

Skarbiec Holding

Dobry początek roku

Podwyższamy naszą cenę docelową dla Skarbiec Holding do PLN 45.0/akcję z PLN 42.0 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Skarbiec zakończył właśnie rok obrotowy 2024/25 z rekordowymi wynikami dzięki wysokiej opłacie zmiennej. Początek obecnego roku zapowiada się równie dobrze – w 1Q26 oczekujemy zysku netto na poziomie PLN 6.7m. Spółka jest beneficjentem nie tylko dobrych stóp zwrotu zarządzanych funduszy, ale także działań restrukturyzacyjnych oraz konsolidacji Noble Securities. Podwyższamy prognozy EPS o 35% w 2026e oraz o 3% w 2027r., ale zwracamy uwagę na potencjał wyższych niż zakładane przychodów z opłaty zmiennej w 2026e. Ponadto, spodziewamy się, że Skarbiec wróci do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami i już w 2026 r. oczekujemy stopy dywidendy 13%. Obecna kapitalizacja spółki na poziomie PLN 247m naszym zdaniem nie odzwierciedla bilansu spółki oraz możliwości generowania zysków.

Dobry początek roku – w 1Q26 oczekujemy, że zysk netto SKH wyniesie PLN 6.7m. Zakładamy dobrą opłatę stałą, pozytywny wpływ opłaty zmiennej oraz relatywnie dobre wyniki Noble Securities na skutek wysokiej zmienności na rynkach towarowych w marcu. Spodziewamy się także dobrego poziomu rezerwy na opłatę zmienną.

Wyższe prognozy – Lepsze niż zakładane wyniki funduszy skłoniły nas do podwyższenia prognoz success fee o 35% w 2026e oraz o 6% w 2027e. Jednocześnie po wynikach za 4Q25 obniżamy nasze prognozy opłaty stałej o 6/8% w 2026/27e. W efekcie powyższego, lekko obniżonych prognoz kosztów oraz braku istotnych zmian w przychodach finansowych netto, podwyższamy prognozy EPS o 35/3% w 2026/27e.

Potencjał do wygenerowania wyższej opłaty zmiennej – W minionym roku Skarbiec zaskoczył bardzo wysoką opłatą zmienną (łącznie PLN 111m w 2024/25). Nie wykluczamy, że także w tym roku zarządzane fundusze mogą wykazać bardzo dobre stopy zwrotu co mogłoby przełożyć się na wyższe od oczekiwanych wyniki spółki.

Dywidenda już w 2026 – Spodziewamy się, że Skarbiec powróci do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami i już w tym roku oczekujemy stopy dywidendy z zysku za 2024/25 r. na poziomie 13%.

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

Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2023/24-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022/23	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	55.6	70.4	229.4	132.6	128.1	131.6	134.3
EBITDA	-11.3	-2.1	102.2	2.8	-5.2	-5.8	-7.0
Zysk netto	-24.8	5.2	107.2	23.5	14.6	12.8	11.9
- zmiana r/r (%)	na	na	1961%	-78%	-38%	-13%	-7%
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	13.2%	4.7%	3.0%	2.6%
P/E (x)	na	47.6	3.3	10.5	16.9	19.4	20.8
P/BV	1.4	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

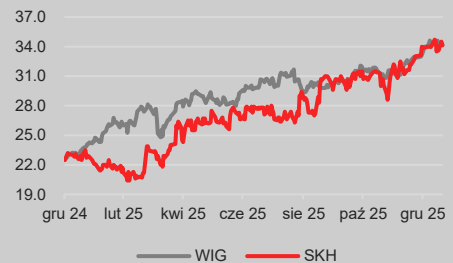
Kupuj (raport aktualizujący)

Cena docelowa **PLN 45.0**

Potencjał wzrostu **+24%**
 Cena z 11 maja 2026 **PLN 36.3**

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

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 1Q26 **28 maja**

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg **SKH PW**
 Free float (%) **26.6**
 MCAP (PLNm) **247**
 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

