Skarbiec Holding

W drodze do kolejnego roku wysokich zysków

Podwyższamy naszą cenę docelową dla Skarbiec Holding do PLN 47.0/akcję z PLN 45.0 poprzednio i podtrzymujemy rekomendację "Kupuj". Skarbiec wykazał bardzo dobre wyniki za 2Q26 i jest na dobrej drodze, aby zakończyć kolejny rok z rzędu z bardzo wysokim zyskiem. Podnosimy nasze prognozy EPS o 95% w 2026 r. i o 9% w 2027 r. i wskazujemy na *upside risk* wynikający z potencjalnie lepszej niż oczekiwana opłaty zmiennej. AUM pozostają na ścieżce wzrostu, baza kosztowa jest pod ścisłą kontrolą, a solidne wyniki funduszy nieustannie wspierają przychody. Spółka w dalszym ciągu poszukuje celów akwizycyjnych, ale w naszych prognozach nie zakładamy dalszej konsolidacji. Oczekujemy natomiast, że rok 2027 będzie pierwszym rokiem wypłaty dywidendy (DPS PLN 6.7, DY 17%).

Sprzyjające rynki akcji, rosnące AUM, solidne wyniki – Skarbiec wydaje się w pełni wykorzystywać sprzyjające środowisko na rynkach akcji. We wrześniu'26 AUM wzrosły o 12% r/r (1% m/m), a solidne wyniki funduszy przełożyły się na PLN 25m zysku netto spółki w 1H26.

Rewizja prognoz w górę – Lepsze od oczekiwań wyniki zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia prognoz opłaty zmiennej o 143/30% w 2026/27e. Przy rewizji w górę AUM (o 6% w 2026e i 2027e) podnosimy również prognozy opłaty stałej o 9% w 2026e i o 8% w 2027e. Przy nieco wyższych prognozach kosztów podnosimy prognozy zysku netto SKH o 95% w 2026e oraz o 9% w 2027e.

Success fee może ponownie zaskoczyć – Na koniec czerwca rezerwa z tytułu success fee wynosiła PLN 136m. O ile według naszych szacunków w 3Q26 istotnie się ona zmniejszyła, w dalszym ciągu wskazujemy na *upside risk* związany z potencjalnie wyższą opłatą zmienną, jeżeli wyniki funduszy będę powyżej oczekiwań.

Przejęcie, czy dywidenda? – SKH pozostaje zainteresowany przejęciami, co było też powodem braku wypłaty dywidendy z zysków za rok 2024/25. O ile potencjalna konsolidacja mogłaby wspierać wyniki spółki w długim terminie, w naszych prognozach nie uwzględniamy przejęć. Oczekujemy natomiast, że 2027 będzie pierwszym rokiem wypłaty dywidendy (zakładamy DPS PLN 6.7 and DY 17%).

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	171.8	137.9	138.8	139.7
EBITDA	-11.3	-2.1	102.2	33.9	-3.3	-4.7	-7.3
Zysk netto	-24.8	5.2	107.2	45.8	15.9	13.2	11.2
- zmiana r/r (%)	*na*	*na*	*1961%*	*-57%*	*-65%*	*-17%*	*-15%*
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.1%	6.0%	4.9%
P/E (x)	na	51.4	3.6	5.8	16.8	20.3	24.0
P/BV	*1.5*	*1.5*	*0.9*	*0.8*	*0.9*	*0.9*	*0.9*

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

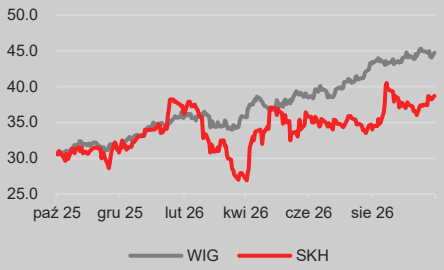
Kupuj (raport aktualizujący)

Cena docelowa **PLN 47.0**

Potencjał wzrostu **+20%**
Cena z 6 października 2026 PLN 39.2

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

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA
Wyniki 3Q26 27 listopada

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	SKH PW
Free float (%)	26.6
MCAP (PLNmn)	267
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%

