

## Skarbiec Holding

### Powrót do generowania zysków

Podwyższamy naszą 12M cenę docelową dla Skarbiec Holding do PLN 33.0/akcję z PLN 32.0 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Spółka kontynuuje działania restrukturyzacyjne, a rosnące aktywa pod zarządzaniem, napływy oraz dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy powinny wspierać poprawę wyników w kolejnych latach. Zwracamy uwagę na kapitalizację nieznacznie powyżej gotówki i ekwiwalentów na bilansie oraz potencjał istotnie wyższej niż zakładamy success fee.

**Neutralne wyniki 2Q23/24** – Oczekujemy, że zysk netto SKH w 2Q23/24 wyniesie PLN 2.0m. Zakładamy 28% r/r wzrost opłaty stałej przy AUM wyższych o 23% r/r oraz PLN 4m success fee.

**Powrót do generowania zysków** - Skarbiec kontynuuje działania restrukturyzacyjne, co – wraz z rosnącymi AUM, i dobrymi wynikami zarządzanych funduszy – powinno wspierać wyniki spółki. Oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 3.0m w 2023/24e, PLN 12.5m w 2024/25e oraz PLN 10.8m w 2025/26e.

**Potencjał wyższej niż zakładana success fee** – Zwracamy uwagę, że zmiana statutu SKH FIO stwarza potencjał do istotnego przewyższenia naszych prognoz w zakresie opłaty zmiennej w przypadku pobicia benchmarku głównie przez SKH Spółek Wzrostowych w 2024/25 r.

**Sprzyjające otoczenie rynkowe** – Silne rynki kapitałowe, obniżki stóp procentowych oraz dobre wyniki zarządzanych funduszy powinny zaowocować pozytywnymi napływami oraz dalszym wzrostem aktywów pod zarządzaniem (23% r/r w 2023). Zakładamy wzrost AUM o 12% r/r w 2024/25e oraz o 9% r/r in 2025/26e.

**MCAP bliski gotówce** – Na koniec 1Q23/24 Skarbiec miał c. PLN 130m gotówki i ekwiwalentów. W naszym przekonaniu obecna kapitalizacja spółki na poziomie PLN 161m nie odzwierciedla adekwatnie bilansu oraz powrotu do możliwości generowania zysków.

**M&A** – Skarbiec w dalszym ciągu zamierza brać czynny udział w konsolidacji rynku. O ile potencjalna akwizycja mogłaby wspierać wyniki spółki, nie zakładamy, że nastąpi ona w najbliższym czasie.

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

### Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2021/22-2026/27e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Przychody	94.8	55.6	67.9	92.1	95.4	98.4
EBITDA	15.2	-11.3	-2.0	11.4	11.1	11.4
Zysk netto	9.5	-24.8	3.0	12.5	10.8	11.0
- zmiana r/r (%)	-84%	na	na	321%	-14%	2%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (x)	17.0	na	54.2	12.9	15.0	14.7
P/BV	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

## Kupuj (raport aktualizujący)

**Cena docelowa** **PLN 33.0**

**Potencjał wzrostu** **+40%**  
 Cena z 14 lutego 2024 PLN 23.6

**Rating ESG** **B**  
**Ocena końcowa ESG** **1.09**

### Relatywny kurs akcji vs. WIG



### NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 1H2023/24 26 Marca

### KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	SKH PW
Free float (%)	32.6
MCAP (PLNm)	161
Liczba akcji (mn)	6.8

### Ackjonariusze

LCI oraz Aoram	48.3%
Juroszek Holding	11.5%
TFI Quercus	7.6%
Other	32.6%

**Michał Fidelus**  
[michal.fidelus@pekao.com.pl](mailto:michal.fidelus@pekao.com.pl)



## Spis treści

Kluczowe dane.....	3
Prognozy na 2Q23/24 .....	4
Aktualizacja prognoz .....	5
Ostatnie wydarzenia .....	6
Wycena .....	7
Rating ESG .....	9
Prognozy finansowe .....	10
DISCLAIMER.....	12

