

Skarbiec Holding

Nowy rozdział wraz z Noble Securities

Podwyższamy naszą cenę docelową dla Skarbiec Holding do PLN 37.0/akcję z PLN 36.0 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. 2Q25 był pierwszym kwartałem konsolidacji Noble Securities. W naszej ocenie przejęcie NS będzie wspierać i jednocześnie stabilizować wyniki Skarbiec Holding zarówno w krótkim, jak i w długim terminie. Ponadto, Skarbiec kontynuuje działania restrukturyzacyjne, uwzględniające uproszczenie oferty produktowej, rezygnację z PPK, czy oszczędności kosztowe. Zwracamy także uwagę na potencjalny *upside* ze strony wyższych niż oczekiwane przychodów z opłaty zmiennej w 2024/25e. Przypominamy także, że już w przyszłym roku Skarbiec może wypłacić dywidendę, chociaż w dalszym ciągu pozostaje zainteresowany przejęciami. Wycenę na poziomie nieznacznie wyższym od gotówki uważamy za atrakcyjną.

Wyniki za kalendarzowy 2Q25 – Zysk netto SKH w 2Q25 wyniósł PLN 34.6m i był 10% poniżej naszych założeń, ale głównie na skutek niższego zysku z okazynego nabycia. Zarówno przychody, jak i koszty były wyższe od naszych założeń, jednak było to efektem konsolidacji Noble Securities. Wpływ netto konsolidacji był zbliżony do założeń.

Zmiany prognoz – Wyższe oczekiwane success fee w 2024/25e, wyniki za 2Q25 wraz z konsolidacją Noble Securities oraz nieco niższe zakładane koszty (przy braku istotnych zmian przychodów finansowych) skłoniły nas podwyższenia prognoz zysku netto spółki o 8% w 2024/25e (do PLN 80m) oraz o 11/12% w 2026/27e (do odpowiednio PLN 13/11m).

Upside po stronie success fee – Od początku roku stopa zwrotu funduszu Skarbiec Spółek Wzrostowych istotnie przewyższa benchmark. Jeżeli ten oraz inne fundusze utrzymają dobre wyniki do końca roku, nasze obecne prognozy przychodów z opłaty zmiennej w 2024/25e mogą okazać się zbyt konserwatywne.

Wycena wciąż niedaleko od gotówki – Na koniec czerwca Skarbiec Holding miał PLN 121m gotówki i ekwiwalentów. W naszym przekonaniu obecna kapitalizacja w wys. PLN 197m 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	180.7	122.7	125.5	128.4
EBITDA	-11.3	-2.1	68.0	-11.1	-9.8	-8.5
Zysk netto	-24.8	5.2	80.1	13.0	11.0	9.3
- zmiana r/r (%)	na	na	1440%	-84%	-15%	-15%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	6.6%	5.6%
P/E (x)	na	37.9	4.3	15.2	17.9	21.1
P/BV	1.1	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8

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

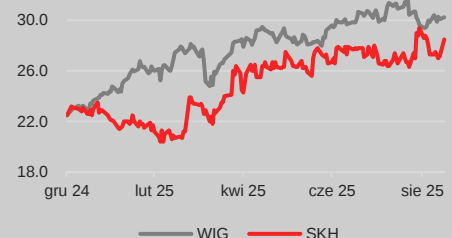
Kupuj (raport aktualizujący)

Cena docelowa **PLN 37.0**

Potencjał wzrostu **+28%**
 Cena z 15 września 2025 PLN 28.9

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

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 5Q24/25 26 listopada

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	SKH PW
Free float (%)	26.6
MCAP (PLNm)	197
Liczba akcji (mn)	6.8

Akcjonariusze

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

Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl

Spis treści

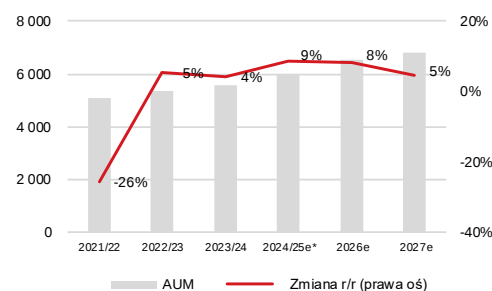
Kluczowe dane	3
Ostatnie wydarzenia	4
Aktualizacja prognoz	6
Wycena	7
Rating ESG	9
Prognozy finansowe	10
DISCLAIMER.....	13