Michal Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl

Spis treści

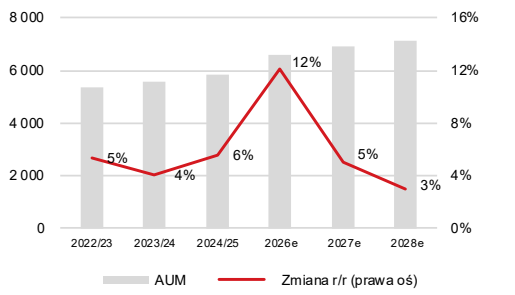
Kluczowe dane ……..3
Ostatnie wydarzenia ……4
Aktualizacja prognoz ……6
Wycena ……7
Rating ESG ……9
Prognozy finansowe ……10
DISCLAIMER……13

Kluczowe dane

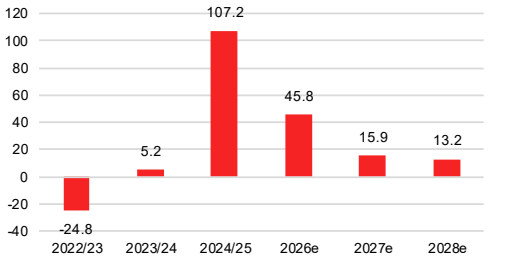
Rachunek wyników	2023/24	2024/25	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	**70.4**	**229.4**	**171.8**	**137.9**	**138.8**	**139.7**
Wynagrodzenie stałe	59.6	80.4	61.7	64.3	66.8	68.3
Wynagrodzenie zmienne	10.4	110.8	58.3	23.4	21.2	20.2
Pozostałe	0.4	38.1	51.9	50.3	50.7	51.2
Koszty ogółem	74.9	168.3	147.7	150.7	155.0	158.5
Amortyzacja	2.6	8.6	9.2	9.4	9.5	9.6
Koszty dystrybucji	26.6	35.7	26.3	28.0	29.4	30.0
Koszty osobowe	19.0	72.8	70.4	71.1	73.3	75.2
Pozostałe	26.8	51.2	41.9	42.1	42.7	43.7
EBIT	**-4.7**	**93.6**	**24.8**	**-12.7**	**-14.3**	**-17.0**
EBITDA	**-2.1**	**102.2**	**33.9**	**-3.3**	**-4.7**	**-7.3**
Przychody finansowe netto	7.0	31.6	32.4	32.4	30.5	30.7
Zysk brutto	**2.3**	**125.2**	**57.1**	**19.7**	**16.3**	**13.8**
Podatek dochodowy	2.9	-18.1	-11.3	-3.7	-3.1	-2.6
Zysk netto	**5.2**	**107.2**	**45.8**	**15.9**	**13.2**	**11.2**
Bilans	**2023/24**	**2024/25**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**
Aktywa trwałe	**57.6**	**77.8**	**85.4**	**90.0**	**93.6**	**96.2**
Rzeczowe aktywa trwałe	1.5	12.3	19.4	24.5	28.8	32.5
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	29.9	29.4	28.6	27.5
Aktywa obrotowe	**144**	**1 015**	**1 069**	**1 050**	**1 059**	**1 093**
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	252	219	214	212
Pozostałe	0.0	680.7	694.3	708.1	722.3	758.3
Aktywa razem	**202**	**1 093**	**1 154**	**1 140**	**1 152**	**1 189**
Kapitał własny	**181**	**288**	**334**	**304**	**301**	**299**
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**	**797**	**812**	**828**	**867**
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	749	763	778	816
Kapitał własny i zobowiązania	**202**	**1 093**	**1 154**	**1 140**	**1 152**	**1 189**
Rachunek przepływów pieniężnych	**2023/24**	**2024/25**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**
Zysk netto	5.2	107.2	45.8	15.9	13.2	11.2
Amortyzacja	2.6	8.6	9.2	9.4	9.5	9.6
Pozostałe	-0.1	-92.4	13.3	15.4	15.3	16.1
Cash flow operacyjny	**10.3**	**23.4**	**68.2**	**40.8**	**38.0**	**36.9**
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	0.0	-45.8	-15.9	-13.2
Pozostałe	-2.4	-5.7	-11.9	-14.0	-13.8	-13.6
Cash flow finansowy	**-2.4**	**-6.7**	**-11.9**	**-59.8**	**-29.7**	**-26.8**
Środki pieniężne	**95.3**	**72.0**	**103.7**	**61.7**	**46.8**	**33.4**
Wybrane dane	**2023/24**	**2024/25**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**
AUM (PLNm)	5 556	5 866	6 579	6 911	7 118	7 252
Zmiana r/r (%)	*4%*	*6%*	*12%*	*5%*	*3%*	*2%*
Średnie AUM (PLNm)	5 448	5 711	6 223	6 745	7 015	7 185
Zmiana r/r (%)	*5%*	*5%*	*9%*	*8%*	*4%*	*2%*
ROE (%)	3%	46%	15%	5%	4%	4%
ROA (%)	3%	17%	4%	1%	1%	1%
Marża zysku netto (%)	7%	47%	27%	12%	9%	8%
Marża na średnich AUM (%)	0.1%	1.9%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	100%	100%	100%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	0.0%	17.1%	6.0%	4.9%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	51.4	3.6	5.8	16.8	20.3	24.0
P/BV (x)	1.5	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