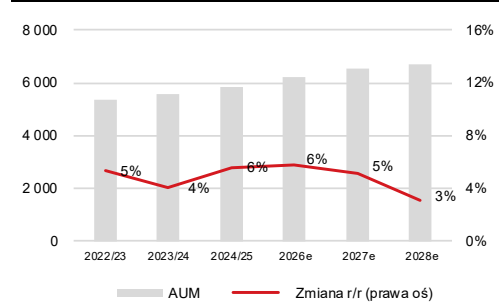
Kluczowe dane	3
Ostatnie wydarzenia	4
Prognoza wyników 1Q26	5
Aktualizacja prognoz	6
Wycena	7
Rating ESG	9
Prognozy finansowe	10
DISCLAIMER.....	13

Kluczowe dane

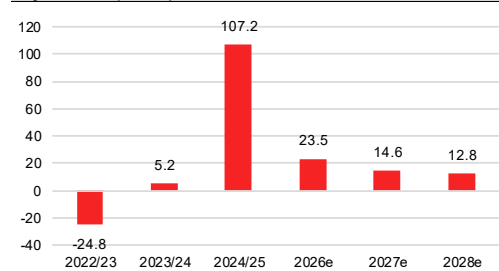
Rachunek wyników	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	70.4	229.4	132.6	128.1	131.6	134.3
Wynagrodzenie stałe	59.6	80.4	56.8	59.3	62.2	64.5
Wynagrodzenie zmienne	10.4	110.8	24.0	18.0	18.0	18.0
Pozostałe	0.4	38.1	51.8	50.8	51.3	51.8
Koszty ogółem	74.9	168.3	140.5	145.3	149.5	153.5
Amortyzacja	2.6	8.6	8.5	8.6	8.7	8.8
Koszty dystrybucji	26.6	35.7	25.9	26.1	27.4	28.4
Koszty osobowe	19.0	72.8	67.9	71.5	73.4	75.5
Pozostałe	26.8	51.2	38.2	39.1	40.0	40.9
EBIT	-4.7	93.6	-5.8	-13.8	-14.5	-15.8
EBITDA	-2.1	102.2	2.8	-5.2	-5.8	-7.0
Przychody finansowe netto	7.0	31.6	34.8	31.8	30.3	30.5
Zysk brutto	2.3	125.2	29.0	18.1	15.7	14.7
Podatek dochodowy	2.9	-18.1	-5.5	-3.4	-3.0	-2.8
Zysk netto	5.2	107.2	23.5	14.6	12.8	11.9
Bilans	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktywa trwałe	57.6	77.8	86.0	91.5	95.9	99.3
Rzeczowe aktywa trwałe	1.5	12.3	19.7	25.2	30.0	34.1
Wartości niematerialne	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość firmy	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	4.7	29.4	30.2	30.1	29.8	29.1
Aktywa obrotowe	144	1 015	1 035	1 070	1 111	1 155
Należności z tytułu dostaw i usług	11.4	122.7	122.7	122.7	122.7	122.7
Aktywa finansowe i śr. pieniężne	132.8	212.1	197	197	201	206
Pozostałe	0.0	680.7	714.7	750.3	787.8	827.2
Aktywa razem	202	1 093	1 121	1 162	1 207	1 255
Kapitał własny	181	288	279	282	287	293
Zobowiązania długoterminowe	0.5	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
Rezerwy	0.1	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
Pozostałe	0.4	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
Zobowiązania krótkoterminowe	20.7	782.0	818	857	897	939
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	19.0	27.2	28.0	28.8	29.7	30.6
Pozostałe zob. krótkoterminowe	1.8	734.4	770	807	847	888
Kapitał własny i zobowiązania	202	1 093	1 121	1 162	1 207	1 255
Rachunek przepływów pieniężnych	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk netto	5.2	107.2	23.5	14.6	12.8	11.9
Amortyzacja	2.6	8.6	8.5	8.6	8.7	8.8
Pozostałe	-0.1	-92.4	9.7	9.6	9.5	9.4
Cash flow operacyjny	10.3	23.4	41.7	32.8	30.9	30.1
Saldo aktywów finansowych	-2.2	-71.4	-7.9	-9.0	-10.1	-11.3
Nakłady inwestycyjne	-14.5	-23.4	-16.7	-14.0	-13.0	-12.1
Pozostałe	0.2	54.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	-16.5	-40.1	-24.6	-23.0	-23.1	-23.5
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	-32.6	-11.7	-7.3	-6.4
Pozostałe	-2.4	-5.7	-7.3	-7.1	-6.9	-6.7
Cash flow finansowy	-2.4	-6.7	-39.9	-18.9	-14.2	-13.1
Środki pieniężne	95.3	72.0	49.1	40.1	33.6	27.2
Wybrane dane	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
AUM (PLNm)	5 556	5 866	6 204	6 520	6 724	6 857
Zmiana r/r (%)	4%	6%	6%	5%	3%	2%
Średnie AUM (PLNm)	5 448	5 711	6 035	6 362	6 622	6 790
Zmiana r/r (%)	5%	5%	6%	5%	4%	3%
ROE (%)	3%	46%	8%	5%	4%	4%
ROA (%)	3%	17%	2%	1%	1%	1%
Marża zysku netto (%)	7%	47%	18%	11%	10%	9%
Marża na średnich AUM (%)	0.1%	1.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	30%	50%	50%	50%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	13.2%	4.7%	3.0%	2.6%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	47.6	3.3	10.5	16.9	19.4	20.8
P/BV (x)	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

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



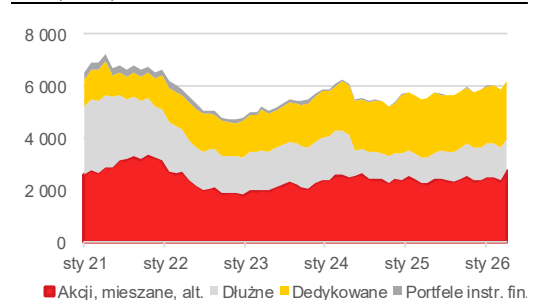
Wynik netto (PLNm)



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,
- 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 odpływ y,
- 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 kwietniu 11% r/r (5% m/m)

W kwietniu aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wzrosły 11% r/r (5% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych zwiększyły się o 22% r/r (16% m/m), AUM funduszy dłużnych wzrosły 23% r/r (-4% m/m), a aktywa portfeli zmniejszyły się -4% r/r (0% m/m).

Skarbiec TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Gru-25	Sty-26	Luy-26	Mar-26	Kwi-26
AuM	5 866	6 010	6 041	5 870	6 187
- r/r	3%	4%	7%	7%	11%
- m/m	2%	2%	1%	-3%	5%
equity	2 410	2 515	2 510	2 372	2 757
- r/r	0%	-1%	4%	3%	22%
- m/m	2%	4%	0%	-6%	16%
Debt	1 222	1 273	1 294	1 273	1 228
- r/r	21%	27%	29%	32%	23%
- m/m	-3%	4%	2%	-2%	-4%
portfolios	2 221	2 209	2 224	2 212	2 202
- r/r	-1%	-1%	0%	0%	-4%
- m/m	4%	-1%	1%	-1%	0%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Piotr Szulec, prezes Zarządu w wywiadzie dla PAP (29 kwietnia 2026 r.)

- Spółka przygląda się sytuacji na rynku TFI i domów maklerskich i widzi potencjał do zwiększenia dynamiki rozwoju lub skali działalności Noble Securities poprzez akwizycję lub fuzję,
- Spółka zakłada, że w 2026 roku Skarbiec TFI powinien mieć dodatni wynik operacyjny nawet bez opłaty zmiennej,
- Prezes Zarządu: "Będę wnioskował o wypłatę dywidendy, ale ostateczna decyzja będzie zależała od akcjonariuszy. Oczywiście to będzie część gotówki, bo w większości chcielibyśmy ją przeznaczyć na nowe akwizycje,
- Spółka chce poszerzyć potencjał sprzedażowy Noble Securities poprzez wdrożenie platformy Skarbiec24 oraz uzupełnienie działalności domu maklerskiego o rynki zagraniczne. Jest też sporo miejsca do wypracowania ciekawych rozwiązań dla klientów instytucjonalnych i indywidualnych w przyszłości, także na poziomie Noble Securities,.
- Skarbiec prowadzi rozmowy z dwoma dużymi bankami w zakresie pojawienia się i zintensyfikowania sprzedaży w ich strukturach,
- Po zakończeniu restrukturyzacji spółka chce wyjść z własną ofertą ETF.



Prognoza wyników na 1Q26

Zakładamy, że 1Q26 będzie dobrym początkiem roku dla spółki. Spodziewamy się, że rosnące AUM będą wspierać przychody z opłaty stałej, zakładamy również zauważalne przychody z opłaty zmiennej oraz relatywnie dobry wynik Noble Securities wspierany przez wysoką zmienność na rynkach towarowych. Oczekujemy również relatywnie wysokiej rezerwy na success fee.

- Na koniec 1Q26 **AUM** Skarbiec TFI wyniosły PLN 5,870m (7% r/r, 0% kw/kw). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem rosnących aktywów funduszy dłużnych (32% r/r) oraz – w mniejszym stopniu – funduszy akcyjnych (3% r/r). W ujęciu kwartalnym wzrost AUM funduszy dłużnych (4% kw/kw) został skompensowany spadkiem aktywów funduszy akcyjnych (-2% kw/kw). Aktywa portfeli pozostały płaskie (0% r/r oraz 0% kw/kw).
- W 1Q26 **napływy netto** do funduszy Skarbiec TFI (z wył. portfeli) wyniosły PLN 73m (vs. PLN +153m w 4Q25, PLN -88m w 2025 r. oraz PLN -489m w 2024 r.).
- Oczekujemy, że **przychody z opłaty stałej** w 1Q26 zwiększą się do PLN 14.7m (8% r/r) wspierane przez rosnące AUM, podczas gdy udział funduszy akcji i mieszanych w strukturze aktywów pozostał bez większych zmian (40% w 1Q26 vs. 41% w 4Q25 oraz 42% w 1Q25). Zakładamy średnią marżę na aktywach na poziomie 0.99% (vs. 0.96% w 1Q25). Przy opłacie zmiennej w wysokości PLN 3.5m zakładamy, że przychody ogółem wzrosną o 125% r/r.
- Przy oczekiwanych kosztach ogółem na poziomie PLN 34.1m (+139% r/r na skutek konsolidacji NS) oraz przychodach finansowych netto w wysokości PLN 9.3m (vs. PLN 8.4m w 4Q25), zakładamy, że zysk netto w 1Q26 **wyniesie** PLN 6.7m (vs. PLN 36.6m w 4Q25 oraz PLN 2.6m w 1Q25).

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

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26e	y/y	q/q
Przychody ogółem	14.3	25.8	35.5	81.6	32.2	125%	-61%
Koszty	-14.3	-33.1	-33.8	-42.7	-34.1	139%	-20%
EBIT	1.5	26.8	1.0	37.0	-1.0	-168%	na
EBITDA	2.3	29.0	3.2	39.0	1.1	-52%	na
Przychody finansowe netto	1.9	8.3	9.8	8.4	9.3	379%	10%
Wynik brutto	3.4	35.1	10.8	45.5	8.3	141%	-82%
Wynik netto	2.6	34.6	8.9	36.6	6.7	155%	-82%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Zmiana prognoz na lata 2026-27e

Biorąc pod uwagę lepsze od oczekiwanych wyniki zarządzanych funduszy podwyższamy nasze prognozy przychodów z opłaty zmiennej o 26% 2026e oraz o 6% w 2027e. Jednocześnie jednak biorąc pod uwagę wyniki za kalendarzowy 4Q25 obniżamy nasze prognozy przychodów z opłaty stałej o 6% w 2026e oraz o 8% w 2027e. Powyższe, wraz z oczekiwanymi wynikami za 1Q26 skłoniło nas do podwyższenia prognoz przychodów ogółem o 5% 2026e oraz obniżenia o 1% w 2027e. Przy braku istotnych zmian w prognozach kosztów i przychodów Finansowych netto, podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Skarbiec Holding o 35% w 2026e (do PLN 23.5m) oraz o 3% w 2027e (do PLN 14.6m).

- Biorąc pod uwagę ostatnie trendy w zakresie aktywów pod zarządzaniem, obniżamy nasze prognozy AUM o 4/5% w 2026/27e. Zakładamy obecnie, że aktywa pod zarządzaniem wzrosną o 6% r/r w 2026e (do PLN 6,204m) oraz o 5% r/r w 2027e (do PLN 6,520m).
- Ze względu na lepsze od zakładanych wyniki zarządzanych funduszy podwyższamy nasze prognozy przychodów z opłaty zmiennej o 26% w 2026e oraz o 6% w 2027e. Jednocześnie jednak, uwzględniając wyniki spółki za kalendarzowy 4Q25, obniżamy nasze prognozy opłaty stałej o 6% w 2026e oraz o 8% w 2027e.
- Powyższe, wraz z oczekiwanymi wynikami za 1Q26, skłoniło nas do podwyższenia prognoz przychodów ogółem o 5% 2026e oraz obniżenia o 1% w 2027e.
- Przy braku istotnych zmian w prognozach kosztów i przychodów finansowych netto, podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Skarbiec Holding o 35% w 2026e (do PLN 23.5m) oraz o 3% w 2027e (do PLN 14.6m).

Skarbiec Holding – Zmiana prognoz PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e			2027e			2028e		
	Old	New	Change (%)	Old	New	Change (%)	Old	New	Change (%)
Revenues	126.7	132.6	5%	129.8	128.1	-1%	133.0	131.6	-1%
Total costs	141.7	140.5	-1%	146.7	145.3	-1%	150.2	149.5	0%
EBIT	-12.8	-5.8	-55%	-13.5	-13.8	2%	-13.8	-14.5	5%
EBITDA	-4.3	2.8	na	-4.9	-5.2	5%	-5.1	-5.8	15%
Net financial income	34.3	34.8	1%	31.1	31.8	2%	29.0	30.3	4%
Pre-tax profit	21.5	29.0	35%	17.6	18.1	3%	15.2	15.7	3%
Income tax	-4.1	-5.5	35%	-3.3	-3.4	3%	-2.9	-3.0	3%
Net profit	17.4	23.5	35%	14.2	14.6	3%	12.3	12.8	3%
AUM (eop)	6 485	6 204	-4%	6 848	6 520	-5%	7 040	6 724	-4%
AUM (average)	6 175	6 035	-2%	6 666	6 362	-5%	6 944	6 622	-5%

Źródło: Spółka, prognozy 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 45.0/na akcję (24% potencjał wzrostu).

Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

12M DCF	47.2
Wycena porównawcza	38.1
Średnia ważona	45.4
12M cena docelowa	45.0
Cena rynkowa	36.3
Potencjał wzrostu (%)	24%

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 5.7% (4.0% w terminalu), premię za ryzyko 6.0% (5.0% w terminalu) oraz Beta 1.0. Przyjmujemy również stopę wzrostu (g) na poziomie 0%. Nasz model DCF implikuje 12M cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 47.2/akcję.

Skarbiec Holding – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Przychody*	167	160	162	165	165	165	165
- zmiana r/r		-4%	1%	2%	0%	0%	0%
EBIT	27	15	12	11	11	11	11
- zmiana r/r		-46%	-16%	-8%	0%	0%	0%
Podatek	-5	-3	-2	-2	-2	-2	-2
NOPLAT	22	12	10	9	9	9	9
- zmiana r/r	0%	-46%	-16%	-8%	0%	0%	0%
D&A	9	9	9	9	9	9	9
- zmiana r/r		1%	1%	1%	0%	0%	0%
Capex	-17	-14	-13	-12	-10	-10	-10
- zmiana r/r		-16%	-7%	-7%	-18%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	1	1	1	1	1	1	1
FCF	14	7	7	7	9	9	9
DFCF	13	6	5	4	5	5	5
Suma zdyskontowanych FCF	38						
Zdyskontowanych TV	55						
Enterprise value	93						
Dług netto (2025)	-186						
Equity value - Dec 31 2025	279						
Liczba akcji (m)	6.8						
12M cena docelowa (PLN)	47.2						
Cena rynkowa (PLN) – 11.05.2026	36.3						
Potencjał wzrostu/spadku	30%						

* 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	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	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	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	8.7%
Koszt długu	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	7.0%
Koszt długu po podatku	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	5.7%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	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 w terminalu (%)						
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
Beta	0.4	69.1	60.9	56.0	52.7	50.4	48.6	47.2
	0.6	60.3	55.7	52.5	50.3	48.6	47.3	46.2
	0.8	55.2	52.3	50.1	48.5	47.3	46.2	45.4
	1.0	51.9	49.9	48.4	47.2	46.3	45.5	44.8
	1.2	49.7	48.3	47.2	46.3	45.5	44.9	44.4
	1.4	48.2	47.2	46.3	45.6	45.0	44.5	44.1
	1.6	47.1	46.3	45.7	45.1	44.6	44.2	43.8

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wrażliwość wyceny DCF na stopę wolną od ryzyka oraz stopę wzrostu (g)

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka w terminalu (%)						
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
Stopa wzrostu g	-4.5%	45.5	44.9	44.3	43.8	43.4	43.0	42.7
	-3.0%	47.0	46.0	45.3	44.6	44.1	43.6	43.2
	-1.5%	48.9	47.6	46.6	45.7	45.0	44.4	43.9
	0.0%	51.9	49.9	48.4	47.2	46.3	45.5	44.8
	1.5%	57.0	53.5	51.1	49.3	48.0	46.9	46.0
	3.0%	67.1	59.9	55.5	52.5	50.4	48.8	47.5
	4.5%	98.8	74.5	64.0	58.0	54.3	51.7	49.7

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	2026e	2027e
Średnia spółek zagranicznych	14.2	12.7
Skarbiec Holding C/Z	10.5	16.9
Premia/dyskonto do średniej	-26%	33%
Implikowana wycena	48.9	27.2
Waga	50%	50%
Wycena	38.1	

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2026-2027e implikuje cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 38.1/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	1 811	55 497	36.2	29.7	1.9	2.1	7%	7%	8%	8%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	967	61 895	12.7	10.7	0.9	0.9	7%	9%	4%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	3 633	193 938	7.4	6.4	1.8	1.6	26%	24%	5%	5%
SCHRODERS PLC	GB	10 818	836 268	15.2	14.4	2.0	1.9	14%	14%	4%	4%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	6 797	693 013	8.8	8.2	2.4	2.1	21%	19%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 104	738 685	11.3	10.4	na	na	6%	6%	9%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	65 261	799 616	14.1	11.7	3.1	2.7	14%	15%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	US	2 619	153 317	9.9	9.4	na	na	141%	na	10%	10%
BLACKROCK INC	US	150 796	11 964 777	20.3	17.9	2.9	2.7	15%	15%	2%	2%
BLACKSTONE INC	US	129 717	1 086 369	19.7	16.2	7.8	7.1	42%	48%	4%	5%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	15 489	406 366	11.7	9.7	1.5	1.4	23%	26%	3%	3%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	13 712	1 413 017	10.6	9.3	0.7	0.7	9%	10%	3%	3%
KKR & CO INC	US	78 227	633 841	16.7	13.4	2.5	1.9	10%	11%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	19 180	1 512 989	10.9	11.1	2.3	2.2	17%	19%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 190	12 014	9.5	11.9	1.2	1.1	13%	11%	7%	6%
AMP LTD	AU	2 369	91 926	13.5	12.8	1.0	0.9	7%	8%	3%	3%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 978	184 558	13.0	12.4	1.4	1.3	12%	10%	0%	3%

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, 2022/23-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022/23	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS skorygowany	-3.6	0.8	10.9	3.4	2.1	1.9	1.7
Przychody	55.6	70.4	229.4	132.6	128.1	131.6	134.3
Marża zysku brutto	-41%	3%	55%	22%	14%	12%	11%
EBIT	-13.3	-4.7	93.6	-5.8	-13.8	-14.5	-15.8
EBITDA	-11.3	-2.1	102.2	2.8	-5.2	-5.8	-7.0
Wynik netto	-24.8	5.2	107.2	23.5	14.6	12.8	11.9
Dług netto	-130.6	-132.8	-186.0	-197.2	-197.1	-200.7	-205.6
BPS	25.7	26.5	42.2	40.9	41.3	42.1	42.9
DPS	0.0	0.0	0.0	4.8	1.7	1.1	0.9
ROE	-13%	3%	46%	8%	5%	4%	4%
ROA	-12%	3%	17%	2%	1%	1%	1%
D&A	2.0	2.6	8.6	8.5	8.6	8.7	8.8
FCF	-21.4	-20.7	-74.6	14.4	7.3	6.5	6.7
CAPEX	2.8	14.5	23.4	16.7	14.0	13.0	12.1

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – P&L, 2022/23-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022/23	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	55.6	70.4	229.4	132.6	128.1	131.6	134.3
Koszty ogółem	68.8	74.9	168.3	140.5	145.3	149.5	153.5
EBIT	-13.3	-4.7	93.6	-5.8	-13.8	-14.5	-15.8
EBITDA	-11.3	-2.1	102.2	2.8	-5.2	-5.8	-7.0
Przychody finansowe netto	5.9	7.0	31.6	34.8	31.8	30.3	30.5
Zysk brutto	-23.1	2.3	125.2	29.0	18.1	15.7	14.7
Podatek dochodowy	-1.8	2.9	-18.1	-5.5	-3.4	-3.0	-2.8
Zysk netto	-24.8	5.2	107.2	23.5	14.6	12.8	11.9

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2022/23-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022/23	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
AUM (PLNm)	5 340	5 556	5 866	6 204	6 520	6 724	6 857
Zmiana r/r (%)	5%	4%	6%	6%	5%	3%	2%
Średnie AUM (PLNm)	5 205	5 448	5 711	6 035	6 362	6 622	6 790
Zmiana r/r (%)	3%	5%	5%	6%	5%	4%	3%
Marża zysku netto (%)	-44.6%	7.4%	46.7%	17.7%	11.4%	9.7%	8.9%
Marża na średnich AUM (%)	-0.5%	0.1%	1.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	13%	5%	3%	3%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Bilans, 2022/23-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022/23	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktywa trwałe	48.6	57.6	77.8	86.0	91.5	95.9	99.3
Rzeczowe aktywa trwałe	3.0	1.5	12.3	19.7	25.2	30.0	34.1
Wartości niematerialne	7.7	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość firmy	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	1.8	4.7	29.4	30.2	30.1	29.8	29.1
Aktywa obrotowe	145	144	1 015	1 035	1 070	1 111	1 155
Należności z tytułu dostaw i usług	9.3	11.4	122.7	122.7	122.7	122.7	122.7
Aktywa finansowe i śr. pieniężne	135.6	132.8	212.1	197.2	197.1	200.7	205.6
Pozostałe	0.5	0.0	680.7	714.7	750.3	787.8	827.2
Aktywa razem	194	202	1 093	1 121	1 162	1 207	1 255
Kapitał własny	175	181	288	279	282	287	293
Zobowiązania długoterminowe	1.2	0.5	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
Rezerwy	0.2	0.1	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
Pozostałe	1.0	0.4	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
Zobowiązania krótkoterminowe	17.4	20.7	782.0	818.4	856.6	896.7	938.8
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	15.2	19.0	27.2	28.0	28.8	29.7	30.6
Pozostałe zob. krótkoterminowe	2.2	1.8	734.4	770.0	807.4	846.7	887.9
Kapitał własny i zobowiązania	194	202	1 093	1 121	1 162	1 207	1 255

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Cash flow, 2022/23-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022/23	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk netto	-24.8	5.2	107.2	23.5	14.6	12.8	11.9
Amortyzacja	2.0	2.6	8.6	8.5	8.6	8.7	8.8
Pozostałe	9.2	-0.1	-92.4	9.7	9.6	9.5	9.4
Cash flow operacyjny	-13.6	10.3	23.4	41.7	32.8	30.9	30.1
Saldo aktywów finansowych	46.2	-2.2	-71.4	-7.9	-9.0	-10.1	-11.3
Nakłady inwestycyjne	-2.8	-14.5	-23.4	-16.7	-14.0	-13.0	-12.1
Pozostałe	0.9	0.2	54.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	44.3	-16.5	-40.1	-24.6	-23.0	-23.1	-23.5
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	-32.6	-11.7	-7.3	-6.4
Pozostałe	-1.5	-2.4	-5.7	-7.3	-7.1	-6.9	-6.7
Cash flow finansowy	-1.5	-2.4	-6.7	-39.9	-18.9	-14.2	-13.1
Środki pieniężne	102.5	95.3	72.0	49.1	40.1	33.6	27.2

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 13 MAJA O GODZ. 07:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 13 MAJA 2026 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 powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

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

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

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

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

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

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

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

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

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy