Mar-25	Kwi-25	Maj-25
AuM	5 687	5 785	5 667	5 508	5 569	5 782
- r/r	-3%	-2%	-7%	-12%	-9%	5%
- m/m	6%	2%	-2%	-3%	1%	4%
Akcji/mieszane	2 415	2 528	2 424	2 306	2 263	2 440
- r/r	0%	5%	-7%	-11%	-9%	-5%
- m/m	-1%	5%	-4%	-5%	-2%	8%
Dłużne	1 012	999	1 004	965	997	1 003
- r/r	-37%	-40%	-41%	-44%	-39%	5%
- m/m	2%	-1%	1%	-4%	3%	1%
Dedykowane	16	16	16	16	16	13
- r/r	-72%	-72%	-72%	-72%	-72%	-76%
- m/m	-1%	0%	0%	0%	0%	-16%
Portfele	2 245	2 242	2 223	2 221	2 293	2 327
- r/r	24%	29%	30%	18%	21%	22%
- m/m	17%	0%	-1%	0%	3%	1%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Finalizacja przejęcia Noble Securities

17-go kwietnia Skarbiec Holding poinformował, że sfinalizował przejęcie 100% udziałów w Noble Securities za PLN 31.3m.

Noble Securities – Rachunek wyników

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024
Przychody z działalności podstawowej	22.9	28.0	37.8
Przychody z działalności brokerskiej	21.1	25.9	35.4
- wykonywanie zleceń	7.3	6.4	7.9
- oferowanie instrumentów finansowych	6.5	10.1	17.9
- pozostałe	6.4	8.1	8.2
Przychody z pozostałej dział. podstawowej	1.8	2.1	2.4
Koszty działalności brokerskiej	-58.2	-56.7	-62.5
- opłaty na rzecz rynków regulowanych	-6.8	-7.3	-11.5
- koszty osobowe	-39.9	-35.7	-35.8
- usługi obce	-5.8	-7.2	-8.4
Wynik na działalności brokerskiej	-35.3	-28.7	-24.7
Wynik na instr. fin. przeznaczonych do obrotu	65.6	9.6	7.0
EBIT	15.9	-18.1	-17.0
Przychody finansowe netto	43.2	46.8	33.3
Wynik brutto	59.1	28.6	16.3
Wynik netto	45.0	23.1	12.8

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Noble Securities – Bilans

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024
Gotówka	818.7	865.5	597.2
- klientów	765.3	790.3	532.7
- własna	53.4	75.2	64.5
Należności krótkoterminowe	35.5	73.1	37.0
Instr. fin. przeznaczone do obrotu	92.1	38.3	32.6
WNIIP	1.7	1.4	2.4
Rzeczowe aktywa trwałe	4.0	3.9	4.1
Pozostałe	9.2	9.0	5.7
Aktywa ogółem	961.0	991.2	679.0
Zobowiązania krótkoterminowe	813.6	871.0	552.3
Zobowiązania długoterminowe	1.8	1.6	0.8
Rezerwy	31.7	26.2	18.4
Pozostałe	0.6	1.0	3.3
Kapitał własny	113.3	91.5	104.3
Pasywa ogółem	961.0	991.2	679.0

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Noble Securities – Rachunek przepływów pieniężnych

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Cash flow	2022	2023	2024
Działalność operacyjna	-1 434.9	46.4	-298.4
Zysk netto	45.0	23.1	12.8
Amortyzacja	1.3	1.5	1.5
Pozostałe	-39.4	2.0	-35.7
Działalność inwestycyjna	42.1	47.8	34.4
CAPEX	-1.6	-1.3	-2.7
Pozostałe	43.7	49.2	37.1
Działalność finansowa	-5.4	-47.4	-4.3
Dywidendy	-4.5	-45.0	0.0
Pozostałe	-1.0	-2.4	-4.3
Zmiana poziomu gotówki	-1 398.2	46.8	-268.3
Gotówka na początek okresu	2 217.0	818.7	865.5
Gotówka na koniec okresu	818.7	865.5	597.2

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Zmiana prognoz na lata 2025-26e

W naszych prognozach zakładamy konsolidację Noble Securities od 17-go kwietnia oraz kontynuację działalności przejętej spółki w dotychczasowej formie. Zakładamy również, że Skarbiec Holding wykaże zysk z okazynego nabycie na poziomie PLN 38.7m w kalendarzowym 2Q25. W rezultacie, oczekujemy że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 74.4m w 2024/25e PLN 11.6m w 2026e oraz PLN 9.8m w 2027e. W samym Skarbcu, biorąc pod uwagę ostatnie trendy w zakresie aktywów pod zarządzaniem, podwyższamy nasze prognozy AUM o 4% w 2024/25e oraz o 5% w 2026e oraz w 2027e.

- W odniesieniu do Skarbiec Holding - uwzględniając ostatnie trendy w zakresie aktywów pod zarządzaniem podwyższamy nasze prognozy AUM o 4% w 2024/25e oraz o 5% zarówno w 2026e, jak i w 2027e. Zakładamy obecnie wzrost aktywów pod zarządzaniem o 10% (do PLN 6,100m) do końca 2025 r. w stosunku do końca 2023/24 oraz o kolejne 8% r/r (do PLN 6,602m) w 2026e.
- Biorąc pod uwagę finalizację przejęcia Noble Securities, w naszych prognozach zakładamy konsolidację NS od 17-go kwietnia oraz kontynuację działalności przejętej spółki w dotychczasowej formie. Zakładamy również, że spółka wykaże zysk z okazynego nabycie na poziomie PLN 38.7m w kalendarzowym 2Q25. W rezultacie, oczekujemy że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 74.4m w 2024/25e PLN 11.6m w 2026e oraz PLN 9.8m w 2027e.

Skarbiec Holding – Zmiana prognoz

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2024/25e*		Zmiana (%)	2026e		Zmiana (%)	2027e		Zmiana (%)
	Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
Przychody	141.3	168.2	19%	83.7	123.8	48%	86.4	126.8	47%
Wynagrodzenie stałe	82.3	84.1	2%	66.7	66.1	-1%	70.7	69.6	-2%
Wynagrodzenie zmienne	57.4	56.6	-1%	15.0	15.0	0%	13.7	13.7	0%
Pozostałe	1.6	27.5	1603%	2.0	42.7	2021%	2.0	43.5	2061%
Koszty ogółem	111.6	152.3	36%	80.6	142.6	77%	81.1	144.2	78%
EBIT	29.3	53.7	83%	4.2	-17.2	na	6.2	-15.9	na
EBITDA	34.3	59.4	73%	6.9	-12.9	na	9.0	-11.5	na
Przychody finansowe netto	8.5	29.4	247%	5.1	31.6	524%	4.4	28.0	541%
Zysk brutto	37.7	83.1	120%	9.2	14.4	56%	10.6	12.1	14%
Podatek dochodowy	-7.4	-8.7	18%	-1.5	-2.7	85%	-1.9	-2.3	20%
Zysk netto	30.4	74.4	145%	7.8	11.6	50%	8.7	9.8	13%
AUM (na koniec okresu)	5 841	6 100	4%	6 282	6 602	5%	6 575	6 913	5%
AUM (średnie)	5 559	5 694	2%	6 061	6 351	5%	6 429	6 757	5%

Źródło Spółka, prognozy Pekao Equity Research *18M od 3Q24 do 4Q25 (kalendarzowe)

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 36.0/na akcję (39% potencjał wzrostu).

Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

12M DCF	40.0
Wycena porównawcza	17.8
Średnia ważona	35.6
12M cena docelowa	36.0
Cena rynkowa	25.9
Potencjał wzrostu (%)	39%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Aby w pełni odzwierciedlić model biznesowy przejętego Noble Securities, w modelu DCF uwzględniamy również przychody finansowe netto NS, które naszym zdaniem, stanowią integralną część działalności operacyjnej spółki. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.4% (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 40.0/akcję.

Skarbiec Holding – Model DCF*

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal
Przychody**	96	150	150	152	155	158	161
- zmiana r/r		56%	0%	1%	2%	2%	2%
EBIT	19	8	6	6	6	6	9
- zmiana r/r		-60%	-20%	-6%	2%	2%	53%
Podatek	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-2
NOPLAT	17	6	5	5	5	5	7
D&A	4	4	4	4	4	4	4
Capex	-5	-7	-7	-7	-4	-4	-4
Zmiana kapitału obrotowego	2	1	1	1	1	1	1
FCF	18	4	3	3	5	5	8
DFCF	16	4	2	2	3	3	4
Suma zdyskontowanych FCF	30						
Zdyskontowane TV	74						
Enterprise value	104						
Dług netto (Gru'24)	-128						
Equity value - Dec 31 2024	232						
Liczba akcji (m)	6.8						
12M cena docelowa (PLN)	40.0						
Cena rynkowa (PLN) – 13 cze'25	25.9						
Potencjał wzrostu	54%						

* Rok 2025 uwzględnia 12M w kalendarzowym 2025 r. ** skorygowane o przychody fin. netto Noble Securities, Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Kalkulacja WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	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
Koszt kapitału własnego	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	9.0%
Koszt długu	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	7.0%
Koszt długu po podatku	7.5%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	5.7%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	9.0%

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 (%)						
Beta		0.0%	1.4%	3.4%	5.4%	7.4%	9.4%	11.4%
	0.7	47.0	46.0	46.0	45.0	44.0	44.0	43.0
	0.8	45.0	44.0	43.0	43.0	42.0	42.0	42.0
	0.9	43.0	42.0	42.0	41.0	41.0	41.0	40.0
	1.0	41.0	41.0	40.0	40.0	40.0	39.0	39.0
	1.1	40.0	39.0	39.0	39.0	39.0	38.0	38.0
	1.2	39.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0
	1.3	38.0	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0

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 (%)						
Premia za ryzyko		0.0%	1.4%	3.4%	5.4%	7.4%	9.4%	11.4%
	0%	43.0	43.0	42.0	41.0	41.0	40.0	40.0
	2%	42.0	42.0	41.0	41.0	40.0	40.0	40.0
	4%	42.0	41.0	41.0	40.0	40.0	40.0	39.0
	6%	41.0	41.0	40.0	40.0	40.0	39.0	39.0
	8%	40.0	40.0	40.0	40.0	39.0	39.0	39.0
	10%	40.0	40.0	40.0	39.0	39.0	39.0	39.0
	12%	40.0	40.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Okres 12M do gru'25	2026e
Średnia spółek zagranicznych	14.3	12.9
Skarbiec Holding C/Z*	27.1	15.2
Premia/dyskonto do średniej	89	18%
Implikowana wycena	13.7	22.0
Waga	50%	50%
Wycena	17.8	

* skorygowany o zysk z okazijnego nabycia, Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2025-2026e implikuje cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 17.8/akcję.

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Stopa dyw.	
				2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 328	58 161	18.0	20.8	1.2	1.2	7%	7%	11%	11%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	595	54 799	14.2	13.5	0.6	0.6	4%	4%	3%	4%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 356	162 914	8.9	6.0	1.0	0.9	13%	19%	8%	8%
SCHRODERS PLC	GB	6 789	800 568	12.3	11.1	1.3	1.2	10%	11%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 545	684 027	7.7	7.2	1.6	1.5	13%	12%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	US	3 865	765 485	12.9	11.6	na	na	7%	na	8%	9%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	68 556	725 710	17.3	13.5	3.8	3.1	35%	28%	1%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA	US	3 011	155 772	13.1	12.5	na	na	na	na	8%	7%
BLACKROCK INC	US	132 985	11 161 707	21.0	18.6	3.2	3.1	15%	16%	2%	3%
BLACKSTONE INC	US	150 143	1 089 168	29.6	22.5	9.6	8.7	35%	42%	3%	4%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	14 969	426 147	11.6	10.4	2.3	1.9	22%	24%	3%	3%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	10 316	1 505 741	8.8	8.3	0.4	0.4	5%	6%	6%	6%
KKR & CO INC	US	96 885	616 071	24.5	18.6	3.8	3.1	13%	12%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	18 099	1 552 421	11.2	11.2	2.1	2.0	17%	18%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 167	12 332	10.7	12.2	1.2	1.2	11%	11%	6%	6%
AMP LTD	AU	1 750	88 690	11.9	11.2	0.8	0.8	7%	7%	3%	4%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 327	193 904	9.9	9.6	1.1	1.1	12%	12%	0%	6%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

ESG rating

Skarbiec Holding – Podsumowanie ratingu ESG

	E	S	G
Wynik	0.85	0.99	1.11
Waga	30%	40%	30%
Wynik ESG	0.98		
Rating ESG	C		

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)
Wynik ESG	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	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	5.8	1.7	1.4	1.4
Przychody	94.8	55.6	70.4	168.2	123.8	126.8	129.8
Marża zysku brutto	14%	-41%	3%	49%	12%	10%	9%
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	53.7	-17.2	-15.9	-14.8
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	59.4	-12.9	-11.5	-10.4
Wynik netto	9.5	-24.8	5.2	74.4	11.6	9.8	9.2
Dług netto	-73.2	-130.6	-132.8	-136.6	-126.6	-122.8	-120.4
BPS	29.3	25.7	26.5	37.4	36.2	35.9	35.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9	1.7	1.4
ROE	5%	-13%	3%	34%	5%	4%	4%
ROA	4%	-12%	3%	13%	1%	1%	1%
D&A	1.8	2.0	2.6	5.8	4.3	4.3	4.4
FCF	14.7	-21.4	-16.8	-1.9	4.5	3.2	2.8
CAPEX	2.7	2.8	10.5	7.0	6.6	6.7	6.8

* 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
Przychody	94.8	55.6	70.4	168.2	123.8	126.8	129.8
Koszty ogółem	79.4	68.8	74.9	152.3	142.6	144.2	146.2
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	53.7	-17.2	-15.9	-14.8
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	59.4	-12.9	-11.5	-10.4
Przychody finansowe netto	0.2	5.9	7.0	29.4	31.6	28.0	26.2
Zysk brutto	13.6	-23.1	2.3	83.1	14.4	12.1	11.4
Podatek dochodowy	-4.2	-1.8	2.9	-8.7	-2.7	-2.3	-2.2
Zysk netto	9.5	-24.8	5.2	74.4	11.6	9.8	9.2

* 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	6 100	6 602	6 913	7 067
Zmiana r/r (%)	-26%	5%	4%	10%	8%	5%	2%
Średnie AUM (PLNm)	5 941	5 205	5 448	5 828	6 351	6 757	6 990
Zmiana r/r (%)	0%	-12%	5%	7%	9%	6%	3%
Marża zysku netto (%)	10.0%	-44.6%	7.4%	44.2%	9.4%	7.7%	7.1%
Marża na średnich AUM (%)	0.2%	-0.5%	0.1%	1.3%	0.2%	0.1%	0.1%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	0%	11%	7%	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
Aktywa trwałe	64.9	48.6	57.6	70.6	73.0	75.5	78.0
Rzeczowe aktywa trwałe	4.1	3.0	1.5	7.4	9.1	10.8	12.6
Wartości niematerialne	5.4	7.7	15.2	18.5	19.2	19.9	20.6
Wartość firmy	51.8	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	3.6	1.8	4.7	8.5	8.5	8.6	8.7
Aktywa obrotowe	163	145	144	858	848	844	842
Należności z tytułu dostaw i usług	8.1	9.3	11.4	10.2	10.2	10.2	10.2
Aktywa finansowe i śr. pieniężne	80.3	135.6	132.8	846.0	835.9	832.2	829.8
Pozostałe	1.5	0.5	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Aktywa razem	228	194	202	929	921	920	920
Kapitał własny	200	175	181	255	247	245	244
Zobowiązania długoterminowe	2.2	1.2	0.5	19.7	19.7	19.7	19.7
Rezerwy	0.0	0.2	0.1	18.5	18.5	18.5	18.5
Pozostałe	2.1	1.0	0.4	1.2	1.2	1.2	1.2
Zobowiązania krótkoterminowe	25.7	17.4	20.7	654.2	654.8	655.4	656.0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	20.3	15.2	19.0	19.5	20.1	20.7	21.3
Pozostałe zob. krótkoterminowe	5.4	2.2	1.8	634.7	634.7	634.7	634.7
Kapitał własny i zobowiązania	228	194	202	929	921	920	920

* 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	74.4	11.6	9.8	9.2
Amortyzacja	1.8	2.0	2.6	4.7	4.3	4.3	4.4
Pozostałe	5.5	9.2	-0.1	-36.3	1.2	1.2	1.2
Cash flow operacyjny	16.7	-13.6	7.9	42.9	17.1	15.3	14.9
Saldo aktywów finansowych	-66.0	46.2	-2.3	559.1	1.5	0.7	-0.3
Nakłady inwestycyjne	-2.7	-2.8	-10.5	-7.0	-6.6	-6.7	-6.8
Pozostałe	0.2	0.9	0.1	-31.3	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	-68.5	44.3	-12.7	520.8	-5.0	-6.0	-7.2
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	-19.9	-11.6	-9.8
Pozostałe	-1.6	-1.5	-2.3	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7
Cash flow finansowy	-1.6	-1.5	-2.3	-0.8	-20.6	-12.3	-10.5
Środki pieniężne	73.2	102.5	95.3	658.2	649.7	646.7	643.9

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

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 16 CZERWCA O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 17 CZERWCA 2025 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

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

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.

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE 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 zawrze 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 zamieszczane 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 osiągnęte 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 zawieszone. 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 Księgowa” 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) wyliczany 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