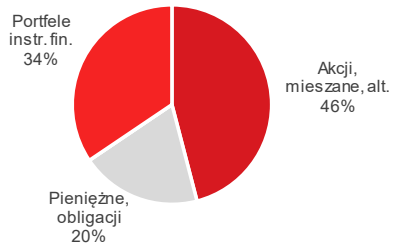
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



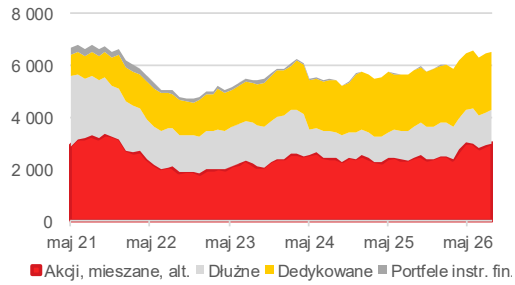
Wynik netto (PLNm)



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 wyników – Słabe stopy zwrotu funduszy Skarbca mogą spowodować obniżenie AUM oraz odpływy, **6)** Ryzyko stóp procentowych – Wysokie stopy mogą motywować klientów do lokowania oszczędności w depozyty i obligacje SP, **7)** Ryzyko dystrybucji – Zmiany w dystrybucji mogą doprowadzić do spadku AUM i słabszych wyników fin. spółki, **8)** Ryzyko odejścia personelu – Odejście zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy.

Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem we wrześniu 12% r/r (1% m/m)

We wrześniu aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wzrosły 12% r/r (1% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych zwiększyły się o 22% r/r (2% m/m), AUM funduszy dłużnych wzrosły 9% r/r (0% m/m), a aktywa portfeli zwiększyły się o 4% r/r (0% m/m).

Skarbiec TFI – Aktywa pod zarządzaniem
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Sty-26	Lut-26	Mar-26	Kwi-26	Maj-26	Cze-26	Lip-26	Sie-26	Wrz-26
AuM	**6 010**	**6 041**	**5 870**	**6 187**	**6 489**	**6 583**	**6 331**	**6 453**	**6 518**
- r/r	*4%*	*7%*	*7%*	*11%*	*12%*	*16%*	*12%*	*14%*	*12%*
- m/m	*2%*	*1%*	*-3%*	*5%*	*5%*	*1%*	*-4%*	*2%*	*1%*
Akcji	2 515	2 510	2 372	2 757	3 025	3 004	2 813	2 931	2 995
- r/r	*-1%*	*4%*	*3%*	*22%*	*24%*	*23%*	*19%*	*25%*	*22%*
- m/m	*4%*	*0%*	*-6%*	*16%*	*10%*	*-1%*	*-6%*	*4%*	*2%*
Dłużne	1 273	1 294	1 273	1 228	1 261	1 322	1 276	1 279	1 278
- r/r	*27%*	*29%*	*32%*	*23%*	*26%*	*25%*	*16%*	*12%*	*9%*
- m/m	*4%*	*2%*	*-2%*	*-4%*	*3%*	*5%*	*-3%*	*0%*	*0%*
Portfele	2 209	2 224	2 212	2 202	2 202	2 258	2 242	2 243	2 245
- r/r	*-1%*	*0%*	*0%*	*-4%*	*-5%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*
- m/m	*-1%*	*1%*	*-1%*	*0%*	*0%*	*3%*	*-1%*	*0%*	*0%*

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

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

- Obecna struktura grupy nie jest rozwiązaniem ostatecznym. Spółka szuka możliwości rozwoju i przygląda się zarówno funduszom inwestycyjnym, jak i domom maklerskim. Rozmowy nie są jednak jeszcze na zaawansowanym etapie,
- "Na ostatnim WZA poprosiliśmy akcjonariuszy o 12 miesięcy, w których chcielibyśmy te procesy (konsolidacyjne) dowieźć. Jak ich nie dostarczymy, to może już przestaniemy myśleć o konsolidacji",
- Na poziomie domu maklerskiego spółka chce zaoferować platformę multi-TFI, która pozwoli na dystrybucję produktów różnych spółek,
- Wartość aktywów obsługiwanych przez Skarbiec24 przekracza PLN 1.2 mld,
- Grupa przygotowuje się do wejścia na rynek ETF,
- Skarbiec pracuje również nad ofertą dla programu OKI, choć nie spodziewa się, aby produkt stał się znaczącym źródłem przychodów,
- W 2H26 grupa zamierza skupić się na dalszym wzroście sprzedaży i utrzymaniu wysokich stóp zwrotu z funduszy,
- Zdaniem prezesa największym zagrożeniem dla sytuacji na giełdzie jest obecnie wzrost rentowności obligacji skarbowych.

Publikacja wyników za 2Q26

Zysk netto Skarbiec Holding w 2Q26 wyniósł PLN 22.7m i był znacząco powyżej naszych szacunków (PLN 7.3m). Lepszy wynik neto był efektem wyraźnie lepszej od oczekiwań success fee (PLN 25.5m wobec zakładanych PLN 8.5m) oraz nieznacznie niższych kosztów operacyjnych. Opłata stała była zgodna z naszymi oczekiwaniami i wzrosła o 17% r/r (3% kw/kw), wspierana przez rosnące AUM (16% r/r, 12% kw/kw). Jednocześnie przychody z działalności maklerskiej były nieznacznie niższe niż zakładaliśmy. Rezerwa na success fee na koniec 2Q26 wyniosła aż PLN 136m (wobec 132 mln zł na koniec maja), ale według naszych szacunków w 3Q26 jej poziom istotnie się zmniejszył. Niemniej jednak wyniki Skarbiec Holding za 2Q26 odbieramy bardzo pozytywnie. W naszych prognozach założyliśmy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 23.5m w 2026 r. i PLN 14.6m w 2027 r. Bardzo wysoka opłata zmienna odnotowana w 2Q26 sprawia jednak, że nasze oczekiwania na 2026 r. stają się nieaktualne (w 1H26 zysk netto wyniósł PLN 25.1m).

Skarbiec TFI – Wyniki za 2Q26
PLNm unless otherwise stated

	2Q25	1Q26	2Q26	r/r	kw/kw	Pekao	vs. Pekao
Przychody	25.8	30.9	55.1	114%	78%	36.9	49%
Koszty	**-33.1**	**-36.0**	**-34.9**	6%	-3%	-37.1	-6%
EBIT	**21.9**	**-4.8**	**20.2**	-8%	na	0.7	2817%
EBITDA	**24.0**	**-2.5**	**22.5**	-6%	na	3.0	641%
Przychody fin. netto	8.3	8.3	7.9	-5%	-5%	8.3	-5%
Wynik brutto	**30.2**	**3.5**	**28.1**	-7%	712%	9.0	213%
Zysk netto	**29.6**	**2.4**	**22.7**	-23%	837%	7.3	212%

Source: Company, Pekao Equity Research

Zmiana prognoz na lata 2026-27e

Biorąc pod uwagę znacznie lepsze od zakładanych wyniki zarządzanych funduszy podnosimy prognozę przychodów z opłaty zmiennej o 143% w 2026e oraz o 30% w 2027e. Przy wyższych oczekiwanych AUM (o 6% zarówno w 2026e jak i w 2027e) podwyższamy także założenia przychodów z opłaty stałej o 9% w 2026e i o 8% w 2027e. Powyższe, wraz z bardzo dobrymi wynikami za 2Q26 skłoniło nas do podniesienia prognoz przychodów ogółem o 30% w 2026e oraz o 8% w 2027e. Przy nieco wyższych oczekiwanych kosztach oraz braku istotnych zmian w założeniach przychodów finansowych netto, podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Skarbiec Holding o 95% w 2026e (do PLN 45.8m) oraz o 9% w 2027e (do PLN 15.9m).

- Biorąc pod uwagę ostatnie pozytywne trendy w zakresie aktywów pod zarządzaniem, podwyższamy nasze prognozy AUM o 6% zarówno w 2026e jak i w 2027e. Obecnie oczekujemy, że AUM ogółem wzrosną o 12% r/r (do PLN 6,579m) w 2026e oraz o 5% r/r w 2027e (do PLN 6,911m).
- Uwzględniając znacznie lepsze od zakładanych wyniki zarządzanych funduszy podnosimy prognozę przychodów z opłaty zmiennej o 143% w 2026e oraz o 30% w 2027e. Podwyższamy także założenia przychodów z opłaty stałej o 9% w 2026e i o 8% w 2027e.
- Powyższe, wraz z bardzo dobrymi wynikami za 2Q26 skłoniło nas do podniesienia prognoz przychodów ogółem o 30% w 2026e oraz o 8% w 2027e.
- Przy nieco wyższych oczekiwanych kosztach oraz braku istotnych zmian w założeniach przychodów finansowych netto, podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Skarbiec Holding o 95% w 2026e (do PLN 45.8m) oraz o 9% w 2027e (do PLN 15.9m).

Skarbiec Holding – Zmiana prognoz
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e		*Zmiana (%)*	2027e		*Zmiana (%)*	2028e		*Zmiana (%)*
	Poprz.	Obecne		Poprz.	Obecne		Poprz.	Obecne	
Przychody	**132.6**	**171.8**	**30%**	**128.1**	**137.9**	**8%**	**131.6**	**138.8**	**5%**
Koszty ogółem	**140.5**	**147.7**	**5%**	**145.3**	**150.7**	**4%**	**149.5**	**155.0**	**4%**
EBIT	**-5.8**	**24.8**	**na**	**-13.8**	**-12.7**	**-8%**	**-14.5**	**-14.3**	**-2%**
EBITDA	**2.8**	**33.9**	**1129%**	**-5.2**	**-3.3**	**-36%**	**-5.8**	**-4.7**	**-19%**
Przychody fin. netto	34.8	32.4	-7%	31.8	32.4	2%	30.3	30.5	1%
Wynik brutto	**29.0**	**57.1**	**97%**	**18.1**	**19.7**	**9%**	**15.7**	**16.3**	**3%**
Podatek	-5.5	-11.3	106%	-3.4	-3.7	9%	-3.0	-3.1	3%
Zysk netto	**23.5**	**45.8**	**95%**	**14.6**	**15.9**	**9%**	**12.8**	**13.2**	**3%**
AUM (koniec okresu)	6 204	6 579	6%	6 520	6 911	6%	6 724	7 118	6%
AUM (średnie)	6 035	6 223	3%	6 362	6 745	6%	6 622	7 015	6%

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 70/30% wagi obu metod otrzymujemy cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 47.0/na akcję (20% potencjał wzrostu).

Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny
PLN o ile nie zaznaczono inaczej

12M DCF	**46.1**
Wycena porównawcza	**48.7**
Średnia ważona	46.9
12M cena docelowa	**47.0**
Cena rynkowa	39.2
Potencjał wzrostu (%)	**20%**

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych dyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Aby w pełni odzwierciedlić model biznesowy przejętego Noble Securities, w modelu DCF uwzględniamy również przychody finansowe netto NS, które naszym zdaniem, stanowią integralną część działalności operacyjnej spółki. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 6.1% (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 46.1/akcję.

Skarbiec Holding – Model DCF
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminal
Przychody*	164	164	165	165	165	165	165
- zmiana r/r		*0%*	*1%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
EBIT	14	9	7	7	7	7	7
- zmiana r/r		*-31%*	*-27%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Podatek	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1
NOPLAT	11	8	6	6	6	6	6
- zmiana r/r	*0%*	*-31%*	*-27%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
D&A	9	10	10	10	10	10	10
- zmiana r/r		*1%*	*1%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Capex	-14	-13	-12	-10	-10	-10	-10
- zmiana r/r		*-7%*	*-7%*	*-18%*	*0%*	*0%*	*0%*
Zmiana kapitału obrotowego	1	1	1	1	1	1	1
FCF	**7**	**5**	**4**	**6**	**6**	**6**	**6**
DFCF	**7**	**4**	**3**	**4**	**4**	**3**	**3**
Suma zdyskontowanych FCF	24						
Zdyskontowane TV	37						
Enterprise value	**61**						
Dług netto (2026e)	-228						
Equity value - Dec 31 2026	**289**						
Liczba akcji (m)	6.8						
12M cena docelowa (PLN)	**46.1**						
Cena rynkowa (PLN) – 06.10.2026	39.2						
Potencjał wzrostu/spadku	**18%**						

** 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	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	**11.6%**	**11.6%**	**11.6%**	**11.6%**	**11.6%**	**11.6%**	**8.7%**
Koszt długu	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	7.0%
Koszt długu po podatku	**7.3%**	**7.3%**	**7.3%**	**7.3%**	**7.3%**	**7.3%**	**5.7%**
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	**11.6%**	**11.6%**	**11.6%**	**11.6%**	**11.6%**	**11.6%**	**8.7%**

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wrażliwość wyceny DCF na stopę wolną od ryzyka w terminalu 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**	60.5	55.2	52.0	49.9	48.3	47.2	46.3
	0.6	54.7	51.7	49.6	48.2	47.1	46.2	45.6
	0.8	51.3	49.4	48.0	47.0	46.2	45.5	45.0
	1.0	49.1	47.8	46.9	46.1	45.5	45.0	44.6
	1.2	47.7	46.7	46.0	45.5	45.0	44.6	44.2
	1.4	46.6	46.0	45.4	45.0	44.6	44.3	44.0
	1.6	45.9	45.4	45.0	44.6	44.3	44.1	43.8

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wrażliwość wyceny of DCF na stopę wolną od ryzyka w terminalu 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%**	45.0	44.6	44.2	43.9	43.6	43.4	43.2
	-3.0%	45.9	45.4	44.9	44.5	44.1	43.8	43.6
	-1.5%	47.2	46.4	45.7	45.2	44.7	44.3	44.0
	0.0%	49.1	47.8	46.9	46.1	45.5	45.0	44.6
	1.5%	52.3	50.1	48.6	47.5	46.6	45.9	45.3
	3.0%	58.8	54.2	51.4	49.5	48.1	47.1	46.3
	4.5%	79.0	63.5	56.8	53.0	50.6	48.9	47.7

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	2026e	2027e
Średnia spółek zagranicznych	14.0	12.5
Skarbiec Holding C/Z	5.8	16.8
Premia/dyskonto do średniej	-58%	34%
Implikowana wycena	93.9	29.3
Waga	30%	70%
Wycena	**48.7**	

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2026-2027e implikuje cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 48.7/akcję.

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Stopa dyw.	
				2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 822	62 689	39.7	30.1	1.9	2.0	6%	7%	8%	8%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	1 035	61 895	10.2	10.4	1.0	1.0	10%	9%	5%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	4 517	193 938	7.3	7.1	2.1	1.6	28%	26%	4%	5%
SCHRODERS PLC	GB	11 198	836 268	16.6	16.4	3.5	3.3	13%	14%	5%	5%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	8 747	693 013	10.0	9.0	3.1	2.6	22%	20%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	US	2 909	738 685	10.2	9.3	na	na	6%	6%	10%	11%
APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC	US	60 995	799 616	12.6	10.3	2.8	2.2	12%	13%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	US	2 527	153 317	9.1	8.9	5.6	na	112%	148%	10%	10%
BLACKROCK INC	US	156 924	11 964 777	19.1	16.8	2.9	2.7	15%	16%	2%	2%
BLACKSTONE INC	US	125 314	1 086 369	18.6	15.3	7.1	6.5	41%	46%	5%	6%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	12 341	406 366	10.7	7.8	1.2	1.1	20%	27%	4%	4%
FRANKLIN TEMPLETON INC	US	14 682	1 413 017	10.6	9.2	1.0	0.9	11%	11%	3%	3%
KKR & CO INC	US	72 500	633 841	12.0	12.0	2.3	1.6	9%	9%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	19 686	1 512 989	10.0	10.2	2.1	2.0	20%	19%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 225	13 384	9.6	10.8	1.2	1.3	13%	12%	7%	6%
AMP LTD	AU	3 803	91 926	17.8	17.0	1.7	1.6	9%	10%	2%	2%

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	6.7	2.3	1.9	1.6
Przychody	55.6	70.4	229.4	171.8	137.9	138.8	139.7
Marża zysku brutto	-41%	3%	55%	33%	14%	12%	10%
EBIT	-13.3	-4.7	93.6	24.8	-12.7	-14.3	-17.0
EBITDA	-11.3	-2.1	102.2	33.9	-3.3	-4.7	-7.3
Wynik netto	-24.8	5.2	107.2	45.8	15.9	13.2	11.2
Dług netto	-130.6	-132.8	-181.8	-228.0	-193.6	-187.1	-183.3
BPS	25.7	26.5	42.2	48.9	44.5	44.1	43.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	6.7	2.3	1.9
ROE	-13%	3%	46%	15%	5%	4%	4%
ROA	-12%	3%	17%	4%	1%	1%	1%
D&A	2.0	2.6	8.6	9.2	9.4	9.5	9.6
FCF	-21.4	-20.7	-74.6	38.6	12.2	9.0	8.0
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**	**171.8**	**137.9**	**138.8**	**139.7**
Koszty ogółem	**68.8**	**74.9**	**168.3**	**147.7**	**150.7**	**155.0**	**158.5**
EBIT	**-13.3**	**-4.7**	**93.6**	**24.8**	**-12.7**	**-14.3**	**-17.0**
EBITDA	**-11.3**	**-2.1**	**102.2**	**33.9**	**-3.3**	**-4.7**	**-7.3**
Przychody finansowe netto	5.9	7.0	31.6	32.4	32.4	30.5	30.7
Zysk brutto	**-23.1**	**2.3**	**125.2**	**57.1**	**19.7**	**16.3**	**13.8**
Podatek dochodowy	-1.8	2.9	-18.1	-11.3	-3.7	-3.1	-2.6
Zysk netto	**-24.8**	**5.2**	**107.2**	**45.8**	**15.9**	**13.2**	**11.2**

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	6 579	6 911	7 118	7 252
Zmiana r/r (%)	*5%*	*4%*	*6%*	*12%*	*5%*	*3%*	*2%*
Średnie AUM (PLNm)	5 205	5 448	5 711	6 223	6 745	7 015	7 185
Zmiana r/r (%)	*3%*	*5%*	*5%*	*9%*	*8%*	*4%*	*2%*
Marża zysku netto (%)	-44.6%	7.4%	46.7%	26.7%	11.5%	9.5%	8.0%
Marża na średnich AUM (%)	-0.5%	0.1%	1.9%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	0%	17%	6%	5%
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**	**85.4**	**90.0**	**93.6**	**96.2**
Rzeczowe aktywa trwałe	3.0	1.5	12.3	19.4	24.5	28.8	32.5
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	29.9	29.4	28.6	27.5
Aktywa obrotowe	**145**	**144**	**1 015**	**1 069**	**1 050**	**1 059**	**1 093**
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	251.7	218.7	213.9	211.9
Pozostałe	0.5	0.0	680.7	694.3	708.1	722.3	758.3
Aktywa razem	**194**	**202**	**1 093**	**1 154**	**1 140**	**1 152**	**1 189**
Kapitał własny	**175**	**181**	**288**	**334**	**304**	**301**	**299**
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**	**797.0**	**812.4**	**828.0**	**866.7**
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	748.7	763.2	778.0	815.8
Kapitał własny i zobowiązania	**194**	**202**	**1 093**	**1 154**	**1 140**	**1 152**	**1 189**

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	45.8	15.9	13.2	11.2
Amortyzacja	2.0	2.6	8.6	9.2	9.4	9.5	9.6
Pozostałe	9.2	-0.1	-92.4	13.3	15.4	15.3	16.1
Cash flow operacyjny	**-13.6**	**10.3**	**23.4**	**68.2**	**40.8**	**38.0**	**36.9**
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	0.0	-45.8	-15.9	-13.2
Pozostałe	-1.5	-2.4	-5.7	-11.9	-14.0	-13.8	-13.6
Cash flow finansowy	**-1.5**	**-2.4**	**-6.7**	**-11.9**	**-59.8**	**-29.7**	**-26.8**
Środki pieniężne	**102.5**	**95.3**	**72.0**	**103.7**	**61.7**	**46.8**	**33.4**

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 8 PAŹDZIERNIKA O GODZ. 07:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 8 PAŹDZIERNIKA 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 niemniejszej 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 jakiejkolwiek 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.

UJAWNIENIA W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):
AB S.A. 3; Allegro 3; Answear 2; Arctic Paper S.A. 3; Arlen 2; Astarta S.A. 3; Budimex 3, CCC 2; CD Projekt 3, Cyfrowy Polsat 3, Diagnostyka 2; Dino Polska 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; Grupa Kęty 3, Kruk 3, LPP 3; mBank 3; Murapol 2; Orange Polska 3, Pepco 3, PGE 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Santander Bank Polska 3; Zabka 2.

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 datą 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 zamieszane 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