## Kluczowe dane

Rachunek wyników	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
<b>Przychody</b>	<b>94.8</b>	<b>55.6</b>	<b>67.9</b>	<b>92.1</b>	<b>95.4</b>	<b>98.4</b>
Wynagrodzenie stałe	78.4	52.0	61.6	71.8	78.6	82.4
Wynagrodzenie zmienne	15.0	2.5	5.6	19.5	16.0	15.0
Pozostałe	1.4	1.1	0.8	0.8	0.8	1.0
<b>Koszty ogółem</b>	<b>79.4</b>	<b>68.8</b>	<b>72.0</b>	<b>83.0</b>	<b>86.7</b>	<b>89.3</b>
Amortyzacja	1.8	2.0	2.1	2.3	2.3	2.4
Koszty dystrybucji	32.2	22.5	26.2	30.5	33.8	35.4
Koszty osobowe	20.0	19.6	19.7	26.0	25.8	26.3
Pozostałe	25.4	24.7	24.0	24.2	24.7	25.2
<b>EBIT</b>	<b>13.4</b>	<b>-13.3</b>	<b>-4.1</b>	<b>9.1</b>	<b>8.8</b>	<b>9.0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15.2</b>	<b>-11.3</b>	<b>-2.0</b>	<b>11.4</b>	<b>11.1</b>	<b>11.4</b>
Przychody finansowe netto	0.2	5.9	7.5	6.2	4.5	4.5
<b>Zysk brutto</b>	<b>13.6</b>	<b>-23.1</b>	<b>3.4</b>	<b>15.3</b>	<b>13.3</b>	<b>13.5</b>
Podatek dochodowy	-4.2	-1.8	-0.4	-2.8	-2.5	-2.6
<b>Zysk netto</b>	<b>9.5</b>	<b>-24.8</b>	<b>3.0</b>	<b>12.5</b>	<b>10.8</b>	<b>11.0</b>

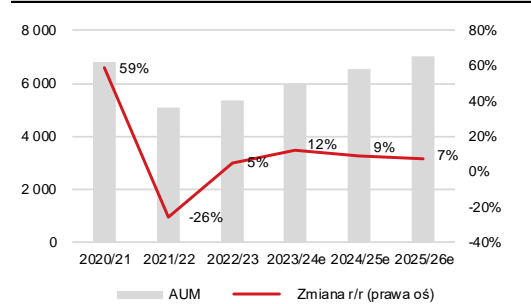
Bilans	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>64.9</b>	<b>48.6</b>	<b>50.9</b>	<b>51.5</b>	<b>52.1</b>	<b>52.7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4.1	3.0	3.6	4.2	4.8	5.3
Wartości niematerialne	5.4	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
Wartość firmy	51.8	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	3.6	1.8	3.4	3.5	3.5	3.6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>163</b>	<b>145</b>	<b>147</b>	<b>159</b>	<b>170</b>	<b>180</b>
Należności z tytułu dostaw i usług	8.1	9.3	8.5	8.6	8.6	8.6
Aktywa finansowe FVPL	80.3	33.1	42.6	53.1	63.6	74.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	73.2	102.5	94.4	96.1	96.2	96.6
Pozostałe	1.5	0.5	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Aktywa razem</b>	<b>228</b>	<b>194</b>	<b>197</b>	<b>210</b>	<b>222</b>	<b>233</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>200</b>	<b>175</b>	<b>178</b>	<b>191</b>	<b>202</b>	<b>213</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
Rezerwy	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Z tytułu leasingu finansowego	2.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>25.7</b>	<b>17.4</b>	<b>18.0</b>	<b>18.5</b>	<b>19.0</b>	<b>19.5</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług i	20.3	15.2	15.8	16.2	16.7	17.2
Pozostałe	5.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>Kapitał własny i zobowiązania</b>	<b>228</b>	<b>194</b>	<b>197</b>	<b>210</b>	<b>222</b>	<b>233</b>

Rachunek przepływów pieniężnych	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Zysk netto	9.5	-24.8	3.0	12.5	10.8	11.0
Amortyzacja	1.8	2.0	2.1	2.3	2.3	2.4
Pozostałe	5.5	9.2	-0.8	0.4	0.5	0.5
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>16.7</b>	<b>-13.6</b>	<b>4.2</b>	<b>15.1</b>	<b>13.6</b>	<b>13.9</b>
Saldo aktywów finansowych	-66.0	46.2	-9.5	-10.5	-10.5	-10.5
Nakłady inwestycyjne	-2.7	-2.8	-2.8	-2.8	-2.9	-2.9
Pozostałe	0.2	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash flow inwestycyjny</b>	<b>-68.5</b>	<b>44.3</b>	<b>-12.3</b>	<b>-13.3</b>	<b>-13.4</b>	<b>-13.4</b>
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-1.6	-1.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Cash flow finansowy</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>73.2</b>	<b>102.5</b>	<b>94.4</b>	<b>96.1</b>	<b>96.2</b>	<b>96.6</b>

