

Skarbiec Holding

Udany koniec roku

Podwyższamy naszą cenę docelową dla Skarbiec Holding do PLN 42.0/akcję z PLN 37.0 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Spodziewamy się bardzo udanej końcówki roku z zyskiem netto w 4Q25 na poziomie PN 34m (40% r/r) dzięki bardzo wysokim przychodom z opłaty zmiennej. Podwyższamy również nasze prognozy EPS o 34% w 2026e oraz o 27% w 2027e. Skarbiec korzysta nie tylko na bardzo dobrych wynikach zarządzanych funduszy, ale także na konsolidacji Noble Securities, inicjatywach oszczędnościowych oraz uporządkowaniu oferty produktowej. Spodziewamy się również, że już w tym roku Skarbiec wypłaci dywidendę – zakładamy 30% wskaźnik wypłaty, DPS PLN 4.6 oraz stopę dywidendy w wysokości 12.9%. W naszym przekonaniu obecny MCAP na poziomie PLN 244m w dalszym ciągu nie odzwierciedla bilansu spółki oraz możliwości generowania zysków.

Bardzo udany koniec roku – Spodziewamy się, że 4Q25 był bardzo dobrym kwartałem dla spółki głównie dzięki wysokim przychodom z opłaty zmiennej. Oczekujemy, że zysk netto wyniesie PLN 34m (vs. PLN 8.9m w 3Q25 oraz PLN 24.4m w 4Q24), co implikuje wynik netto w całym 2024/25 na poziomie PLN 104.6m.

Zmiany prognoz – Lepsze niż zakładane wyniki inwestycyjne oraz większa liczba partycypujących funduszy skłoniły nas do podwyższenia prognoz opłaty zmiennej o 50% w 2024/25e oraz o 27/24% w 2026/27e. Powyższe, wraz z wynikami za 3Q25 oraz konsolidacją Noble Securities skłoniło nas do podwyższenia prognoz zysku netto o 31% w 2024/25e oraz o odpowiednio 34% i 29% w 2026e i 2027e.

Oczekujemy 13% stopy dywidendy w 2026e – Spodziewamy się, że już w tym roku Skarbiec zacznie wypłacać dywidendę i z wyników za 2024/25 zakładamy 30% wskaźnik wypłaty oraz 13% stopę dywidendy.

Wycena wciąż niewiele ponad gotówką – Na koniec września Skarbiec Holding miał PLN 171m gotówki i ekwiwalentów. Uważamy, że obecna kapitalizacja w wys. PLN 244m nie odzwierciedla adekwatnie bilansu spółki, możliwości powrotu do generowania zysków, konsolidacji Noble Securities oraz nadchodzącej dywidendy.

Kluczowe ryzyka – Kluczowymi czynnikami ryzyka pozostają 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	220.9	126.7	129.8	133.0
EBITDA	-11.3	-2.1	97.8	-4.3	-4.9	-5.1
Zysk netto	-24.8	5.2	104.6	17.4	14.2	12.3
- zmiana r/r (%)	na	na	1911%	-83%	-18%	-13%
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	3.6%	2.9%
P/E (x)	na	47.0	3.4	14.0	17.1	19.8
P/BV	1.4	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9

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

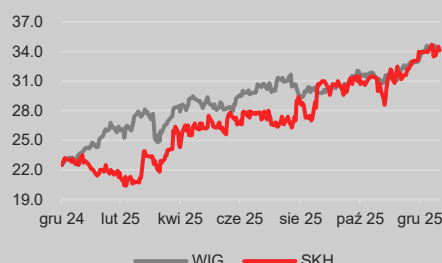
Kupuj (raport aktualizujący)

Cena docelowa **PLN 42.0**

Potencjał wzrostu **+17%**
 Cena z 21 stycznia 2026 PLN 35.8

Rating ESG **B**
Ocena końcowa ESG **1.05**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 2024/25 28 kwietnia

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	SKH PW
Free float (%)	26.6
MCAP (PLNm)	244
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

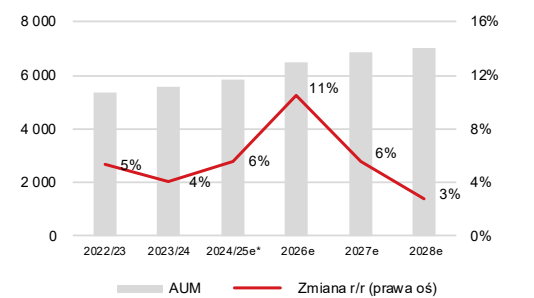
Kluczowe dane	3
Ostatnie wydarzenia	4
Prognoza wyników 4Q25	5
Aktualizacja prognoz	6
Wycena	7
Rating ESG	9
Prognozy finansowe	10
DISCLAIMER.....	13

Kluczowe dane

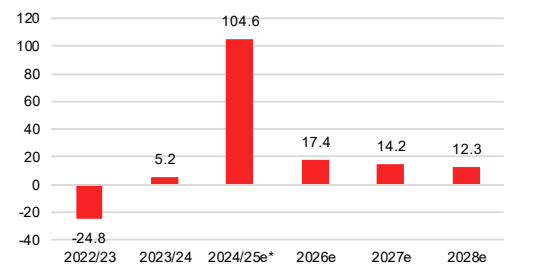
Rachunek wyników	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Przychody	55.6	70.4	220.9	126.7	129.8	133.0
Wynagrodzenie stałe	52.0	59.6	82.4	60.6	64.7	67.4
Wynagrodzenie zmienne	2.5	10.4	103.2	19.0	17.0	17.0
Pozostałe	1.1	0.4	35.3	47.2	48.1	48.6
Koszty ogółem	68.8	74.9	166.2	141.7	146.7	150.2
Amortyzacja	2.0	2.6	9.0	8.5	8.6	8.7
Koszty dystrybucji	22.5	26.6	36.1	27.4	27.8	28.3
Koszty osobowe	19.6	19.0	71.2	67.5	71.2	73.2
Pozostałe	24.7	26.8	50.0	38.2	39.1	40.0
EBIT	-13.3	-4.7	88.8	-12.8	-13.5	-13.8
EBITDA	-11.3	-2.1	97.8	-4.3	-4.9	-5.1
Przychody finansowe netto	5.9	7.0	33.0	34.3	31.1	29.0
Zysk brutto	-23.1	2.3	121.7	21.5	17.6	15.2
Podatek dochodowy	-1.8	2.9	-17.2	-4.1	-3.3	-2.9
Zysk netto	-24.8	5.2	104.6	17.4	14.2	12.3
Bilans	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Aktywa trwałe	48.6	57.6	73.3	76.6	78.0	78.7
Rzeczowe aktywa trwałe	3.0	1.5	9.4	11.5	11.8	11.4
Wartości niematerialne	7.7	15.2	19.2	20.4	21.4	22.3
Wartości 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	1 183	1 166	1 171	1 176
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	1 171	1 154	1 159	1 164
Pozostałe	0.5	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Aktywa razem	194	202	1 256	1 243	1 249	1 255
Kapitał własny	175	181	285	271	277	282
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	951	952	952	953
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	932	932	932	932
Kapitał własny i zobowiązania	194	202	1 256	1 243	1 249	1 255
Rachunek przepływów pieniężnych	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	-24.8	5.2	104.6	17.4	14.2	12.3
Amortyzacja	2.0	2.6	9.0	8.5	8.6	8.7
Pozostałe	9.2	-0.1	609.8	11.7	11.6	11.4
Cash flow operacyjny	-13.6	7.9	723.5	37.7	34.4	32.4
Saldo aktywów finansowych	46.2	-2.3	309.1	1.5	0.7	-0.3
Nakłady inwestycyjne	-2.8	-10.5	-14.0	-11.8	-9.9	-9.3
Pozostałe	0.9	0.1	-31.3	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	44.3	-12.7	263.8	-10.2	-9.2	-9.6
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	-31.4	-8.7	-7.1
Pozostałe	-1.5	-2.3	-7.1	-11.2	-11.0	-10.8
Cash flow finansowy	-1.5	-2.3	-7.1	-42.6	-19.7	-18.0
Środki pieniężne	102.5	95.3	1 075.4	1 060.2	1 065.7	1 070.5
Wybrane dane	2022/23	2023/24	2024/25e*	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	5 340	5 556	5 866	6 485	6 848	7 040
Zmiana r/r (%)	5%	4%	6%	11%	6%	3%
Średnie AUM (PLNm)	5 205	5 448	5 711	6 175	6 666	6 944
Zmiana r/r (%)	-12%	5%	5%	8%	8%	4%
ROE (%)	-13%	3%	45%	6%	5%	4%
ROA (%)	-12%	3%	14%	1%	1%	1%
Marża zysku netto (%)	-45%	7%	47%	14%	11%	9%
Marża na średnich AUM (%)	-0.5%	0.1%	1.9%	0.3%	0.2%	0.2%
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	30%	50%	50%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	3.6%	2.9%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	na	47.0	3.4	14.0	17.1	19.8
P/BV (x)	1.4	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9

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

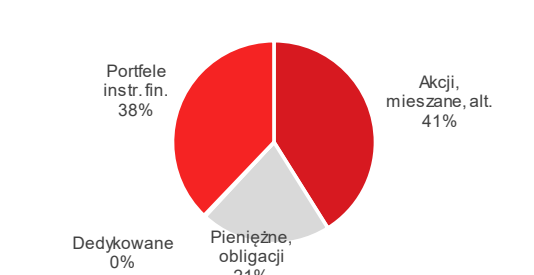
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



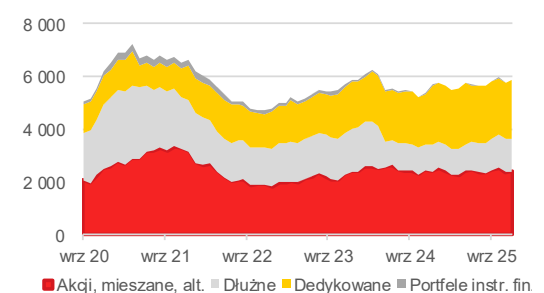
Wynik netto (PLNm)



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 wyników – Słabe stopy zwrotu funduszy Skarbcza 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 grudniu 3% r/r (2% m/m)

W grudniu aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wzrosły 3% r/r (2% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych pozostały płaskie r/r (2% m/m), AUM funduszy dłużnych wzrosły 21% r/r (-3% m/m), aktywa portfeli zwiększyły się o -1% r/r (4% m/m), a funduszy dedykowanych spadły -16% r/r (-1% m/m).

Skarbiec TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Gru-24	Mar-25	Cze-25	Lip-25	Sie-25	Wrz-25	Paz-25	Lis-25	Gru-25
AuM	5 687	5 508	5 689	5 644	5 660	5 807	5 961	5 768	5 866
- r/r	-3%	-12%	2%	4%	3%	7%	14%	7%	3%
- m/m	6%	-3%	-2%	-1%	0%	3%	3%	-3%	2%
Akcji	2 415	2 306	2 449	2 369	2 341	2 455	2 535	2 371	2 410
- r/r	0%	-11%	-7%	-3%	-4%	2%	11%	-3%	0%
- m/m	-1%	-5%	0%	-3%	-1%	5%	3%	-6%	2%
Dłużne	1 012	965	1 060	1 104	1 146	1 172	1 260	1 257	1 222
- r/r	-37%	-44%	12%	6%	11%	17%	25%	26%	21%
- m/m	2%	-4%	6%	4%	4%	2%	7%	0%	-3%
Dedykowane	16	16	13	13	13	13	13	13	13
- r/r	-72%	-72%	-74%	-74%	-18%	-17%	-17%	-17%	-16%
- m/m	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%
Portfele	2 245	2 221	2 167	2 159	2 160	2 166	2 152	2 127	2 221
- r/r	24%	18%	13%	13%	8%	8%	12%	11%	-1%
- m/m	17%	0%	-7%	0%	0%	0%	-1%	-1%	4%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Prognoza wyników na 4Q25

Spodziewamy się, że 4Q25 był bardzo dobrym kwartałem dzięki wysokim przychodom z opłaty zmiennej na skutek bardzo dobrych wyników inwestycyjnych zarządzanych funduszy (z istotnym udziałem SSW). Spółka korzysta również na konsolidacji Noble Securities. Oczekujemy, że zysk netto w kalendarzowym 4Q25 wyniesie PLN 34m (vs. PLN 8.9m w 3Q25 oraz PLN 24.4m w 4Q24), co implikuje zysk netto w całym 2024/25 (6 kwartałów od 3Q24 do 4Q25) w wysokości PLN 104.6m (vs. PLN 5.2m w 2023/24).

- Na koniec 4Q25 **aktywa pod zarządzaniem** (AUM) Skarbiec TFI wyniosły PLN 5,866m (3% r/r, 1% kw/kw). Wzrost w ujęciu rocznym był pochodną rosnących AUM funduszy dłużnych (21% r/r), podczas gdy aktywa funduszy akcyjnych (0% r/r) oraz portfeli (-1% r/r) pozostały płaskie. W ujęciu kwartalnym nie było istotnych zmian w wartości AUM (akcji -2% kw/kw, dłużne 4% kw/kw, portfele 3% kw/kw).
- W 4Q25 **napływy netto** do funduszy Skarbiec TFI (z wyłączeniem portfeli) wyniosły PLN +153m wobec PLN -118m w 3Q25. W całym 2025 r. napływy netto wyniosły PLN -88m wobec PLN -489m w 2024 r.
- Oczekujemy, że przychody z **opłaty stałej** pozostaną płaskie na poziomie PLN 14.1m (3% r/r, 2% kw/kw), biorąc pod uwagę nieznacznie rosnące AUM, ale jednocześnie wciąż wysoki udział portfeli (41% w 4Q25 vs. 42% w 3Q25). Zakładamy średnią marżę na aktywach na poziomie 0.97% (vs. 0.98% w 3Q25 oraz 1.01% w 4Q24). Zakładamy, że opłata zmienna w 4Q25 wyniesie PLN 47m, a przychody ogółem wzrosną o 32% r/r.
- Przy oczekiwanym wzroście **kosztów** o 55% r/r (głównie ze względu na konsolidację NS) oraz przy zakładanych przychodach finansowych netto w wysokości PLN 9.8m (vs. PLN 9.8m w 3Q25), spodziewamy się, że zysk netto w 4Q25 wyniesie PLN 34.0m (vs. PLN 8.9/24.4m odpowiednio w 3Q25/4Q24).

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

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25e	r/r	kw/kw
Przychody ogółem	55.4	14.3	25.8	35.5	73.1	32%	106%
Koszty ogółem	-26.1	-14.3	-33.1	-33.8	-40.6	55%	20%
EBIT	28.7	1.5	26.8	1.0	32.2	na	na
EBITDA	29.6	2.3	29.0	3.2	34.6	na	na
Przychody finansowe netto	1.5	1.9	8.3	9.8	9.8	541%	0%
Wynik brutto	30.3	3.4	35.1	10.8	42.0	39%	288%
Zysk netto	24.4	2.6	34.6	8.9	34.0	40%	284%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Zmiana prognoz na lata 2025-26e

Biorąc pod uwagę bardzo dobre wyniki zarządzanych funduszy, ale także większą liczbę funduszy lepszych od benchmarku, podwyższamy nasze prognozy *sucess fee* o 50% w 2024/25e (do PLN 103m) oraz o 27/24% w 2026/27e (odpowiednio do PLN 19/17m). Powyższe, wraz z solidnymi wynikami za 3Q25 oraz konsolidacją Noble Securities skłoniło nas do podniesienia prognoz przychodów o 22% w 2024/25e oraz o 3% zarówno w 2026e, jak i w 2027e. Przy nieco podwyższonych prognozach kosztów oraz przychodów finansowych netto, oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 104.5m w 2024/25e (podwyższenie prognozy o 31%) oraz PLN 17.4/14.2m w 2026/27e (podwyższenie o odpowiednio 34/29%).

- Biorąc pod uwagę ostatnie trendy w aktywach pod zarządzaniem, pozostawiamy nasze prognozy AUM bez większych zmian. Oczekujemy, że aktywa wzrosną o 6% (do PLN 5,866m) do końca 2025 r. w porównaniu z końcem 2023/24 oraz o kolejne 11/6% r/r w 2026e oraz w 2027e (do odpowiednio PLN 6,485/6,848m).
- Uwzględniając bardzo dobry performance zarządzanych funduszy (w tym *Skarbiec Spółek Wzrostowych*), ale także większą liczbę funduszy lepszych od benchmarku, podwyższamy nasze prognozy przychodów z opłaty zmiennej o 50% w 2024/25e oraz o 27/24% w 2026/27e.
- Powyższe, wraz z dobrymi wynikami za 3Q25 i konsolidacją Noble Securities skłoniło nas do podniesienia prognoz przychodów o 22% w 2024/25e oraz o 3% zarówno w 2026e, jak i w 2027e.
- Przy nieco niższych prognozach kosztów oraz przychodów finansowych netto, oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 104.5m w 2024/25e (podwyższenie prognozy o 31%) oraz PLN 17.4/14.2m w 2026/27e (podwyższenie o odpowiednio 34/29%).

Skarbiec Holding – Zmiana prognoz

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2024/25e*		Zmiana (%)	2026e		Zmiana (%)	2027e		Zmiana (%)
	Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
Przychody	180.7	220.9	22%	122.7	126.7	3%	125.5	129.8	3%
Koszty ogółem	156.1	166.2	7%	140.0	141.7	1%	141.5	146.7	4%
EBIT	61.5	88.8	44%	-16.3	-12.8	-21%	-15.0	-13.5	-10%
EBITDA	68.0	97.8	44%	-11.1	-4.3	-61%	-9.8	-4.9	-50%
Przychody finansowe netto	30.1	33.0	9%	32.3	34.3	6%	28.6	31.1	9%
Zysk brutto	91.6	121.7	33%	16.0	21.5	34%	13.6	17.6	29%
Podatek dochodowy	-11.5	-17.2	49%	-3.0	-4.1	34%	-2.6	-3.3	29%
Zysk netto	80.1	104.6	31%	13.0	17.4	34%	11.0	14.2	29%
AUM (na koniec okresu)	6 031	5 866	-3%	6 520	6 485	-1%	6 814	6 848	0%
AUM (średnie)	5 631	5 626	0%	6 275	6 175	-2%	6 667	6 666	0%

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 42.0/na akcję (17% potencjał wzrostu).

Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

12M DCF	43.3
Wycena porównawcza	34.6
Średnia ważona	41.6
12M cena docelowa	42.0
Cena rynkowa	35.8
Potencjał wzrostu (%)	17%

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 5.2% (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 43.3/akcję.

Skarbiec Holding – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Przychody*	161	161	162	162	162	162	162
- zmiana r/r		0%	1%	0%	0%	0%	0%
EBIT	19	14	12	12	12	12	12
- zmiana r/r		-27%	-17%	0%	0%	0%	0%
Podatek	-4	-3	-2	-2	-2	-2	-2
NOPLAT	16	11	10	10	10	10	10
- zmiana r/r	0%	-27%	-17%	0%	0%	0%	0%
D&A	9	9	9	9	9	9	9
- zmiana r/r		1%	1%	0%	0%	0%	0%
Capex	-12	-10	-9	-9	-9	-9	-9
- zmiana r/r		-16%	-6%	-3%	0%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	1	1	1	1	1	1	1
FCF	13	11	10	10	10	10	10
DFCF	12	9	7	7	6	5	5
Suma zdyskontowanych FCF	45						
Zdyskontowane TV	98						
Enterprise value	144						
Dług netto (2025e)	-121						
Equity value - Dec 31 2025	265						
Liczba akcji (m)	6.8						
12M cena docelowa (PLN)	43.3						
Cena rynkowa (PLN) – 21 Sty'26	35.8						
Upside/downside	21%						

* 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	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	8.7%
Koszt długu	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	7.0%
Koszt długu po podatku	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	5.7%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	8.7%

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		2.2%	3.2%	4.2%	5.2%	6.2%	7.2%	8.2%
	0.7	52.5	51.7	50.9	50.1	49.4	48.7	48.0
	0.8	49.4	48.7	48.0	47.4	46.7	46.1	45.6
	0.9	46.9	46.3	45.7	45.1	44.6	44.1	43.6
	1.0	44.8	44.3	43.8	43.3	42.8	42.4	42.0
	1.1	43.1	42.6	42.2	41.7	41.3	40.9	40.6
	1.2	41.6	41.2	40.8	40.4	40.1	39.7	39.4
	1.3	40.3	40.0	39.6	39.3	39.0	38.7	38.4

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		2.2%	3.2%	4.2%	5.2%	6.2%	7.2%	8.2%
	3%	46.8	46.2	45.6	45.0	44.4	43.9	43.4
	4%	46.1	45.5	44.9	44.4	43.8	43.4	42.9
	5%	45.5	44.9	44.3	43.8	43.3	42.8	42.4
	6%	44.8	44.3	43.8	43.3	42.8	42.4	42.0
	7%	44.2	43.7	43.2	42.8	42.3	41.9	41.5
	8%	43.7	43.2	42.7	42.3	41.9	41.5	41.1
	9%	43.2	42.7	42.3	41.9	41.5	41.1	40.8

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	2026e	2027e
Średnia spółek zagranicznych	14.3	12.8
Skarbiec Holding C/Z	14.0	17.1
Premia/dyskonto do średniej	-2%	34%
Implikowana wycena	36.5	26.7
Waga	80%	20%
Wycena	34.6	

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2026-2027e implikuje cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 34.6/akcję.

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Dividend yield	
				2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 824	55 497	29.9	28.1	1.9	2.1	6%	8%	8%	8%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	1 104	54 799	15.1	12.8	1.1	1.1	7%	8%	3%	4%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	3 408	162 918	8.1	6.5	1.8	1.6	21%	24%	5%	6%
SCHRODERS PLC	GB	8 314	800 579	12.0	11.1	1.5	1.4	13%	14%	5%	5%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	7 652	684 044	10.6	9.5	2.5	2.2	18%	18%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLD. LP	US	3 098	765 503	10.4	9.5	na	na	na	na	9%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	68 666	725 727	13.7	11.7	2.6	2.2	16%	16%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA	US	2 948	155 775	11.0	10.3	na	na	na	na	9%	9%
BLACKROCK INC	US	154 855	11 964 777	20.3	17.9	3.3	3.1	17%	18%	2%	2%
BLACKSTONE INC	US	162 405	1 089 194	23.6	19.2	9.7	8.9	46%	53%	4%	4%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	19 009	426 158	12.7	11.7	1.9	1.8	27%	28%	2%	2%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	11 052	1 413 017	10.5	9.4	0.8	0.7	8%	9%	3%	3%
KKR & CO INC	US	93 478	616 086	17.9	15.0	2.6	2.1	11%	12%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	19 308	1 552 458	10.0	9.9	2.1	2.0	20%	19%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 229	12 014	11.2	10.6	1.2	1.2	12%	13%	6%	7%
AMP LTD	AU	2 511	88 684	14.0	13.1	1.1	1.1	8%	8%	3%	4%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 797	184 558	12.4	11.4	1.4	1.3	12%	11%	0%	4%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

ESG rating

Skarbiec Holding – Podsumowanie ratingu ESG

	E	S	G
Wynik	0.90	1.10	1.15
Waga	30%	40%	30%
Wynik ESG	1.05		
Rating ESG	B		

Źródło: Pekao Equity Research

Zgodnie z naszą metodologią rating "B" implikuje 7.5% dyskonto 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	10.5	2.6	2.1	1.8
Przychody	94.8	55.6	70.4	220.9	126.7	129.8	133.0
Marża zysku brutto	14%	-41%	3%	55%	17%	14%	11%
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	88.8	-12.8	-13.5	-13.8
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	97.8	-4.3	-4.9	-5.1
Wynik netto	9.5	-24.8	5.2	104.6	17.4	14.2	12.3
Dług netto	-73.2	-130.6	-132.8	-120.9	-157.5	-162.3	-167.4
BPS	29.3	25.7	26.5	41.8	39.7	40.6	41.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	4.6	1.3	1.0
ROE	5%	-13%	3%	45%	6%	5%	4%
ROA	4%	-12%	3%	14%	1%	1%	1%
D&A	1.8	2.0	2.6	9.0	8.5	8.6	8.7
FCF	14.7	-21.4	-16.8	35.7	13.0	10.8	9.6
CAPEX	2.7	2.8	10.5	14.0	11.8	9.9	9.3

* 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	220.9	126.7	129.8	133.0
Koszty ogółem	79.4	68.8	74.9	166.2	141.7	146.7	150.2
EBIT	13.4	-13.3	-4.7	88.8	-12.8	-13.5	-13.8
EBITDA	15.2	-11.3	-2.1	97.8	-4.3	-4.9	-5.1
Przychody finansowe netto	0.2	5.9	7.0	33.0	34.3	31.1	29.0
Zysk brutto	13.6	-23.1	2.3	121.7	21.5	17.6	15.2
Podatek dochodowy	-4.2	-1.8	2.9	-17.2	-4.1	-3.3	-2.9
Zysk netto	9.5	-24.8	5.2	104.6	17.4	14.2	12.3

* 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	5 866	6 485	6 848	7 040
Zmiana r/r (%)	-26%	5%	4%	6%	11%	6%	3%
Średnie AUM (PLNm)	5 941	5 205	5 448	5 711	6 175	6 666	6 944
Zmiana r/r (%)	0%	-12%	5%	5%	8%	8%	4%
Marża zysku netto (%)	10.0%	-44.6%	7.4%	47.3%	13.7%	11.0%	9.3%
Marża na średnich AUM (%)	0.2%	-0.5%	0.1%	1.9%	0.3%	0.2%	0.2%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	0%	13%	4%	3%
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	73.3	76.6	78.0	78.7
Rzeczowe aktywa trwałe	4.1	3.0	1.5	9.4	11.5	11.8	11.4
Wartości niematerialne	5.4	7.7	15.2	19.2	20.4	21.4	22.3
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	1 183	1 166	1 171	1 176
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	1 170.5	1 153.8	1 158.6	1 163.7
Pozostałe	1.5	0.5	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Aktywa razem	228	194	202	1 256	1 243	1 249	1 255
Kapitał własny	200	175	181	285	271	277	282
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	951.2	951.8	952.4	953.1
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	931.7	931.7	931.7	931.7
Kapitał własny i zobowiązania	228	194	202	1 256	1 243	1 249	1 255

* 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	104.6	17.4	14.2	12.3
Amortyzacja	1.8	2.0	2.6	9.0	8.5	8.6	8.7
Pozostałe	5.5	9.2	-0.1	609.8	11.7	11.6	11.4
Cash flow operacyjny	16.7	-13.6	7.9	723.5	37.7	34.4	32.4
Saldo aktywów finansowych	-66.0	46.2	-2.3	309.1	1.5	0.7	-0.3
Nakłady inwestycyjne	-2.7	-2.8	-10.5	-14.0	-11.8	-9.9	-9.3
Pozostałe	0.2	0.9	0.1	-31.3	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	-68.5	44.3	-12.7	263.8	-10.2	-9.2	-9.6
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	-31.4	-8.7	-7.1
Pozostałe	-1.6	-1.5	-2.3	-7.1	-11.2	-11.0	-10.8
Cash flow finansowy	-1.6	-1.5	-2.3	-7.1	-42.6	-19.7	-18.0
Środki pieniężne	73.2	102.5	95.3	1 075.4	1 060.2	1 065.7	1 070.5

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



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

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 23 STYCZNIA 2026 O GODZ. 07:40 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