Kluczowe dane

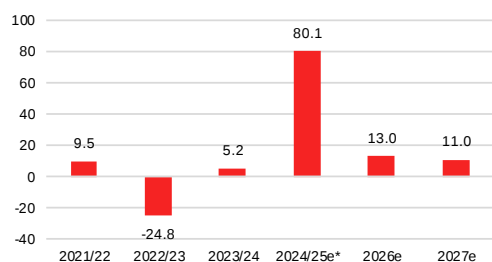
Rachunek wyników	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Przychody	55.6	70.4	180.7	122.7	125.5	128.4
Wynagrodzenie stałe	52.0	59.6	81.9	64.0	67.3	69.5
Wynagrodzenie zmienne	2.5	10.4	68.9	15.0	13.7	13.5
Pozostałe	1.1	0.4	29.9	43.7	44.5	45.3
Koszty ogółem	68.8	74.9	156.1	140.0	141.5	143.1
Amortyzacja	2.0	2.6	6.5	5.2	5.3	5.3
Koszty dystrybucji	22.5	26.6	35.0	26.9	27.6	27.8
Koszty osobowe	19.6	19.0	65.1	60.8	61.0	62.7
Pozostałe	24.7	26.8	49.4	47.1	47.6	47.3
EBIT	-13.3	-4.7	61.5	-16.3	-15.0	-13.8
EBITDA	-11.3	-2.1	68.0	-11.1	-9.8	-8.5
Przychody finansowe netto	5.9	7.0	30.1	32.3	28.6	25.3
Zysk brutto	-23.1	2.3	91.6	16.0	13.6	11.5
Podatek dochodowy	-1.8	2.9	-11.5	-3.0	-2.6	-2.2
Zysk netto	-24.8	5.2	80.1	13.0	11.0	9.3
Bilans	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Aktywa trwałe	48.6	57.6	68.8	70.3	71.8	73.5
Rzeczowe aktywa trwałe	3.0	1.5	5.7	6.4	7.2	8.0
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	1 413	1 402	1 399	1 396
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	1 400	1 389	1 387	1 384
Pozostałe	0.5	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Aktywa razem	194	202	1 482	1 472	1 471	1 470
Kapitał własny	175	181	261	250	249	247
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	1 201	1 202	1 202	1 203
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	1 182	1 182	1 182	1 182
Kapitał własny i zobowiązania	194	202	1 482	1 472	1 471	1 470
Rachunek przepływów pieniężnych	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	-24.8	5.2	80.1	13.0	11.0	9.3
Amortyzacja	2.0	2.6	6.5	5.2	5.3	5.3
Pozostałe	9.2	-0.1	607.0	5.0	5.0	5.0
Cash flow operacyjny	-13.6	7.9	693.6	23.2	21.3	19.7
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	-23.1	-13.0	-11.0
Pozostałe	-1.5	-2.3	-4.3	-4.5	-4.5	-4.5
Cash flow finansowy	-1.5	-2.3	-4.3	-27.6	-17.5	-15.5
Środki pieniężne	102.5	95.3	1 305.4	1 295.9	1 293.6	1 290.6
Wybrane dane	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	5 340	5 556	6 031	6 520	6 814	6 952
Zmiana r/r (%)	5%	4%	9%	8%	5%	2%
Średnie AUM (PLNm)	5 205	5 448	5 794	6 275	6 667	6 883
Zmiana r/r (%)	-12%	5%	6%	8%	6%	3%
ROE (%)	-13%	3%	36%	5%	4%	4%
ROA (%)	-12%	3%	10%	1%	1%	1%
Marża zysku netto (%)	-45%	7%	44%	11%	9%	7%
Marża na średnich AUM (%)	-0.5%	0.1%	1.4%	0.2%	0.2%	0.1%
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	29%	100%	100%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	6.6%	5.6%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	na	37.9	4.3	15.2	17.9	21.1
P/BV (x)	1.1	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8

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

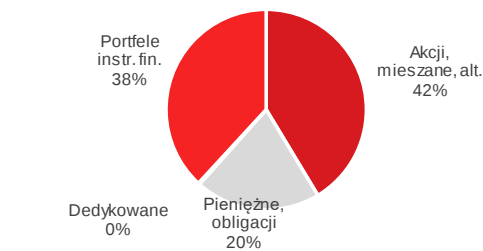
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



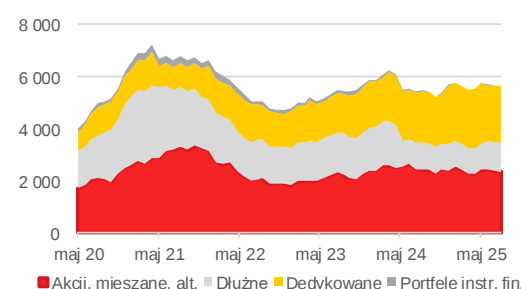
Wynik netto (PLNm)



Struktura aktywów (%)



AUM (PLNm)



Kluczowe czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji i wyceny:

1) Ryzyko M&A – Przejęcia mogą nie nastąpić szybko lub generować niższe synergije, 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 Skarbca 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 fin. spółki, 8) Ryzyko odejścia personelu – Odejście zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy.



Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem w sierpniu 3% r/r (0% m/m)

W sierpniu aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wzrosły 3% r/r (0% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych zmniejszyły się -4% r/r (-1% m/m), AUM funduszy dłużnych wzrosły 11% r/r (4% m/m), aktywa portfeli zwiększyły się o 8% r/r (0% m/m), a funduszy dedykowanych spadły -18% r/r (0% 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	Cze-25	Lip-25	Sie-25
AUM	5 687	5 785	5 667	5 508	5 569	5 782	5 689	5 644	5 660
- r/r	-3%	-2%	-7%	-12%	-9%	5%	2%	4%	3%
- m/m	6%	2%	-2%	-3%	1%	4%	-2%	-1%	0%
Akcji/mieszane	2 415	2 528	2 424	2 306	2 263	2 440	2 449	2 369	2 341
- r/r	0%	5%	-7%	-11%	-9%	-5%	-7%	-3%	-4%
- m/m	-1%	5%	-4%	-5%	-2%	8%	0%	-3%	-1%
Dłużne	1 012	999	1 004	965	997	1 003	1 060	1 104	1 146
- r/r	-37%	-40%	-41%	-44%	-39%	5%	12%	6%	11%
- m/m	2%	-1%	1%	-4%	3%	1%	6%	4%	4%
Dedykowane	16	16	16	16	16	13	13	13	13
- r/r	-72%	-72%	-72%	-72%	-72%	-76%	-74%	-74%	-18%
- m/m	-1%	0%	0%	0%	0%	-16%	0%	0%	0%
Portfele	2 245	2 242	2 223	2 221	2 293	2 327	2 167	2 159	2 160
- r/r	24%	29%	30%	18%	21%	22%	13%	13%	8%
- m/m	17%	0%	-1%	0%	3%	1%	-7%	0%	0%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Prezes Piotr Szulec dla „Parkietu”

Prezes Piotr Szulec w wywiadzie dla dziennika „Parkiet”:

- Przejęcie Noble Securities przyczyni się do dywersyfikacji przychodów przy istotnych przychodach z rynku towarowego oraz usprawni sieć dystrybucji spółki,
- Przegląd produktów SKH powinien zostać zakończony do końca roku, a liczba funduszy powinna zostać zmniejszona z 46 do 14,
- Skarbiec pozostaje zainteresowany kolejnymi akwizycjami (mniejszymi i większymi) spółek zarządzających aktywami, podmiotów dystrybucyjnych oraz domów maklerskich,
- Skarbiec jest na dobrej drodze do wypłaty dywidendy, choć ostateczna decyzja będzie należała do akcjonariuszy,
- Prezes byłby zadowolony, gdyby łączne przepływy w 2025 roku były zbliżone do zera,
- Wartość spółki Skarbiec Holding jest obecnie niedoszacowana - zdaniem prezesa cena akcji SKH powinna wynieść ok. PLN 50-60, a nawet PLN 70-75, jeżeli bieżące oczekiwania zostaną zrealizowane do końca roku.

Wyniki finansowe za kalendarzowy 2Q25

Wyniki spółki w kalendarzowym 2Q25 były zniekształcone przez konsolidację Noble Securities. Zysk netto spółki wyniósł PLN 34.6m i był 10% poniżej naszych założeń, ale głównie na skutek niższego od oczekiwań zysku z okazynego nabycia. Zarówno przychody, jak i koszty były wyższe od naszych założeń, jednak było to efektem konsolidacji Noble Securities. Wpływ netto konsolidacji był zbliżony do naszych założeń. Podsumowując, wyniki Skarbca za 4Q24/25 uważamy za neutralne. Głównym motorem wzrostu wyników pozostają aktywa pod zarządzaniem oraz wyniki funduszy inwestycyjnych, ale zwracamy również uwagę, że wyraźnym wsparciem w najbliższych kwartałach powinna być konsolidacja Noble Securities. Przypominamy także o wpływie rezygnacji z PPK, rewizji oferty produktowej oraz nieco niższego zatrudnienia. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki.

Skarbiec Holding – P&L, PLNm (kwartały kalendarzowe)

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	r/r	kw/kw	Pekao	vs. Pekao
Przychody ogółem	17.7	16.8	55.4	14.3	25.8	46%	80%	21.8	18%
Koszty	-19.3	-18.4	-26.1	-14.3	-33.1	71%	132%	-27.3	21%
EBIT	-2.0	-1.6	28.7	1.5	26.8	na	na	32.4	-17%
EBITDA	-1.2	-0.8	29.6	2.3	29.0	na	na	33.2	-13%
Wynik brutto	-0.2	0.1	30.3	3.4	35.1	na	na	39.0	-10%
Wynik netto	2.8	0.1	24.4	2.6	34.6	na	na	38.3	-10%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Zmiana prognoz na lata 2025-26e

Biorąc pod uwagę dobre wyniki zarządzanych funduszy (w tym *Skarbiec Spółek Wzrostowych*), podwyższamy nasze prognozy *success fee* w 2024/25e o 22%. Powyższe, wraz z wynikami za kalendarzowy 2Q25 i konsolidacją Noble Securities skłoniło nas do podniesienia prognoz przychodów o 7% w 2024/25e, chociaż szacunki przychodów na 2026/27e pozostawiamy bez większych zmian. Przy nieco niższych prognozach kosztów oraz braku istotnych zmian w prognozach przychodów finansowych netto, oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 80.1m w 2024/25e (podwyższenie prognozy o 8%) oraz PLN 13.0/11.0m w 2026/27e (podwyższenie o odpowiednio 11/12%).

- Biorąc pod uwagę ostatnie trendy w aktywach pod zarządzaniem, pozostawiamy nasze prognozy AUM bez większych zmian. Oczekujemy, że aktywa wzrosną o 9% (do PLN 6,031m) do końca 2025 r. w porównaniu z końcem 2023/24 oraz o kolejne 8% r/r (do PLN 6,520m) w 2026e.
- Uwzględniając bardzo dobry performance zarządzanych funduszy, w tym *Skarbiec Spółek Wzrostowych*, podwyższamy nasze prognozy przychodów z opłaty zmiennej o 22% w 2024/25e.
- Powyższe, wraz z wynikami za kalendarzowy 2Q25 i konsolidacją Noble Securities skłoniło nas do podniesienia prognoz przychodów o 7% w 2024/25e, chociaż szacunki przychodów na 2026e oraz 2027e pozostawiamy bez większych zmian.
- Przy nieco niższych prognozach kosztów oraz braku istotnych zmian w prognozach przychodów finansowych netto, oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 80.1m w 2024/25e (podwyższenie prognozy o 8%) oraz PLN 13.0/11.0m w 2026/27e (podwyższenie o odpowiednio 11/12%).

Skarbiec Holding – Zmiana prognoz

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2024/25e*		Zmiana (%)	2026e		Zmiana (%)	2027e		Zmiana (%)
	Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
Przychody	168.2	180.7	7%	123.8	122.7	-1%	126.8	125.5	-1%
Koszty ogółem	152.3	156.1	2%	142.6	140.0	-2%	144.2	141.5	-2%
EBIT	53.7	61.5	14%	-17.2	-16.3	-5%	-15.9	-15.0	-5%
EBITDA	59.4	68.0	14%	-12.9	-11.1	-14%	-11.5	-9.8	-15%
Przychody finansowe netto	29.4	30.1	2%	31.6	32.3	2%	28.0	28.6	2%
Zysk brutto	83.1	91.6	10%	14.4	16.0	11%	12.1	13.6	12%
Podatek dochodowy	-8.7	-11.5	33%	-2.7	-3.0	11%	-2.3	-2.6	12%
Zysk netto	74.4	80.1	8%	11.6	13.0	11%	9.8	11.0	12%
AUM (na koniec okresu)	6 100	6 031	-1%	6 602	6 520	-1%	6 913	6 814	-1%
AUM (średnie)	5 694	5 631	-1%	6 351	6 275	-1%	6 757	6 667	-1%

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 37.0/na akcję (28% potencjał wzrostu).

Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

12M DCF	36.0
Wycena porównawcza	39.7
Średnia ważona	36.7
12M cena docelowa	37.0
Cena rynkowa	28.9
Potencjał wzrostu (%)	28%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych dyskontowanych 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 36.0/akcję.

Skarbiec Holding – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Przychody*	155	154	154	154	154	154	154
- zmiana r/r		-1%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	15	13	11	11	11	11	11
- zmiana r/r		-15%	-16%	0%	0%	0%	0%
Podatek	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2
NOPLAT	12	10	9	9	9	9	9
- zmiana r/r	0%	-15%	-16%	0%	0%	0%	0%
D&A	5	5	5	5	5	5	5
- zmiana r/r		1%	1%	0%	0%	0%	0%
Capex	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
- zmiana r/r		2%	2%	2%	0%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	1	1	1	1	1	1	1
FCF	11	9	8	8	8	8	8
DCCF	10	8	6	5	4	4	4
Suma zdyskontowanych FCF	37						
Zdyskontowane TV	69						
Enterprise value	106						
Dług netto (Gru'25)	-121						
Equity value – 31 grudnia 2025	226						
Liczba akcji (m)	6.8						
12M cena docelowa (PLN)	36.0						
Cena rynkowa (PLN) – 15 września 2025 r.	28.9						
Upside/downside	25%						

* skorygowane o przychody finansowe netto Noble Securities, Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	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	6.8%	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	45.0	44.0	42.0	41.0	40.0	39.0	38.0
	0.8	42.0	41.0	40.0	39.0	38.0	37.0	36.0
	0.9	40.0	39.0	38.0	37.0	36.0	36.0	35.0
	1.0	39.0	38.0	37.0	36.0	35.0	35.0	34.0
	1.1	37.0	37.0	36.0	35.0	34.0	34.0	33.0
	1.2	36.0	35.0	35.0	34.0	33.0	33.0	32.0
	1.3	35.0	34.0	34.0	33.0	33.0	32.0	32.0

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	42.0	40.0	39.0	38.0	37.0	36.0
	2%	41.0	40.0	39.0	38.0	37.0	36.0	35.0
	4%	40.0	39.0	38.0	37.0	36.0	35.0	35.0
	6%	39.0	38.0	37.0	36.0	35.0	35.0	34.0
	8%	38.0	37.0	36.0	35.0	35.0	34.0	33.0
	10%	37.0	36.0	35.0	35.0	34.0	33.0	33.0
	12%	36.0	35.0	35.0	34.0	33.0	33.0	32.0

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Okres 12M do gru'25	2026e
Średnia spółek zagranicznych	15.9	14.0
Skarbiec Holding C/Z*	8.7	15.2
Premia/dyskonto do średniej	-45%	9%
Implikowana wycena	52.9	26.6
Waga	50%	50%
Wycena	39.7	

* 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 39.7/akcję.

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		DY	
				2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 369	55 497	21.0	22.1	1.3	1.3	7%	6%	10%	10%
JUPITER FUND MGMT	GB	733	54 799	11.3	12.3	0.7	0.7	7%	5%	6%	4%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 091	162 918	7.8	5.9	1.2	0.9	15%	18%	8%	9%
SCHRODERS PLC	GB	6 996	800 579	12.8	11.1	1.3	1.3	11%	12%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	5 722	684 044	9.4	8.6	2.0	1.8	14%	13%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 619	765 485	11.8	10.4	na	na	7%	na	9%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	66 987	725 727	16.4	13.7	3.2	2.7	28%	19%	1%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA	US	3 249	155 775	12.9	11.8	na	na	na	na	7%	8%
BLACKROCK INC	US	157 974	11 161 974	24.1	21.5	3.5	3.5	16%	17%	2%	2%
BLACKSTONE INC	US	193 908	1 089 194	34.9	27.0	12.0	11.2	35%	41%	2%	3%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	20 808	426 158	15.7	13.5	3.3	2.8	23%	22%	2%	2%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	11 017	1 505 704	12.3	9.8	0.7	0.6	6%	7%	4%	4%
KKR & CO INC	US	110 274	616 086	28.0	21.2	4.8	4.1	12%	12%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	19 821	1 552 458	11.3	10.9	2.3	2.2	19%	20%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 261	12 014	12.3	11.4	1.3	1.3	11%	12%	6%	6%
AMP LTD	AU	2 427	88 684	15.3	14.3	1.1	1.1	7%	8%	2%	3%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 712	184 558	12.4	12.5	1.4	1.3	12%	11%	0%	0%

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	6.8	1.9	1.6	1.4
Przychody	94.8	55.6	70.4	180.7	122.7	125.5	128.4
Marża zysku brutto	14%	-41%	3%	51%	13%	11%	9%
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	61.5	-16.3	-15.0	-13.8
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	68.0	-11.1	-9.8	-8.5
Wynik netto	9.5	-24.8	5.2	80.1	13.0	11.0	9.3
Dług netto	-73.2	-130.6	-132.8	-120.9	-143.1	-140.2	-137.5
BPS	29.3	25.7	26.5	38.2	36.7	36.4	36.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	3.4	1.9	1.6
ROE	5%	-13%	3%	36%	5%	4%	4%
ROA	4%	-12%	3%	10%	1%	1%	1%
D&A	1.8	2.0	2.6	6.5	5.2	5.3	5.3
FCF	14.7	-21.4	-16.8	19.7	11.4	9.4	7.7
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	180.7	122.7	125.5	128.4
Koszty ogółem	79.4	68.8	74.9	156.1	140.0	141.5	143.1
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	61.5	-16.3	-15.0	-13.8
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	68.0	-11.1	-9.8	-8.5
Przychody finansowe netto	0.2	5.9	7.0	30.1	32.3	28.6	25.3
Zysk brutto	13.6	-23.1	2.3	91.6	16.0	13.6	11.5
Podatek dochodowy	-4.2	-1.8	2.9	-11.5	-3.0	-2.6	-2.2
Zysk netto	9.5	-24.8	5.2	80.1	13.0	11.0	9.3

* 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	6 031	6 520	6 814	6 952
Zmiana r/r (%)	-26%	5%	4%	9%	8%	5%	2%
Średnie AUM (PLNm)	5 941	5 205	5 448	5 794	6 275	6 667	6 883
Zmiana r/r (%)	0%	-12%	5%	6%	8%	6%	3%
Marża zysku netto (%)	10.0%	-44.6%	7.4%	44.3%	10.6%	8.8%	7.3%
Marża na średnich AUM (%)	0.2%	-0.5%	0.1%	1.4%	0.2%	0.2%	0.1%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	0%	12%	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	68.8	70.3	71.8	73.5
Rzeczowe aktywa trwałe	4.1	3.0	1.5	5.7	6.4	7.2	8.0
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	1 413	1 402	1 399	1 396
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	1 400.5	1 389.4	1 386.5	1 383.8
Pozostałe	1.5	0.5	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Aktywa razem	228	194	202	1 482	1 472	1 471	1 470
Kapitał własny	200	175	181	261	250	249	247
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	1 201.2	1 201.8	1 202.4	1 203.1
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	1 181.7	1 181.7	1 181.7	1 181.7
Kapitał własny i zobowiązania	228	194	202	1 482	1 472	1 471	1 470

* 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	80.1	13.0	11.0	9.3
Amortyzacja	1.8	2.0	2.6	6.5	5.2	5.3	5.3
Pozostałe	5.5	9.2	-0.1	607.0	5.0	5.0	5.0
Cash flow operacyjny	16.7	-13.6	7.9	693.6	23.2	21.3	19.7
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	-23.1	-13.0	-11.0
Pozostałe	-1.6	-1.5	-2.3	-4.3	-4.5	-4.5	-4.5
Cash flow finansowy	-1.6	-1.5	-2.3	-4.3	-27.6	-17.5	-15.5
Środki pieniężne	73.2	102.5	95.3	1 305.4	1 295.9	1 293.6	1 290.6

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



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

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 17 WRZEŚNIA 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 czynników 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 osiągane 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