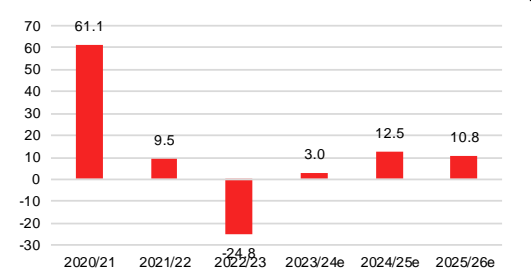
Wybrane dane	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
AUM (PLNm)	5 070	5 340	5 994	6 549	7 008	7 192
Zmiana r/r (%)	-26%	5%	12%	9%	7%	3%
Średnie AUM (PLNm)	5 941	5 205	5 667	6 271	6 778	7 100
Zmiana r/r (%)	0%	-12%	9%	11%	8%	5%
ROE (%)	5%	-13%	2%	7%	5%	5%
ROA (%)	4%	-12%	2%	6%	5%	5%
Marża zysku netto (%)	10%	-45%	4%	14%	11%	11%
Marża na średnich AUM (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	17.0	na	54.2	12.9	15.0	14.7
P/BV (x)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

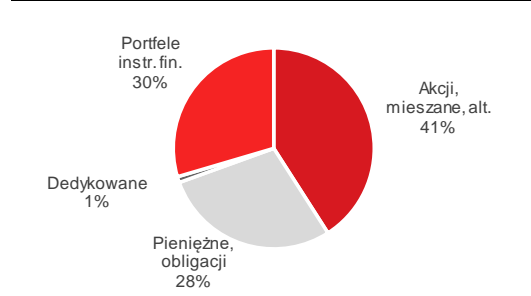
### AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



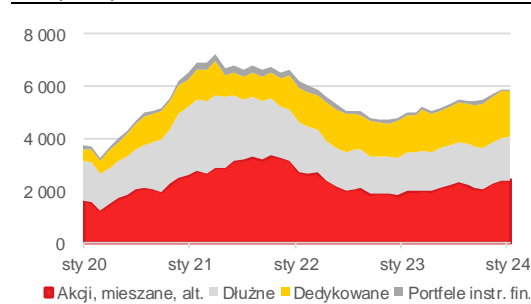
### Wynik netto (PLNm)



### 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 – Obiekcje KNF wobec głównego akcjonariusza mogą skutkować brakiem zgodny na udział SKH w konsolidacji rynku.
- 4) Zależność od trendów globalnych – Nagłe zmiany rynkowe mogą osłabić stopy zwrotu zarządzanych funduszy.
- 5) Ryzyko wyników – Słabe stopy zwrotu funduszy Skarbcza mogą spowodować obniżenie AUM oraz odpływy.
- 6) Ryzyko stóp procentowych – Wysokie stopy mogą motywować klientów do lokowania oszczędności w depozyty i obligacje SP.
- 7) Ryzyko dystrybucji – Zmiany w dystrybucji mogą doprowadzić do spadku AUM i słabszych wyników fin. spółki.
- 8) Ryzyko odejścia personelu – Odejście zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy.



## Prognozy na 2Q23/24 (kalendarzowy 4Q23)

Skarbiec Holding kontynuuje realizację działań restrukturyzacyjnych, co powinno sprzyjać kontroli kosztów administracyjnych w spółce. W 2Q23/24 zakładamy także wyraźny wzrost przychodów z opłaty stałej dzięki dobrym wynikom zarządzanych funduszy, rosnącym AUM, napływowi oraz sprzyjającym rynkom kapitałowym. Przy oczekiwanej opłacie zmiennej na poziomie PLN 4.2m spodziewamy się zysku netto w wysokości PLN 2.0m.

- Na koniec 4Q23 **aktywa pod zarządzaniem** Skarbiec TFI wyniosły PLN 5,884m (23% r/r, 9% kw/kw). Wzrost w ujęciu rocznym był wynikiem rosnących aktywów funduszy akcyjnych i mieszanych (31% r/r), wyższych AUM funduszy dłużnych (14% r/r), a także portfeli zarządzanych funduszy (30% r/r). Spadek aktywów zanotowały jedynie fundusze dedykowane (-55% r/r). Podobne trendy były widoczne w ujęciu kwartalnym – aktywa funduszy akcji i mieszanych wzrosły o 15% kw/kw, portfeli zarządzanych funduszy o 12% kw/kw, funduszy dłużnych o 2% kw/kw, a aktywa funduszy dedykowanych zmniejszyły się o -55% kw/kw.
- W 4Q23 **napływy netto** do Skarbiec TFI (bez portfeli) wyniosły PLN +17m (wobec PLN +28m w 3Q23 oraz PLN 83m w 2023 r.).
- W 4Q23 spodziewamy się **opłaty stałej** na poziomie PLN 15.0m (28% r/r, 4% kw/kw) wspomaganą przez rosnące AUM (23% r/r, 9% kw/kw). Zakładamy średnią marżę na AUM bez większych zmian w wysokości 1.06%. Spodziewamy się także PLN 4.2m **opłaty zmiennej**.
- Przy nieco wyższych **kosztach** (3% r/r, 11% kw/kw) oraz pozytywnych przychodach finansowych netto (PLN 1.9m vs. PLN 2.0m w 3Q23 oraz PLN 1.3m w 4Q22), oczekujemy, że **zysk netto** wyniesie PLN 2.0m (wobec PLN 0.1m w 3Q23 oraz wobec straty PLN -3.5m w 4Q22).

### Skarbiec TFI – AUM, 4Q22-4Q23 (kwartały kalendarzowe)

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	r/r	kw/kw
Akcji i mieszane	1 844	2 027	2 208	2 094	2 408	31%	15%
Dłużne	1 417	1 478	1 515	1 586	1 612	14%	2%
Dedykowane	124	121	125	125	56	-55%	-55%
Portfele	1 396	1 588	1 491	1 612	1 808	30%	12%
<b>Razem</b>	<b>4 781</b>	<b>5 213</b>	<b>5 340</b>	<b>5 417</b>	<b>5 884</b>	<b>23%</b>	<b>9%</b>

Źródło Spółka, prognozy Pekao Equity Research

### Skarbiec Holding – Prognoza wyników finansowych, 4Q22-4Q23e (kwartały kalendarzowe)

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23e	y/y	q/q
<b>Przychody ogółem</b>	14.3	13.3	14.4	15.0	19.4	35%	30%
- opłata stała	11.7	12.7	14.2	14.4	15.0	28%	4%
- opłata zmienna	1.5	0.4	0.7	0.4	4.2	188%	1070%
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-18.5</b>	<b>-16.5</b>	<b>-17.6</b>	<b>-17.1</b>	<b>-19.0</b>	3%	11%
<b>EBIT</b>	<b>-4.1</b>	<b>-3.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.1</b>	<b>0.4</b>	na	na
<b>EBITDA</b>	<b>-3.6</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.8</b>	<b>-1.6</b>	<b>0.9</b>	na	na
<b>Wynik brutto</b>	<b>-2.8</b>	<b>-1.4</b>	<b>-16.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.3</b>	na	na
<b>Wynik netto</b>	<b>-3.5</b>	<b>-1.2</b>	<b>-16.5</b>	<b>0.1</b>	<b>2.0</b>	na	na

Źródło Spółka, Pekao Equity Research



## Zmiana prognoz na lata 2024-25e

Obniżamy nasze prognozy AUM oraz opłaty stałej za zarządzanie dla Skarbca, ale zwiększamy jednocześnie nasze prognozy odnośnie do przychodów z opłaty zmiennej na najbliższe dwa lata. Przy nieznacznie niższych prognozach kosztów ogółem oraz wyższych prognozach przychodów finansowych netto obniżamy naszą prognozę zysku netto dla Skarbiec Holding o 27% w 2023/24e, (do PLN 3.0m), ale jednocześnie podwyższamy prognozę zysku netto o 51% w 2024/25e (do PLN 12.5m).

- Aby odzwierciedlić ostatnie trendy w zakresie AUM oraz przeniesienie aktywów wybranych funduszy do mBanku, ale także przejęcie parasolowego BPS FIO, obniżamy nasze prognozy średnich aktywów o 4% w 2023/24 oraz o 10% w 2024/25e. W rezultacie zmniejszamy nasze prognozy opłaty stałej o 1% w 2023/24e i o 6% w 2024/25e.
- Biorąc pod uwagę wyniki zarządzanych funduszy obniżamy naszą prognozę przychodów z opłaty zmiennej o 52% w 2023/24e. Zmiana statutu Skarbiec FIO skłoniła nas jednak do podwyższenia oczekiwanych przychodów z opłaty zmiennej o 77% w 2024/25e oraz o 45% w 2025/26e.
- Obniżamy nasze prognozy kosztów ogółem o -5% w 2023/24e, ale nasze prognozy kosztów na 2024/25e zostawiamy bez zmian. Przy zwiększonych oczekiwaniach dot. poziomu przychodów finansowych netto obniżamy naszą prognozę zysku netto dla Skarbiec Holding o 27% w 2023/24e, (do PLN 3.0m), ale jednocześnie podwyższamy prognozę zysku netto o 51% w 2024/25e (do PLN 12.5m).

