

Skarbiec Holding

Mieszane trendy w wynikach, ale wycena wciąż niska

Obniżamy naszą 12M cenę docelową dla Skarbiec Holding do PLN 30.0/akcję z PLN 32.0 poprzednio, ale utrzymujemy rekomendację Kupuj. Spółka wykazała bardzo dobre wyniki za kalendarzowy 4Q24, jednak oczekujemy, że 1Q25 będzie wyraźnie słabszy ze stratą netto PLN 0.4m przy nieco słabszych AUM oraz niskiej opłacie zmiennej. Skarbiec kontynuuje jednak działania restrukturyzacyjne oraz przygotowuje się do przejęcia Noble Securities. Obecną wycenę nieznacznie powyżej poziomu gotówki uważamy za atrakcyjną. Spółka rozgląda się za kolejnymi akwizycjami, a od 2026 r. planuje wypłacać dywidendę.

Słabsze wyniki 1Q25 – Po bardzo dobrym 4Q24, wyniki za 1Q25 będą wyraźnie słabsze. Oczekujemy straty netto PLN 0.4m przy nieco słabszych AUM i niskiej opłacie zmiennej. AUM pozostają kluczowym determinantem wyników, ale zwracamy uwagę na trwającą restrukturyzację (rezygnacja z PPK, rewizja oferty produktowej, itd.).

Zmiany prognoz – Obniżamy nasze prognozy AUM o 6% w 2024/25e i w 2026e. Jednocześnie wyższe success fee w kalendarzowym 4Q24, ale również obniżone prognozy przychodów z opłaty stałej oraz kosztów skłoniły nas do podwyższenia prognozy zysku netto dla SKH do PLN 30m w 2024/25e (+62%) oraz obniżenia do PLN 7.8m w 2026e (-5%).

Finalizacja akwizycji Noble Securities (NS) już wkrótce – Skarbiec uzyskał zgodę KNF na przejęcie NS, a transakcja ma być sfinalizowana już wkrótce. W naszych prognozach nie uwzględniamy jeszcze akwizycji, ale zwracamy uwagę, że jeżeli transakcja zostanie ostatecznie sfinalizowana, będzie stanowić wsparcie dla naszych prognoz i wyceny.

Kolejne przejęcia na horyzoncie? – W ostatnim wywiadzie prezes Piotr Szulec wskazał, że spółka jest zainteresowana kolejnymi akwizycjami, a potencjalnym celem może być spółka dystrybucyjna lub TFI.

Wycena nieznacznie powyżej gotówki – Na koniec grudnia Skarbiec Holding miał PLN 128m gotówki i ekwiwalentów. W naszym przekonaniu obecna kapitalizacja w wys. PLN 160m 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	141.3	83.7	86.4	86.6
EBITDA	-11.3	-2.1	34.3	6.9	9.0	9.3
Zysk netto	-24.8	5.2	30.4	7.8	8.7	8.6
- zmiana r/r (%)	na	na	484%	-74%	12%	-1%
Stopa dyw. (%)	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	4.8%	5.4%
P/E (x)	na	30.8	5.3	20.7	18.5	18.7
P/BV	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8

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

Kupuj (raport aktualizujący)

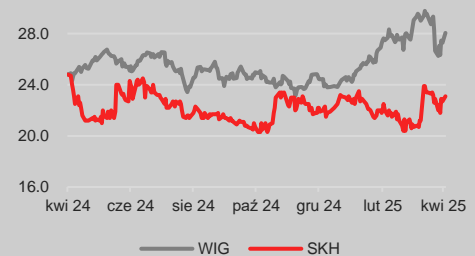
Cena docelowa
PLN 30.0
Potencjał wzrostu
+28%

Cena z 15 kwietnia 2025

PLN 23.5

Rating ESG
C
Ocena końcowa ESG
0.98

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 3Q24/25

26 maja

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	SKH PW
Free float (%)	24.1
MCAP (PLNm)	160
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
Prognoza wyników za 3Q24/25	4
Aktualizacja prognoz	5
Ostatnie wydarzenia	6
Finalizacja przejęcia Noble Securities już wkrótce	8
Wycena	9
Rating ESG	11
Prognozy finansowe	12
DISCLAIMER.....	15

Kluczowe dane

Rachunek wyników	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Przychody	55.6	70.4	141.3	83.7	86.4	86.6
Wynagrodzenie stałe	52.0	59.6	82.3	66.7	70.7	71.1
Wynagrodzenie zmienne	2.5	10.4	57.4	15.0	13.7	13.5
Pozostałe	1.1	0.4	1.6	2.0	2.0	2.0
Koszty ogółem	68.8	74.9	111.6	80.6	81.1	81.1
Amortyzacja	2.0	2.6	5.0	2.7	2.8	2.8
Koszty dystrybucji	22.5	26.6	32.3	27.3	28.3	27.7
Koszty osobowe	19.6	19.0	38.2	23.7	23.5	24.3
Pozostałe	24.7	26.8	36.2	26.8	26.5	26.3
EBIT	-13.3	-4.7	29.3	4.2	6.2	6.5
EBITDA	-11.3	-2.1	34.3	6.9	9.0	9.3
Przychody finansowe netto	5.9	7.0	8.5	5.1	4.4	4.1
Zysk brutto	-23.1	2.3	37.7	9.2	10.6	10.6
Podatek dochodowy	-1.8	2.9	-7.4	-1.5	-1.9	-2.0
Zysk netto	-24.8	5.2	30.4	7.8	8.7	8.6

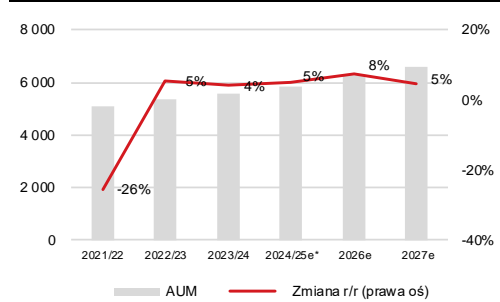
Bilans	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Aktywa trwałe	48.6	57.6	57.6	59.7	61.8	64.0
Rzeczowe aktywa trwałe	3.0	1.5	1.0	2.5	4.0	5.7
Wartości niematerialne	7.7	15.2	15.7	16.2	16.7	17.2
Wartość firmy	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	1.8	4.7	4.7	4.8	4.9	5.0
Aktywa obrotowe	145	144	175	166	166	164
Należności z tytułu dostaw i usług	9.3	11.4	10.2	10.2	10.2	10.2
Aktywa finansowe FVPL	33.1	37.5	33.1	29.8	27.7	26.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	102.5	95.3	131.7	126.1	127.6	126.8
Pozostałe	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	194	202	233	226	227	228
Kapitał własny	175	181	211	203	204	204
Zobowiązania długoterminowe	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Rezerwy	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Z tytułu leasingu finansowego	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Zobowiązania krótkoterminowe	17.4	20.7	21.3	21.9	22.5	23.1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	15.2	19.0	19.5	20.1	20.7	21.3
Pozostałe	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Kapitał własny i zobowiązania	194	202	233	226	227	228

Rachunek przepływów pieniężnych	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	-24.8	5.2	30.4	7.8	8.7	8.6
Amortyzacja	2.0	2.6	5.0	2.7	2.8	2.8
Pozostałe	9.2	-0.1	2.1	0.9	0.9	1.0
Cash flow operacyjny	-13.6	7.9	37.5	11.4	12.4	12.3
Saldo aktywów finansowych	46.2	-2.3	4.4	3.3	2.1	0.8
Nakłady inwestycyjne	-2.8	-10.5	-5.0	-4.7	-4.8	-4.9
Pozostałe	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	44.3	-12.7	-0.6	-1.4	-2.7	-4.1
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	-15.2	-7.8	-8.7
Pozostałe	-1.5	-2.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Cash flow finansowy	-1.5	-2.3	-0.4	-15.6	-8.2	-9.1
Środki pieniężne	102.5	95.3	131.7	126.1	127.6	126.8

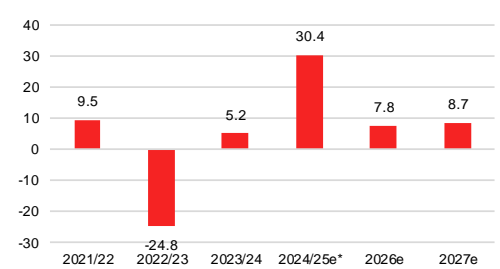
Wybrane dane	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	5 340	5 556	5 841	6 282	6 575	6 719
Zmiana r/r (%)	5%	4%	5%	8%	5%	2%
Średnie AUM (PLNm)	5 205	5 448	5 698	6 061	6 429	6 647
Zmiana r/r (%)	-12%	5%	5%	6%	6%	3%
ROE (%)	-13%	3%	16%	4%	4%	4%
ROA (%)	-12%	3%	14%	3%	4%	4%
Marża zysku netto (%)	-45%	7%	21%	9%	10%	10%
Marża na średnich AUM (%)	-0.5%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	50%	100%	100%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	4.8%	5.4%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	na	30.8	5.3	20.7	18.5	18.7
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8

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

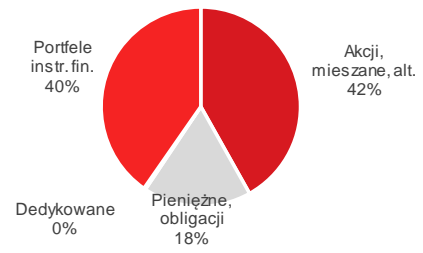
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



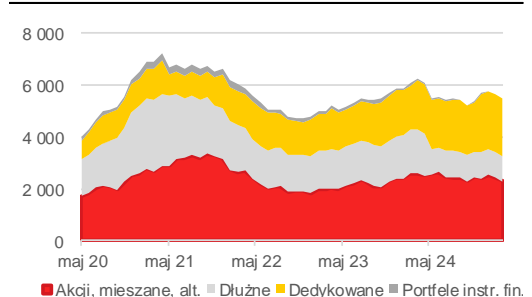
Wynik netto (PLNm)



Struktura aktywów (%)



AUM (PLNm)



Kluczowe czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji i wyceny:

1) Ryzyko M&A – Przejęcia mogą nie nastąpić szybko lub generować niższe synergie, 2) Regulacje – Zmiany regulacyjne mogą negatywnie wpłynąć na działalność spółki, 3) Ryzyko akcjonariusza – Obiekty KNF wobec głównego akcjonariusza mogą skutkować brakiem zgodny na udział 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 fin. spółki, 8) Ryzyko odejścia personelu – Odejście zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy.



Prognoza wyników 3Q24/25 (kalendarzowy 1Q25)

Po bardzo udanym 4Q24 (kalendarzowym), 1Q25 rysuje się jako wyraźnie słabszy kwartał. Oczekujemy straty netto na poziomie PLN 0.4m na skutek nieco słabszych aktywów pod zarządzaniem oraz niskiej opłaty zmiennej. Pozytywnie odbieramy natomiast spadek kosztów r/r dzięki niższym kosztom dystrybucji oraz oszczędnościom kosztowym na skutek realizowanego procesu restrukturyzacji w spółce. Aktywa pod zarządzaniem pozostają kluczowym determinantem wyników Skarbca, jednak w najbliższych kwartałach wyniki powinny być wspierane przez rezygnację z PPK, rewizję oferty produktowej oraz nieco niższe zatrudnienie. Skarbiec Holding przygotowuje się również do przejęcia Noble Securities.

- Na koniec 1Q25 **AUM** Skarbiec TFI wyniosły PLN 5,508m (-12% r/r, -3% kw/kw). W ujęciu rocznym niższe aktywa funduszy dłużnych (-44% r/r), akcji/mieszanych (-11% r/r) oraz dedykowanych (-72% r/r) zostały tylko częściowo skompensowane przez rosnące aktywa portfeli instr. finansowych (18% r/r). W ujęciu kwartalnym AUM funduszy dłużnych i akcji/mieszanych spadły o 5% kw/kw, podczas gdy aktywa portfeli oraz funduszy dedykowanych pozostały płaskie (odpowiednio 0% kw/kw oraz -1% kw/kw).
- W 1Q25 **napływy netto** do funduszy Skarbiec TFI (ex. portfele) wyniosły PLN -53m wobec PLN -63m w 4Q24. W całym 2024 r. napływy wyniosły PLN -489m wobec PLN +83m w 2023 r.
- W 3Q24/25 (kalendarzowym 1Q25) spodziewamy się **opłaty stałej** na poziomie PLN 13.9m (-12% r/r, 1% kw/kw) na skutek nieco słabszych AUM oraz rosnącego udziału niżej marżowych portfeli instr. finansowych (39% w 1Q25 wobec 37% w 4Q24). Zakładamy średnią marżę na aktywach na poziomie 0.98% (vs. 1.01% w 4Q24 oraz 1.04% w 1Q24). Oczekujemy również przychodów z opłaty zmiennej w wysokości PLN 0.8m.
- Przy oczekiwanych niższych **kosztach** (-10% r/r, -35% kw/kw) oraz pozytywnym wpływie przychodów finansowych netto (PLN 1.5m vs. PLN 1.5m w 4Q24 oraz PLN 1.7m w 1Q24), oczekujemy, że w kalendarzowym 1Q25 Skarbiec Holding wykaże **stratę netto** na poziomie PLN -0.4m (vs. PLN 24.4/2.5m zysku netto w 4Q24/1Q24).

Skarbiec Holding – Wyniki finansowe, 1Q24-1Q25e (kwartały kalendarzowe)

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25e	r/r	q/q
Przychody ogółem	19.2	17.7	16.8	55.4	14.9	-23%	-73%
- opłata stała	15.7	14.0	13.9	13.8	13.9	-12%	1%
- opłata zmienna	3.5	3.7	2.0	41.7	0.8	-77%	-98%
Koszty	-18.8	-19.3	-18.4	-26.1	-16.9	-10%	-35%
EBIT	0.4	-2.0	-1.6	28.7	-2.0	na	na
EBITDA	1.2	-1.2	-0.8	29.6	-1.2	na	na
Przychody finansowe netto	1.7	1.8	1.7	1.5	1.5	-11%	-1%
Wynik brutto	2.1	-0.2	0.1	30.3	-0.5	na	na
Wynik netto	2.5	2.8	0.1	24.4	-0.4	na	na

Źródło Spółka, Pekao Equity Research



Zmiana prognoz na lata 2025-26e

Ostatnie trendy w zakresie aktywów pod zarządzaniem skłoniły nas do obniżenia naszych prognoz AUM o 6% zarówno w 2024/25e jak i w 2026e. Jednocześnie na skutek znacznie wyższej opłaty zmiennej wykazanej w kalendarzowym 4Q24, podwyższamy nasze prognozy przychodów o 9% w 2024/25e. Z kolei obniżone oczekiwania odnośnie do przychodów z opłaty stałej skłoniły nas do obniżenia prognoz przychodów w 2026e o 8%. Przy nieco niższych oczekiwaniach dot. kosztów ogółem (-5% w 2024/25e oraz -6% w 2026e), oczekujemy że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 30.4m w 2024/25e (+62%) oraz PLN 7.8m w 2026e (-5%).

- Uwzględniając ostatnie trendy w zakresie aktywów pod zarządzaniem obniżamy nasze prognozy AUM o 6% zarówno w 2024/25e, jak i w 2026e. Zakładamy obecnie wzrost aktywów pod zarządzaniem o 5% (do PLN 5,841m) do końca 2025 r. w stosunku do końca 2023/24 oraz o kolejne 8% r/r (do PLN 6,282m) w 2026e.
- Jednocześnie na skutek znacznie wyższej opłaty zmiennej wykazanej w kalendarzowym 4Q24 podwyższamy nasze prognozy przychodów o 9% w 2024/25e. Z kolei obniżone oczekiwania odnośnie do przychodów z opłaty stałej skłoniły nas do obniżenia prognoz przychodów w 2026e o 8%.
- Aby odzwierciedlić trwające działania restrukturyzacyjne oraz rezygnację z PPK obniżamy nasze prognozy kosztów o 5% w 2024/25e oraz o 6% w 2026e. Przy braku istotnych zmian w zakresie przychodów finansowych netto oczekujemy że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 30.4m w 2024/25e (+62%) oraz PLN 7.8m w 2026e (-5%).

Skarbiec Holding – Zmiana prognoz

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2024/25e*		Zmiana (%)	2026e		Zmiana (%)	2027e		Zmiana (%)
	Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
Przychody	129.4	141.3	9%	90.5	83.7	-8%	94.2	86.4	-8%
Koszty ogółem	117.9	111.6	-5%	85.7	80.6	-6%	87.4	81.1	-7%
EBIT	11.6	29.3	153%	4.9	4.2	-15%	6.7	6.2	-7%
EBITDA	16.0	34.3	114%	7.6	6.9	-9%	9.5	9.0	-5%
Przychody finansowe netto	8.5	8.5	0%	4.8	5.1	6%	4.2	4.4	4%
Zysk brutto	20.1	37.7	88%	9.7	9.2	-5%	10.9	10.6	-3%
Podatek dochodowy	-1.3	-7.4	471%	-1.5	-1.5	-5%	-2.0	-1.9	-3%
Zysk netto	18.8	30.4	62%	8.1	7.8	-5%	9.0	8.7	-3%
AUM (na koniec okresu)	6 216	5 841	-6%	6 703	6 282	-6%	6 955	6 575	-5%
AUM (średnie)	5 729	5 559	-3%	6 459	6 061	-6%	6 829	6 429	-6%

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



Ostatnie wydarzenia

Zgoda KNF na przejęcie Noble Securities

Spółka poinformowała, że otrzymała zgodę KNF na przejęcie Noble Securities. W grudniu 2024 r. również UOKiK informował, że ma zastrzeżeń do transakcji.

Aktywa pod zarządzaniem w marcu -12% r/r (-3% m/m)

W marcu aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI spadły -12% r/r (-3% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych zmniejszyły się -11% r/r (-5% m/m), AUM funduszy dłużnych spadły -44% r/r (-4% m/m), aktywa portfeli zwiększyły się o 18% r/r (0% m/m), a funduszy dedykowanych spadły -72% r/r (0% m/m).

Skarbiec TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Gru-24	Sty-25	Lut-25	Mar-25
AuM	5 687	5 785	5 667	5 508
- r/r	-3%	-2%	-7%	-12%
- m/m	6%	2%	-2%	-3%
Akcji/mieszane	2 415	2 528	2 424	2 306
- r/r	0%	5%	-7%	-11%
- m/m	-1%	5%	-4%	-5%
Dłużne	1 012	999	1 004	965
- r/r	-37%	-40%	-41%	-44%
- m/m	2%	-1%	1%	-4%
Dedykowane	16	16	16	16
- r/r	-72%	-72%	-72%	-72%
- m/m	-1%	0%	0%	0%
Portfele instr. fin.	2 245	2 242	2 223	2 221
- r/r	24%	29%	30%	18%
- m/m	17%	0%	-1%	0%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wywiad z Prezesem Zarządu:

Piotr Szulec, prezes Zarządu Skarbiec Holding, w wywiadzie dla PAP:

- Finalizacja przejęcia Noble Securities jest planowana na koniec kwietnia,
- Skarbiec będzie wspierał bieżącą działalność Noble Securities i widzi wiele możliwości rozwoju dla spółki,
- Skarbiec posiada dużo gotówki do zagospodarowania, która będzie przeznaczona na kolejne przejęcia lub na rozwój domu maklerskiego. Skarbiec w dalszym ciągu jest zainteresowany przejęciem spółki dystrybucyjnej lub innego TFI.
- Spółka podtrzymuje chęć dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami w 2026 r.
- Rezygnacja z PPK spowoduje obniżenie rocznych kosztów o około PLN 2m,
- Spółka chce, aby 30-50% klientów korzystało z platformy Skarbiec24,
- Skarbiec kontynuuje prace and uporządkowaniem oferty produktowej,



Wyniki za 2Q24/25 (kalendarzowy 4Q24) (publikacja 31-go marca)

Zysk netto Skarbiec Holding w 2Q24/25 wyniósł PLN 24.4m i by 10% powyżej naszych oczekiwań. Lepszy od oczekiwań wynik netto był pochodną wyższych przychodów z opłaty zmiennej oraz nieznacznie niższych kosztów operacyjnych. Jednocześnie przychody finansowe netto były nieznacznie słabsze niż oczekiwaliśmy, a efektywna stopa podatkowa wyższa. Opłata zmienna wyniosła PLN 42m wobec naszych założeń PLN 36m i była efektem bardzo dobrych wyników zarządzanych funduszy Skarbiec TFI (w tym SSW). Z kolei przychody z opłaty stałej nie przyniosły niespodzianek. Po stronie kosztów operacyjnych zwracamy uwagę na wyjątkowo niskie koszty dystrybucji, które zmniejszyły się o 29% zarówno r/r, jak i kw/kw. Podsumowując, wyniki Skarbca za 4Q24 były bardzo dobre przy dużym wsparciu ze strony opłaty zmiennej.

Skarbiec TFI – Wybrane dane P&L

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q23	3Q24	4Q24	y/y	q/q	Pekao	vs. Pekao
Przychody ogółem	18.6	16.8	55.4	197%	230%	50.0	11%
- opłata stała	15.5	13.9	13.8	-11%	-1%	13.8	-1%
- opłata zmienna	2.9	2.0	41.7	1337%	2029%	36.4	15%
Koszty	-19.8	-18.4	-26.1	32%	42%	-26.7	-2%
EBIT	-1.0	-1.6	28.7	na	na	23.3	23%
EBITDA	-0.5	-0.8	29.6	na	na	24.1	23%
Przychody fin. netto	1.4	1.7	1.5	6%	-9%	1.8	-14%
Wynik brutto	0.4	0.1	30.3	na	na	25.1	21%
Wynik netto	-0.2	0.1	24.4	na	na	22.1	10%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Finalizacja przejęcia Noble Securities już wkrótce

Skarbiec uzyskał zgodę KNF na przejęcie Noble Securities, a transakcja ma być sfinalizowana już wkrótce. W naszych prognozach nie uwzględniamy jeszcze akwizycji, ale zwracamy uwagę, że jeżeli transakcja zostanie ostatecznie sfinalizowana, będzie stanowić wsparcie dla naszych prognoz i wyceny.

Pod koniec października 2024 r. Skarbiec Holding poinformował, że podpisał z syndykiem masy upadłości Getin Noble Banku przedwstępną warunkową umowę kupna 100% akcji Noble Securities. Cena sprzedaży miała nie przekraczać PLN 46m i być uzależniona od wartości dywidendy za lata 2023 oraz 2024 wypłaconej przez Noble Securities na rzecz banku. Skarbiec Holding poinformował, że transakcja stanowi realizację strategii spółki w zakresie dywersyfikacji źródeł przychodów i zysku.

Noble Securities – Kluczowe dane rachunku zysków i strat, PLN mn

	2021	2022	2023
Przychody z działalności maklerskiej	25.6	22.9	28.0
Koszty działalności maklerskiej	-37.1	-58.2	-58.2
Wynik na działalności maklerskiej	-11.5	-35.3	-30.2
Zysk z operacji instr. fin. (do obrotu)	15.0	65.6	9.5
EBIT	1.6	15.9	-18.1
Przychody finansowe netto	4.4	43.2	46.8
- odsetki od lokat i depozytów	4.2	42.9	47.8
Zysk brutto	6.0	59.1	28.6
Zysk netto	4.5	45.0	23.1

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



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 30.0/na akcję (28% potencjał wzrostu).

Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

12M DCF	34.4
Wycena porównawcza	11.7
Średnia ważona	29.9
12M cena docelowa	30.0
Cena rynkowa	23.5
Potencjał wzrostu (%)	28%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.8% (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 34.4/akcję.

Skarbiec Holding – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal
Przychody	69	84	86	87	88	90	92
- zmiana r/r		21%	3%	0%	2%	2%	2%
EBIT	2	3	5	6	6	6	8
- zmiana r/r		51%	69%	5%	2%	2%	31%
Podatek	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
NOPLAT	2	3	4	5	5	5	6
- zmiana r/r	0%	58%	65%	4%	2%	2%	31%
D&A	3	3	3	3	3	3	3
- zmiana r/r		-20%	1%	1%	0%	0%	0%
Capex	-3	-5	-5	-5	-3	-3	-3
- zmiana r/r		41%	2%	2%	-43%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	2	1	1	1	1	1	1
FCF	4	1	3	3	5	5	7
DFCF	3	1	2	2	3	3	4
Suma zdyskontowanych FCF	14						
Zdyskontowane TV	61						
Enterprise value	75						
Dług netto (Gru'24)	-128						
Equity value - Dec 31 2024	203						
Liczba akcji (m)	6.8						
12M cena docelowa (PLN)	34.4						
Cena rynkowa (PLN) – 15 kwi'25	23.5						
Potencjał wzrostu	46%						

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Kalkulacja WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	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	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	9.0%
Koszt długu	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	7.0%
Koszt długu po podatku	7.1%	7.4%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%	5.7%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	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 (%)						
		2.8%	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
Beta	0.7	39.6	39.2	38.9	38.6	38.3	38.0	37.8
	0.8	37.7	37.4	37.1	36.9	36.6	36.4	36.2
	0.9	36.2	35.9	35.7	35.5	35.3	35.2	35.0
	1.0	34.9	34.7	34.6	34.4	34.3	34.2	34.1
	1.1	33.9	33.8	33.6	33.5	33.4	33.3	33.3
	1.2	33.1	32.9	32.8	32.8	32.7	32.6	32.6
	1.3	32.3	32.3	32.2	32.1	32.1	32.1	32.1

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 (%)						
		2.8%	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
Premia za ryzyko	3%	35.6	35.4	35.1	34.9	34.7	34.6	34.4
	4%	35.4	35.1	34.9	34.7	34.6	34.4	34.3
	5%	35.1	34.9	34.7	34.6	34.4	34.3	34.2
	6%	34.9	34.7	34.6	34.4	34.3	34.2	34.1
	7%	34.7	34.6	34.4	34.3	34.2	34.1	34.0
	8%	34.6	34.4	34.3	34.2	34.1	34.0	33.9
	9%	34.4	34.3	34.2	34.1	34.0	33.9	33.8

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Okres 12M do gru'25	2026e
Średnia spółek zagranicznych	12.4	11.2
Skarbiec Holding C/Z	27.1	20.7
Premia/dyskonto do średniej	119%	85%
Implikowana wycena	10.7	12.7
Waga	50%	50%
Wycena		11.7

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2025-2026e implikuje cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 11.7/akcję.

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	C/Z		C/WK		ROE		Stopa dyw.	
				2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 054	58 161	14.1	15.4	1.0	1.0	7%	7%	13%	13%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	6 149	183 212	16.0	16.4	5.8	5.2	35%	31%	4%	5%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	460	54 799	10.7	10.5	0.5	0.5	4%	4%	5%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 217	162 914	6.6	4.8	1.2	0.8	15%	21%	8%	9%
SCHRODERS PLC	GB	5 960	800 568	10.8	9.6	1.1	1.0	11%	12%	7%	7%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 029	684 027	6.9	6.4	1.4	1.3	21%	29%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 687	765 485	11.4	10.3	na	na	7%	na	9%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	63 234	725 710	14.6	12.0	3.4	2.7	31%	25%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA	US	2 530	155 772	10.9	10.3	na	na	na	na	8%	9%
BLACKROCK INC	US	121 831	11 161 707	19.2	16.9	2.8	2.7	15%	16%	2%	3%
BLACKSTONE INC	US	141 433	1 089 168	24.2	18.7	9.8	8.6	40%	46%	3%	4%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	11 671	426 147	9.4	8.0	1.8	1.5	21%	22%	4%	4%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	8 379	1 505 741	7.5	6.9	0.4	0.4	6%	6%	7%	7%
KKR & CO INC	US	80 895	616 071	19.2	15.5	3.0	2.6	12%	14%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	17 530	1 552 421	10.5	10.3	2.0	1.9	18%	18%	6%	6%
PERPETUAL LTD	AU	1 108	12 332	10.0	10.0	1.1	1.1	11%	12%	7%	7%
AMP LTD	AU	1 566	88 690	10.4	9.7	0.7	0.7	7%	8%	4%	5%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 358	193 904	9.9	9.5	1.2	1.1	12%	13%	1%	5%

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	4.5	1.1	1.3	1.3
Przychody	94.8	55.6	70.4	141.3	83.7	86.4	86.6
Marża zysku brutto	14%	-41%	3%	27%	11%	12%	12%
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	29.3	4.2	6.2	6.5
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	34.3	6.9	9.0	9.3
Wynik netto	9.5	-24.8	5.2	30.4	7.8	8.7	8.6
Dług netto	-73.2	-130.6	-127.8	-159.8	-150.9	-150.3	-148.6
BPS	29.3	25.7	26.5	30.9	29.8	30.0	29.9
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	1.1	1.3
ROE	5%	-13%	3%	16%	4%	4%	4%
ROA	4%	-12%	3%	14%	3%	4%	4%
D&A	1.8	2.0	2.6	5.0	2.7	2.8	2.8
FCF	14.7	-21.4	-16.8	25.3	2.1	3.7	3.8
CAPEX	2.7	2.8	10.5	5.0	4.7	4.8	4.9

* 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	141.3	83.7	86.4	86.6
Koszty ogółem	79.4	68.8	74.9	111.6	80.6	81.1	81.1
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	29.3	4.2	6.2	6.5
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	34.3	6.9	9.0	9.3
Przychody finansowe netto	0.2	5.9	7.0	8.5	5.1	4.4	4.1
Zysk brutto	13.6	-23.1	2.3	37.7	9.2	10.6	10.6
Podatek dochodowy	-4.2	-1.8	2.9	-7.4	-1.5	-1.9	-2.0
Zysk netto	9.5	-24.8	5.2	30.4	7.8	8.7	8.6

* 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	5 841	6 282	6 575	6 719
Zmiana r/r (%)	-26%	5%	4%	5%	8%	5%	2%
Średnie AUM (PLNm)	5 941	5 205	5 448	5 698	6 061	6 429	6 647
Zmiana r/r (%)	0%	-12%	5%	5%	6%	6%	3%
Marża zysku netto (%)	10.0%	-44.6%	7.4%	21.5%	9.3%	10.1%	9.9%
Marża na średnich AUM (%)	0.2%	-0.5%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	0%	9%	5%	5%
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	57.6	59.7	61.8	64.0
Rzeczowe aktywa trwałe	4.1	3.0	1.5	1.0	2.5	4.0	5.7
Wartości niematerialne	5.4	7.7	15.2	15.7	16.2	16.7	17.2
Wartość firmy	51.8	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	3.6	1.8	4.7	4.7	4.8	4.9	5.0
Aktywa obrotowe	163	145	144	175	166	166	164
Należności z tytułu dostaw i usług	8.1	9.3	11.4	10.2	10.2	10.2	10.2
Aktywa finansowe FVPL	80.3	33.1	37.5	33.1	29.8	27.7	26.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	73.2	102.5	95.3	131.7	126.1	127.6	126.8
Pozostałe	1.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	228	194	202	233	226	227	228
Kapitał własny	200	175	181	211	203	204	204
Zobowiązania długoterminowe	2.2	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Rezerwy	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Z tytułu leasingu finansowego	2.1	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Zobowiązania krótkoterminowe	25.7	17.4	20.7	21.3	21.9	22.5	23.1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	20.3	15.2	19.0	19.5	20.1	20.7	21.3
Pozostałe	5.4	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Kapitał własny i zobowiązania	228	194	202	233	226	227	228

* 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	30.4	7.8	8.7	8.6
Amortyzacja	1.8	2.0	2.6	5.0	2.7	2.8	2.8
Pozostałe	5.5	9.2	-0.1	2.1	0.9	0.9	1.0
Cash flow operacyjny	16.7	-13.6	7.9	37.5	11.4	12.4	12.3
Saldo aktywów finansowych	-66.0	46.2	-2.3	4.4	3.3	2.1	0.8
Nakłady inwestycyjne	-2.7	-2.8	-10.5	-5.0	-4.7	-4.8	-4.9
Pozostałe	0.2	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	-68.5	44.3	-12.7	-0.6	-1.4	-2.7	-4.1
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	-15.2	-7.8	-8.7
Pozostałe	-1.6	-1.5	-2.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Cash flow finansowy	-1.6	-1.5	-2.3	-0.4	-15.6	-8.2	-9.1
Środki pieniężne	73.2	102.5	95.3	131.7	126.1	127.6	126.8

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



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

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 17 KWIETNIA 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 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 zawarła takie umowy i faktycznie otrzymała 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 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 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) 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