### Skarbiec Holding – Zmiana prognoz na lata 2024-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023/24e			2024/25e			2025/26e		
	Poprzednie	Obecne	Zmiana (%)	Poprzednie	Obecne	Zmiana (%)	Poprzednie	Obecne	Zmiana (%)
<b>Przychody</b>	<b>74.6</b>	<b>67.9</b>	<b>-9%</b>	<b>88.5</b>	<b>92.1</b>	<b>4%</b>	<b>99.2</b>	<b>95.4</b>	<b>-4%</b>
Wynagrodzenie stałe	62.3	61.6	-1%	76.7	71.8	-6%	87.4	78.6	-10%
Wynagrodzenie zmienne	11.5	5.6	-52%	11.0	19.5	77%	11.0	16.0	45%
Pozostałe	0.8	0.8	-3%	0.8	0.8	0%	0.8	0.8	0%
<b>Koszty ogółem</b>	<b>75.7</b>	<b>72.0</b>	<b>-5%</b>	<b>82.8</b>	<b>83.0</b>	<b>0%</b>	<b>88.5</b>	<b>86.7</b>	<b>-2%</b>
Amortyzacja	2.1	2.1	-1%	2.2	2.3	4%	2.2	2.3	4%
Koszty dystrybucji	26.5	26.2	-1%	32.8	30.5	-7%	37.6	33.8	-10%
Koszty osobowe	24.7	19.7	-21%	25.7	26.0	1%	26.2	25.8	-1%
Pozostałe	22.4	24.0	7%	22.1	24.2	10%	22.5	24.7	10%
<b>EBIT</b>	<b>-1.1</b>	<b>-4.1</b>	<b>Na</b>	<b>5.7</b>	<b>9.1</b>	<b>59%</b>	<b>10.7</b>	<b>8.8</b>	<b>-18%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.0</b>	<b>-2.0</b>	<b>Na</b>	<b>7.9</b>	<b>11.4</b>	<b>44%</b>	<b>12.9</b>	<b>11.1</b>	<b>-14%</b>
Zysk brutto	4.7	3.4	-29%	10.2	15.3	50%	14.3	13.3	-7%
Podatek dochodowy	-0.7	-0.4	-38%	-1.9	-2.8	47%	-2.7	-2.5	-7%
<b>Zysk netto</b>	<b>4.1</b>	<b>3.0</b>	<b>-27%</b>	<b>8.3</b>	<b>12.5</b>	<b>51%</b>	<b>11.6</b>	<b>10.8</b>	<b>-7%</b>
AUM (na koniec okresu)	6 465	5 994	-7%	7 486	6 549	-13%	8 253	7 008	-15%
AUM (średnie)	5 903	5 667	-4%	6 976	6 271	-10%	7 870	6 778	-14%

Źródło Spółka, prognozy Pekao Equity Research



## Ostatnie wydarzenia

### Propozycja konsolidacji rynku ze strony Quercus TFI

W styczniu 2024 r. dziennik Puls Biznesu informował, że Quercus TFI złożył propozycję konsolidacji przez przejęcie spółkom Skarbiec TFI oraz Esaliens TFI. Według Pulsu Biznesu Quercus zaproponował parytet wymiany akcji na poziomie 2.8 akcji Quercus TFI za 1 akcją Skarbca oraz 3.3 akcje Quercus TFI za 1 akcją Esaliens TFI, co miało implikować wycenę (w tamtym czasie) Quercus TFI, Skarbiec TFI oraz Esaliens TFI na poziomie odpowiednio PLN 320/114/97m. Po konsolidacji Quercus TFI miał dysponować aktywami pod zarządzaniem w wysokości PLN 11.1mld wobec PLN 3.8 mld w listopadzie 2023 r. oraz wobec AUM Skarbiec TFI/Esaliens TFI w wysokości odpowiednio PLN 3.9/3.4 mld.

W oświadczeniu opublikowanym jeszcze tego samego dnia Skarbiec Holding poinformował, że nie prowadzi rozmów w sprawie ewentualnej konsolidacji z Quercus TFI, a wspomniany parytet wymiany akcji nie odzwierciedla wartości Skarbiec Holding ani jego potencjału rozwoju.

### Aktywa pod zarządzaniem w styczniu w górę 18% r/r (0% m/m)

W styczniu aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wzrosły o 18% r/r (0% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych zwiększyły się o 21% r/r (0% m/m), AUM funduszy dłużnych wzrosły o 15% r/r (4% m/m), aktywa portfeli zwiększyły się o 23% r/r (-4% m/m), a funduszy dedykowanych spadły -53% r/r (0% m/m).

### Skarbiec TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Cze-23	Lip-23	Sie-23	Wrz-23	Paź-23	Lis-23	Gru-23	Sty-24
<b>AuM</b>	<b>5 340</b>	<b>5 490</b>	<b>5 426</b>	<b>5 417</b>	<b>5 465</b>	<b>5 728</b>	<b>5 884</b>	<b>5 876</b>
- r/r	5%	8%	8%	13%	16%	21%	23%	18%
- m/m	3%	3%	-1%	0%	1%	5%	3%	0%
Akcji/mieszane	2 208	2 340	2 220	2 094	2 067	2 307	2 408	2 405
- r/r	9%	12%	6%	11%	8%	21%	31%	21%
- m/m	4%	6%	-5%	-6%	-1%	12%	4%	0%
Dłużne	1 515	1 524	1 562	1 586	1 561	1 576	1 612	1 678
- r/r	6%	2%	6%	8%	12%	12%	14%	15%
- m/m	0%	1%	2%	1%	-2%	1%	2%	4%
Dedykowane	125	121	125	125	125	125	56	56
- r/r	-11%	-14%	-10%	-9%	-7%	-8%	-55%	-53%
- m/m	4%	-4%	4%	0%	0%	-1%	-55%	0%
Portfele	1 491	1 505	1 518	1 612	1 712	1 720	1 808	1 737
- r/r	1%	11%	14%	23%	32%	34%	30%	23%
- m/m	4%	1%	1%	6%	6%	1%	5%	-4%

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

### Zmiana statutu Skarbiec FIO

Z początkiem stycznia 2024 r. nastąpiła zmiana statutu Skarbiec FIO. Kluczowa zmiana to nowa data/punkt odciążenia kalkulacji opłaty zmiennej (1 stycznia 2023 r.).

### Przejęcie funduszu parasolowego BPS FIO z aktywami PLN 140m

Z końcem grudnia 2023 Skarbiec TFI informował o przejęciu parasolowego BPS FIO (BPS FIO Konserwatywny, BPS FIO Obligacji, BPS FIO Stabilnego Wzrostu i BPS FIO Akcji) z aktywami PLN 140m i produktami PPE, PPI, IKE, IKZE.



## 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 33.0/na akcję (40% potencjał wzrostu).

### Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

DCF	37.9
Wycena porównawcza	12.1
Średnia ważona	32.7
<b>Cena docelowa</b>	<b>33.0</b>
Cena rynkowa	23.6
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>40%</b>

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.5% (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 cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 37.9/akcję.

### Skarbiec Holding – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	Terminal
Przychody	68	92	95	98	100	102	104
- zmiana r/r		36%	4%	3%	2%	2%	2%
EBIT	-4	9	9	9	9	9	11
- zmiana r/r		na	-4%	3%	2%	2%	22%
Podatek	1	-2	-2	-2	-2	-2	-2
NOPLAT	-4	7	7	7	7	8	9
- zmiana r/r		na	na	3%	2%	2%	22%
D&A	2	2	2	2	2	2	2
- zmiana r/r		8%	3%	3%	0%	0%	0%
Capex	-3	-3	-3	-3	-2	-2	-2
- zmiana r/r		2%	2%	2%	-19%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	1	0	0	1	1	1	1
<b>FCF</b>	<b>-3</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>
<b>DFCF</b>	<b>-3</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
Suma zdyskontowanych FCF	24						
Zdysk. wartość rezydualna	104						
<b>Enterprise value</b>	<b>128</b>						
Dług netto (2022/23e)	-131						
<b>Equity value</b>	<b>258</b>						
Liczba akcji (m)	6.8						
<b>Target price (PLN)</b>	<b>37.9</b>						
Cena rynkowa (PLN) – 14 lutego 2024	23.6						
<b>Potencjał wzrostu</b>	<b>61%</b>						

Źródło: Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Kalkulacja WACC**

	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	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
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>8.7%</b>
Koszt długu	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	7.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.7%</b>
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>8.7%</b>

Źródło: Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Wrażliwość wyceny DCF na stopę wolną od ryzyka oraz Beta**

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
		2.5%	3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
Beta	0.7	47.6	46.6	45.6	44.7	43.8	42.9	42.1
	0.8	44.6	43.7	42.8	42.0	41.2	40.4	39.7
	0.9	42.0	41.2	40.5	39.7	39.0	38.4	37.7
	1.0	39.9	39.2	38.5	37.9	37.2	36.6	36.1
	1.1	38.1	37.5	36.9	36.3	35.7	35.2	34.7
	1.2	36.6	36.0	35.5	34.9	34.4	33.9	33.5
	1.3	35.3	34.8	34.3	33.8	33.3	32.9	32.4

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 (%)						
		2.5%	3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
Premia za ryzyko	3%	42.5	41.6	40.9	40.1	39.4	38.7	38.0
	4%	41.6	40.8	40.0	39.3	38.6	38.0	37.3
	5%	40.7	40.0	39.3	38.6	37.9	37.3	36.7
	6%	39.9	39.2	38.5	37.9	37.2	36.6	36.1
	7%	39.2	38.5	37.8	37.2	36.6	36.0	35.5
	8%	38.4	37.8	37.1	36.6	36.0	35.4	34.9
	9%	37.7	37.1	36.5	35.9	35.4	34.9	34.4

Źródło: Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Wycena porównawcza\***

	2024e	2025e
Średnia spółek zagranicznych	13.1	11.9
Skarbiec Holding* C/Z	12.9	15.0
Premia/dyskonto do średniej	-1%	26%
Implikowana wycena	5.7	21.8
Waga	60%	40%
<b>Wycena</b>	<b>12.1</b>	

\* Rok obrotowy 2023/24e oraz 2024/25e Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research





Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2024-2025e implikuje cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 12.1/akcję.

**Skarbiec Holding – Wycena porównawcza**

	Country	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Dividend yield	
				2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 834	51 246	18.3	19.2	1.7	1.8	10%	10%	8%	8%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	4 606	156 067	12.7	13.0	5.2	4.8	40%	36%	5%	6%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	543	56 701	10.3	11.2	0.5	0.5	5%	5%	6%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	3 309	133 788	7.0	6.0	1.3	1.2	21%	23%	6%	6%
SCHRODERS PLC	GB	7 535	696 332	11.2	10.2	1.4	1.3	12%	13%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 865	608 008	7.3	7.0	1.4	1.3	18%	17%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	US	3 576	655 459	11.2	9.8	na	na	7%	9%	9%	11%
APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC	US	58 288	588 192	13.0	11.2	3.6	2.7	43%	28%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	US	3 093	135 726	13.0	11.8	na	na	na	na	7%	7%
BLACKROCK INC	US	108 858	9 046 452	19.4	17.1	2.8	2.6	15%	16%	3%	3%
BLACKSTONE INC	US	142 247	940 159	23.6	19.5	11.4	10.5	57%	63%	3%	4%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	14 628	385 027	10.9	9.6	2.2	1.9	23%	25%	4%	4%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	12 945	1 299 111	9.1	8.2	0.5	0.5	6%	7%	6%	6%
KKR & CO INC	US	79 289	499 639	19.3	15.8	2.8	2.4	17%	17%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	21 913	1 305 586	13.4	13.2	2.4	2.4	17%	18%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 714	11 300	12.8	11.7	1.2	1.2	9%	10%	6%	6%
AMP LTD	AU	1 775	94 859	14.6	11.6	0.7	0.7	6%	7%	4%	6%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	900	180 194	8.5	8.4	0.7	0.7	8%	9%	7%	8%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

## ESG rating

### Skarbiec Holding – Podsumowanie ratingu ESG

	E	S	G
Wynik	1.00	1.00	1.31
Waga	30%	40%	30%
<b>Wynik ESG</b>	<b>1.09</b>		
<b>Rating ESG</b>	<b>B</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)
<b>Wynik ESG</b>	1.5	2	<b>A</b>	-15.00%
	1	1.5	<b>B</b>	-7.50%
	0.5	1	<b>C</b>	0%
	0	0.5	<b>D</b>	15.00%

Źródło: Pekao Equity Research

## Prognozy finansowe

### Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2021/22-2026/27e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
EPS skorygowany	1.4	-3.6	0.4	1.8	1.6	1.6
Przychody	94.8	55.6	67.9	92.1	95.4	98.4
Marża zysku brutto	14%	-41%	5%	17%	14%	14%
EBIT	13.4	-13.3	-4.1	9.1	8.8	9.0
EBITDA	15.2	-11.3	-2.0	11.4	11.1	11.4
Wynik netto	9.5	-24.8	3.0	12.5	10.8	11.0
Dług netto	-73.2	-130.6	-94.4	-96.1	-96.2	-96.6
BPS	29.3	25.7	26.1	28.0	29.5	31.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	5%	-13%	2%	7%	5%	5%
ROA	4%	-12%	2%	6%	5%	5%
D&A	1.8	2.0	2.1	2.3	2.3	2.4
FCF	14.7	-21.4	-3.0	7.2	7.0	7.3
CAPEX	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

### Skarbiec Holding – P&L, 2021/22-2026/27e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
<b>Przychody</b>	<b>94.8</b>	<b>55.6</b>	<b>67.9</b>	<b>92.1</b>	<b>95.4</b>	<b>98.4</b>
<b>Koszty ogółem</b>	<b>79.4</b>	<b>68.8</b>	<b>72.0</b>	<b>83.0</b>	<b>86.7</b>	<b>89.3</b>
<b>EBIT</b>	<b>13.4</b>	<b>-13.3</b>	<b>-4.1</b>	<b>9.1</b>	<b>8.8</b>	<b>9.0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15.2</b>	<b>-11.3</b>	<b>-2.0</b>	<b>11.4</b>	<b>11.1</b>	<b>11.4</b>
Przychody finansowe netto	0.2	5.9	7.5	6.2	4.5	4.5
<b>Zysk brutto</b>	<b>13.6</b>	<b>-23.1</b>	<b>3.4</b>	<b>15.3</b>	<b>13.3</b>	<b>13.5</b>
Podatek dochodowy	-4.2	-1.8	-0.4	-2.8	-2.5	-2.6
<b>Zysk netto</b>	<b>9.5</b>	<b>-24.8</b>	<b>3.0</b>	<b>12.5</b>	<b>10.8</b>	<b>11.0</b>

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

### Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2021/22-2026/27e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
AUM (PLNm)	5 070	5 340	5 994	6 549	7 008	7 192
Zmiana r/r (%)	-26%	5%	12%	9%	7%	3%
Średnie AUM (PLNm)	5 941	5 205	5 667	6 271	6 778	7 100
Zmiana r/r (%)	0%	-12%	9%	11%	8%	5%
Marża zysku netto (%)	10.0%	-44.6%	4.4%	13.6%	11.3%	11.2%
Marża na średnich AUM (%)	0.2%	-0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Bilans, 2021/22-2026/27e**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>64.9</b>	<b>48.6</b>	<b>50.9</b>	<b>51.5</b>	<b>52.1</b>	<b>52.7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4.1	3.0	3.6	4.2	4.8	5.3
Wartości niematerialne	5.4	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
Wartość firmy	51.8	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	3.6	1.8	3.4	3.5	3.5	3.6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>163</b>	<b>145</b>	<b>147</b>	<b>159</b>	<b>170</b>	<b>180</b>
Należności z tytułu dostaw i usług	8.1	9.3	8.5	8.6	8.6	8.6
Aktywa finansowe FVPL	80.3	33.1	42.6	53.1	63.6	74.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	73.2	102.5	94.4	96.1	96.2	96.6
Pozostałe	1.5	0.5	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Aktywa razem</b>	<b>228</b>	<b>194</b>	<b>197</b>	<b>210</b>	<b>222</b>	<b>233</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>200</b>	<b>175</b>	<b>178</b>	<b>191</b>	<b>202</b>	<b>213</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
Rezerwy	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Z tytułu leasingu finansowego	2.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>25.7</b>	<b>17.4</b>	<b>18.0</b>	<b>18.5</b>	<b>19.0</b>	<b>19.5</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług i pozostałe	20.3	15.2	15.8	16.2	16.7	17.2
Pozostałe	5.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>Kapitał własny i zobowiązania</b>	<b>228</b>	<b>194</b>	<b>197</b>	<b>210</b>	<b>222</b>	<b>233</b>

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

**Skarbiec Holding – Cash flow, 2021/22-2026/27e**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Zysk netto	9.5	-24.8	3.0	12.5	10.8	11.0
Amortyzacja	1.8	2.0	2.1	2.3	2.3	2.4
Pozostałe	5.5	9.2	-0.8	0.4	0.5	0.5
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>16.7</b>	<b>-13.6</b>	<b>4.2</b>	<b>15.1</b>	<b>13.6</b>	<b>13.9</b>
Saldo aktywów finansowych	-66.0	46.2	-9.5	-10.5	-10.5	-10.5
Nakłady inwestycyjne	-2.7	-2.8	-2.8	-2.8	-2.9	-2.9
Pozostałe	0.2	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash flow inwestycyjny</b>	<b>-68.5</b>	<b>44.3</b>	<b>-12.3</b>	<b>-13.3</b>	<b>-13.4</b>	<b>-13.4</b>
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-1.6	-1.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Cash flow finansowy</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>73.2</b>	<b>102.5</b>	<b>94.4</b>	<b>96.1</b>	<b>96.2</b>	<b>96.6</b>

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 15 LUTEGO O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 16 LUTEGO 2024 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. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 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](http://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](http://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.

#### **UJAWNIA 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:

<b>Imię i nazwisko</b>	<b>Stanowisko</b>	<b>Instrument</b>	<b>Liczba akcji</b>	<b>Pozycja (długa/krótka)</b>	<b>Średnia cena transakcji</b>	<b>Daty transakcji</b>
Michał Fidelus	Ekspert, Analityk	Skarbiec Holding	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

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

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są 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 Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy