

Skarbiec Holding

Wiąż niedoceniany

Podwyższamy 12M cenę docelową dla Skarbiec Holding do PLN 34.0/akcję z PLN 33.0 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Skarbiec opublikował dobre wyniki za 3Q23/24, środowisko rynkowe sprzyja, spółka kontynuuje działania restrukturyzacyjne, a zarządzane fundusze osiągają konkurencyjne stopy zwrotu. Ponadto, Skarbiec może powrócić do wypłaty dywidendy. Uważamy, że obecna kapitalizacja (PLN 155m) nie odzwierciedla adekwatnie bilansu spółki oraz możliwości powrotu do generowania zysków w najbliższej przyszłości.

Lepsze od oczekiwań wyniki za 1Q24 (kalendarzowy) – W 3Q23/24 zysk netto wyniósł PLN 2.5m i przebił nasze oczekiwania (PLN 0.7m) na skutek wyższej niż zakładana opłaty zmiennej. Pozytywnie zaskoczył również podatek dochodowy Aktywa pod zarządzaniem wzrosły 20% r/r.

Prognozy na 2024/25e – Zmiany w zakresie oczekiwanych AUM, wyniki finansowe spółki za 3Q23/24 oraz wyniki zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia prognozy zysku netto o 38% w 2023/24e oraz obniżenia o 14% w okresie kolejnych 12 miesięcy. Zwracamy uwagę, że od 2026 rok obrotowy będzie zgodny z kalendarzowym.

Opłata zmienna to nie tylko SSW – Na koniec 3Q23/24 należności warunkowe z tyt. opłaty zmiennej wyniosły PLN 25m. Pozycja ta jest bardzo zmienna, jednak zwracamy uwagę na potencjał do przebicia naszych prognoz w tym zakresie. Na koniec maja to nie *Skarbiec Spółek Wzrostowych (SSW)* odpowiadała za rezerwę na success fee, ale inne fundusze, w tym *Skarbiec Małych i Średnich Spółek*, czy *Skarbiec Akcja*.

Powrót do dywidend? – W przypadku pozytywnego wyniku operacyjnego oraz braku przejęć Skarbiec może powrócić do wypłaty dywidendy. Z zysków za 2024/25e rok oczekujemy 50% wskaźnika wypłaty, co implikuje DPS PLN 1.4 oraz stopę dywidendy 6.3%.

MCAP bliski gotówki – Na koniec marca Skarbiec miał c. PLN 125m gotówki i ekwiwalentów. Uważamy, że obecna kapitalizacja na poziomie PLN 155m nie odzwierciedla adekwatnie bilansu i możliwości powrotu do generowania zysków przez spółkę.

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

Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2021/22-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
Przychody	94.8	55.6	71.5	132.2	90.2	94.6
EBITDA	15.2	-11.3	-0.2	19.0	7.9	9.9
Zysk netto	9.5	-24.8	4.1	19.6	8.6	9.6
- zmiana r/r (%)	-84%	na	na	378%	-56%	11%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	5.6%
P/E (x)	16.4	na	38.0	7.9	18.0	16.3
P/BV	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

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

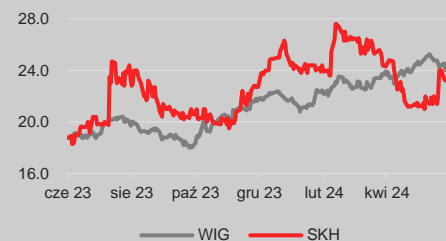
Kupuj (raport aktualizujący)

Cena docelowa **PLN 34.0**

Potencjał wzrostu **+49%**
 Cena z 7 czerwca 2024 **PLN 22.8**

Rating ESG **C**
Ocena końcowa ESG **0.97**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

AUM Cze'24 **5-10 lipca**

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg **SKH PW**
 Free float (%) **27.6**
 MCAP (PLNm) **155**
 Liczba akcji (mn) **6.8**

Akcjonariusze

LCI oraz Aoram **48.3%**
 Juroszek Holding **11.5%**
 TFI Quercus **7.6%**
 PKO Bankowy OFE **5.0%**
 Other **32.6%**

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

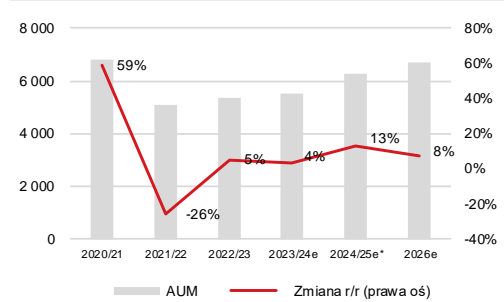
Kluczowe dane	3
Omówienie wyników za 3Q23/24	4
Aktualizacja prognoz	5
Ostatnie wydarzenia	6
Wycena	7
Rating ESG	9
Prognozy finansowe	10
DISCLAIMER.....	12

Kluczowe dane

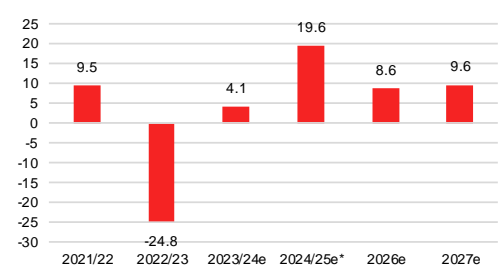
Rachunek wyników	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
Przychody	94.8	55.6	71.5	132.2	90.2	94.6
Wynagrodzenie stałe	78.4	52.0	61.6	99.4	74.0	78.1
Wynagrodzenie zmienne	15.0	2.5	9.3	31.6	14.9	15.2
Pozostałe	1.4	1.1	0.6	1.2	1.3	1.3
Koszty ogółem	79.4	68.8	74.4	117.7	85.0	87.4
Amortyzacja	1.8	2.0	2.6	4.4	2.7	2.8
Koszty dystrybucji	32.2	22.5	26.4	42.3	31.4	32.8
Koszty osobowe	20.0	19.6	19.1	36.1	24.5	25.4
Pozostałe	25.4	24.7	26.3	34.9	26.4	26.5
EBIT	13.4	-13.3	-2.8	14.6	5.2	7.2
EBITDA	15.2	-11.3	-0.2	19.0	7.9	9.9
Przychody finansowe netto	0.2	5.9	6.8	8.4	4.7	4.1
Zysk brutto	13.6	-23.1	4.0	23.0	9.9	11.3
Podatek dochodowy	-4.2	-1.8	0.1	-3.4	-1.3	-1.7
Zysk netto	9.5	-24.8	4.1	19.6	8.6	9.6
Bilans	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
Aktywa trwałe	64.9	48.6	50.4	49.6	50.2	50.9
Rzeczowe aktywa trwałe	4.1	3.0	2.9	1.7	1.9	2.2
Wartości niematerialne	5.4	7.7	7.9	8.3	8.6	9.0
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
Aktywa obrotowe	163	145	148	169	168	169
Należności z tytułu dostaw i usług	8.1	9.3	11.0	10.2	10.2	10.2
Aktywa finansowe FVPL	80.3	33.1	42.6	53.1	63.6	74.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	73.2	102.5	93.4	104.6	92.8	83.1
Pozostałe	1.5	0.5	1.1	1.1	1.1	1.1
Aktywa razem	228	194	199	219	218	219
Kapitał własny	200	175	179	199	198	199
Zobowiązania długoterminowe	2.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
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
Zobowiązania krótkoterminowe	25.7	17.4	18.0	18.5	19.0	19.5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	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
Kapitał własny i zobowiązania	228	194	199	219	218	219
Rachunek przepływów pieniężnych	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
Zysk netto	9.5	-24.8	4.1	19.6	8.6	9.6
Amortyzacja	1.8	2.0	2.6	4.4	2.7	2.8
Pozostałe	5.5	9.2	-3.1	1.3	0.5	0.5
Cash flow operacyjny	16.7	-13.6	3.5	25.3	11.9	12.9
Saldo aktywów finansowych	-66.0	46.2	-9.5	-10.5	-10.5	-10.5
Nakłady inwestycyjne	-2.7	-2.8	-2.8	-3.5	-3.3	-3.4
Pozostałe	0.2	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	-68.5	44.3	-12.3	-14.0	-13.8	-13.9
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	-9.8	-8.6
Pozostałe	-1.6	-1.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
Cash flow finansowy	-1.6	-1.5	-0.3	-0.1	-9.9	-8.7
Środki pieniężne	73.2	102.5	93.4	104.6	92.8	83.1
Wybrane dane	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
AUM (PLNm)	5 070	5 340	5 532	6 251	6 727	6 972
Zmiana r/r (%)	-26%	5%	4%	13%	8%	4%
Średnie AUM (PLNm)	5 941	5 205	5 436	5 891	6 489	6 850
Zmiana r/r (%)	0%	-12%	4%	8%	10%	6%
ROE (%)	5%	-13%	2%	10%	4%	5%
ROA (%)	4%	-12%	2%	9%	4%	4%
Marża zysku netto (%)	10%	-45%	6%	15%	10%	10%
Marża na średnich AUM (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	0%	50%	100%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	5.6%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
P/E (x)	16.4	na	38.0	7.9	18.0	16.3
P/BV (x)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

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

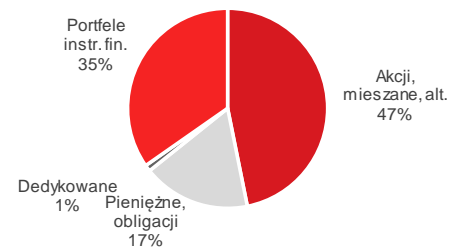
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



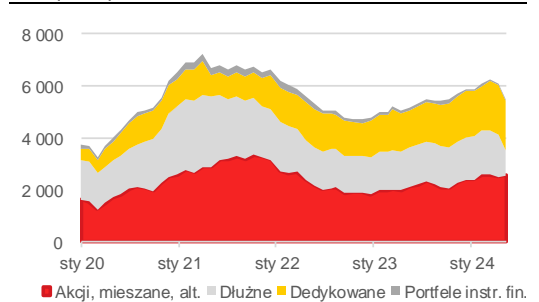
Wynik netto (PLNm)



Struktura aktywów (%)



AUM (PLNm)



Kluczowe czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji i wyceny:

1) Ryzyko M&A – Przejęcia mogą nie nastąpić szybko lub generować niższe synergije, 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 motywowac 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.



Omówienie wyników 3Q23/24

W 3Q2023/24 (kalendarzowym 1Q24) Skarbiec Holding wykazał zysk netto PLN 2.5m wobec naszych oczekiwań PLN 0.7m głównie za sprawą wyższej od oczekiwań opłaty zmiennej. Lekko pozytywnie zaskoczyła również efektywna stopa podatkowa (pozytywny podatek), koszty były 6% wyższe od naszych założeń. Wyniki spółki za 1Q24 odbieramy pozytywnie głównie ze względu na wysoką opłatę zmienną. Jednocześnie spółka kontynuuje procesy restrukturyzacyjne i optymalizacyjne po stronie kosztów. Wyniki Skarbca w najbliższych kwartałach będą determinowane głównie przez trendy rynkowe, wyniki zarządzanych funduszy oraz poziom aktywów pod zarządzaniem.

- **W 3Q2023/24 (kalendarzowym 1Q24) Skarbiec Holding wykazał zysk netto PLN 2.5m** wobec naszych oczekiwań PLN 0.7m (oraz vs. PLN -0.2/-1.2m straty w 4Q23/1Q23). Lepszy od oczekiwań wynik netto był efektem wyższych przychodów ogółem (+14% vs. nasze założenia), głównie za sprawą lepszych przychodów z tytułu opłaty zmiennej. Spółka wykazała również pozytywny podatek. Koszty były 6% wyższe od naszych założeń.
- **Przychody z opłaty stałej** wzrosły 23% r/r (1% kw/kw) i były 3% niższe od naszych założeń przy średniej marży na AUM w wys. 1.04% (vs. 1.10/1.02% w 4Q23/ 1Q23). Wzrost opłaty stałej był pochodną rosnących AUM (20% r/r, 6% kw/kw), jak również wyższego udziału funduszy akcji/mieszanych w AUM ogółem (42% w 1Q24 vs. 41% w 4Q23 oraz 39% w 1Q23).
- **Przychody z opłaty zmiennej** w 1Q24 wyniosły PLN 3.5m (wobec PLN 2.9m w 4Q23 oraz PLN 0.4m w 1Q23) wobec naszych oczekiwań na poziomie PLN 0.4m. Należności warunkowe z tyt. opłaty zmiennej wyniosły PLN 25.3m.
- **Koszty dystrybucji** wyniosły PLN 6.8m (25% r/r, 4% kw/kw) i stanowiły 44% opłaty stałej (wobec 42% w 4Q23 oraz 43% w 1Q23). Koszty HR spadły -3% r/r (+11% kw/kw), a pozostałe koszty zwiększyły się o 14% r/r (-24% kw/kw).
- W 1Q24 **aktywa pod zarządzaniem** Skarbiec TFI wyniosły PLN 6,252m (20% r/r, 6% kw/kw). Aktywa funduszy akcji/mieszanych wzrosły 29% r/r, funduszy dłużnych 16% r/r, a portfele instr. fin. 19% r/r. Aktywa funduszy dedykowanych spadły -53% r/r. W ujęciu kwartalnym AUM funduszy akcji/mieszanych wzrosły o 8% kw/kw, funduszy dłużnych o 6% kw/kw, portfele instr. fin. o 4% kw/kw, a funduszy dedykowanych pozostały bez zmian.
- W 1Q24 **napływy netto** do funduszy Skarbiec TFI (bez portfeli instr. fin.) wyniosły PLN +15m vs. PLN +17m w 4Q23 oraz PLN +83m w całym 2023 r.

Skarbiec Holding – Wyniki finansowe, 1Q23-1Q24 (kwartały kalendarzowe)

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	r/r	kw/kw	Pekao	vs. Pekao
Przychody ogółem	13.3	14.4	15.0	18.6	19.2	44%	3%	16.9	14%
- opłata stała	12.7	13.4	14.4	15.5	15.7	23%	1%	16.3	-3%
- opłata zmienna	0.4	0.7	0.4	2.9	3.5	773%	20%	0.4	773%
Koszty ogółem	-16.5	-17.6	-17.1	-19.8	-18.8	14%	-5%	-17.6	6%
EBIT	-3.2	-3.3	-2.1	-1.0	0.4	na	na	-0.8	na
EBITDA	-2.7	-2.8	-1.6	-0.5	1.2	na	na	-0.3	na
Przychody finansowe netto	1.8	2.4	2.0	1.4	1.7	na	na	1.6	6%
Wynik brutto	-1.4	-16.6	-0.1	0.4	2.1	na	383%	0.8	163%
Wynik netto	-1.2	-16.5	0.1	-0.2	2.5	na	na	0.7	284%

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

Zmiana prognoz na lata 2024-25e

Obniżamy nasze oczekiwania w zakresie AUM, ale jednocześnie podwyższmy prognozy przychodów z opłaty zmiennej. Przy braku istotnych zmian w zakresie kosztów i przychodów finansowych netto, a jednocześnie biorąc pod uwagę nieco niższą oczekiwaną efektywną stopę podatkową, oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 4.1m w 2023/24e (rewizja w górę o 38%) oraz PLN 10.7m w okresie kolejnych 12M (rewizja w dół o 14%).

- W ostatnim wywiadzie dla PAP Prezes Piotr Szulec poinformował, że od 2026 r. rok obrotowy spółki będzie się pokrywał z rokiem kalendarzowym. W rezultacie rok 2024/25e będzie składał się z 6 kwartałów kalendarzowych (od lip'24 do gru'25). Poniżej przedstawiamy zmiany prognoz na rok obrotowy 2023/24e oraz na okres kolejnych 12 miesięcy kończący się w Cze'25.
- Uwzględniając ostatnie trendy w zakresie aktywów pod zarządzaniem oraz przeniesienie wybranych funduszy do mBanku, obniżamy nasze prognozy średnich AUM o 4% w 2023/24 oraz o 9% w okresie kolejnych 12M. Nasza prognoza opłaty stałej na 2023/24e pozostaje bez zmian, ale obniżamy nasze oczekiwania w tym zakresie na kolejne 12M o 10%.
- Wyższa od oczekiwanej opłata zmienna w 3Q23/24 oraz wyniki zarządzanych funduszy inwestycyjnych skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz przychodów z opłaty zmiennej o 68% w 2023/24e oraz o 3% na okres kolejnych 12M.
- Podwyższamy nasze prognozy kosztów o 3% w 2023/24e oraz obniżamy naszą prognozę w tym zakresie o 4% na okres kolejnych 12M. Przy nieznacznie obniżonych oczekiwaniach dot. przychodów finansowych netto oraz niższej oczekiwanej efektywnej stopie podatkowej oczekujemy, że zysk netto Skarbiec Holding wyniesie PLN 4.1m w 2023/24e (rewizja w górę o 38%) oraz PLN 10.7m w okresie kolejnych 12M (rewizja w dół o 14%).

Skarbiec Holding – Zmiana prognoz

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023/24e			Okres 12M do Cze'25		
	Poprzednie	Obecne	Zmiana (%)	Poprzednie	Obecne	Zmiana (%)
Przychody	67.9	71.5	5%	92.1	85.6	-7%
Wynagrodzenie stałe	61.6	61.6	0%	71.8	64.8	-10%
Wynagrodzenie zmienne	5.6	9.3	68%	19.5	20.0	3%
Koszty ogółem	72.0	74.4	3%	83.0	79.5	-4%
Amortyzacja	2.1	2.6	23%	2.3	2.9	31%
Koszty dystrybucji	26.2	26.4	1%	30.5	27.5	-10%
Koszty osobowe	19.7	19.1	-3%	26.0	24.7	-5%
Pozostałe	24.0	26.3	10%	24.2	24.3	0%
EBIT	-4.1	-2.8	-33%	9.1	6.2	-33%
EBITDA	-2.0	-0.2	-91%	11.4	9.1	-20%
Przychody finansowe netto	7.5	6.8	-9%	6.2	5.8	-6%
Zysk brutto	3.4	4.0	19%	15.3	12.0	-22%
Podatek dochodowy	-0.4	0.1	na	-2.8	-1.3	-54%
Zysk netto	3.0	4.1	38%	12.5	10.7	-14%
AUM (na koniec okresu)	6 465	5 532	-8%	6 549	5 896	-10%
AUM (średnie)	5 667	5 436	-4%	6 271	5 714	-9%

Źródło Spółka, prognozy Pekao Equity Research



Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem w maju w górę 6% r/r (-10% m/m)

W maju aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wzrosły o 6% r/r (-10% m/m). Aktywa funduszy akcji i mieszanych zwiększyły się o 21% r/r (3% m/m), AUM funduszy dłużnych zmniejszyły się -37% r/r (-42% m/m) na skutek transferu wybranych funduszy do mBanku, aktywa portfeli zwiększyły się o 33% r/r (0% m/m), a funduszy dedykowanych spadły -53% r/r (0% m/m).

Skarbiec TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Gru-23	Sty-24	Lut-24	Mar-24	Kwi-24	Maj-24
AuM	5 884	5 876	6 063	6 252	6 094	5 483
- r/r	23%	18%	21%	20%	21%	6%
- m/m	3%	0%	3%	3%	-3%	-10%
Akcji/mieszane	2 408	2 405	2 601	2 605	2 498	2 568
- r/r	31%	21%	30%	29%	26%	21%
- m/m	4%	0%	8%	0%	-4%	3%
Dłużne	1 612	1 678	1 696	1 709	1 641	955
- r/r	14%	15%	16%	16%	10%	-37%
- m/m	2%	4%	1%	1%	-4%	-42%
Dedykowane	56	56	56	56	56	56
- r/r	-55%	-53%	-53%	-53%	-53%	-53%
- m/m	-55%	0%	0%	0%	0%	0%
Portfele	1 808	1 737	1 709	1 882	1 899	1 903
- r/r	30%	23%	20%	19%	31%	33%
- m/m	5%	-4%	-2%	10%	1%	0%

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

Zakończenie współpracy z BM Pekao w zakresie dystrybucji

Biuro Maklerskie Pekao poinformowało, że z końcem września kończy współpracę z Skarbiec TFI w zakresie dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez to TFI.

Wywiad z prezesem Zarządu

Piotr Szulec, prezes Zarządu, w wywiadzie dla PAP (29 maja):

- W 2026 r. spółka może powrócić do wypłaty dywidendy, jeżeli wynik operacyjny za 2025 r. będzie pozytywny,
- Od 2026 r. spółka planuje zmienić rok obrotowy, aby był tożsamy z rokiem kalendarzowym,
- Pełne efekty prowadzonych działań optymalizacyjnych, w tym redukcji kosztów, będą widoczne za kilka-kilkanaście miesięcy,
- Nie ma obecnie rozmów z Quercus TFI i Esaliens TFI w kontekście fuzji. Na krótkiej liście są 2-3 podmioty, którym Skarbiec się przygląda,
- Jesienią spółka planuje uruchomienie nowej cyfrowej platformy komunikacyjno-sprzedażowej,



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 34.0/na akcję (49% potencjał wzrostu).

Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

12M DCF	39.4
Wycena porównawcza	14.0
Średnia ważona	34.3
12M cena docelowa	34.0
Cena rynkowa	22.8
Potencjał wzrostu (%)	49%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. 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 3%. Nasz model DCF implikuje 12M cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 39.4/akcję.

Skarbiec Holding – Model DCF*

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal
Przychody	87	83	90	95	96	98	100
- zmiana r/r		-5%	9%	5%	2%	2%	2%
EBIT	6	8	5	7	7	7	9
- zmiana r/r		32%	-39%	40%	2%	2%	26%
Podatek	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
NOPLAT	7	7	4	6	6	6	8
- zmiana r/r	na	10%	-38%	40%	2%	2%	26%
D&A	3	3	3	3	3	3	3
- zmiana r/r		-4%	-7%	1%	0%	0%	0%
Capex	-3	-4	-3	-3	-3	-3	-3
- zmiana r/r		25%	-6%	2%	-19%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	-1	1	0	1	1	1	1
FCF	6	8	4	6	7	7	9
DFCF	5	6	3	4	4	4	5
Suma zdyskontowanych FCF	26						
Zdysk. wartość rezydualna	79						
Enterprise value	105						
Dług netto (2023)	-124						
Equity value - Dec 31 2023	229						
Liczba akcji (m)	6.8						
12M cena docelowa (PLN)	39.4						
Cena rynkowa (PLN) – 7 cze'24	22.8						
Potencjał wzrostu	73%						

* Dane za rok kalendarzowy obejmujący okres 12M każdego roku, Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Kalkulacja WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	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	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	9.0%
Koszt długu	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	7.0%
Koszt długu po podatki	8.9%	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	6.1%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	9.0%

Źródło: Pekao Equity Research

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

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
		2.7%	3.7%	4.7%	5.7%	6.7%	7.7%	8.7%
Beta	0.7	46.3	45.8	45.3	44.8	44.4	44.0	43.7
	0.8	43.8	43.4	43.0	42.6	42.3	42.0	41.7
	0.9	41.8	41.4	41.1	40.8	40.5	40.3	40.1
	1.0	40.1	39.8	39.6	39.4	39.1	38.9	38.8
	1.1	38.8	38.5	38.3	38.1	38.0	37.8	37.7
	1.2	37.6	37.4	37.3	37.1	37.0	36.9	36.8
	1.3	36.7	36.5	36.4	36.3	36.2	36.1	36.0

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 (%)						
		2.7%	3.7%	4.7%	5.7%	6.7%	7.7%	8.7%
Premia za ryzyko	3%	41.1	40.8	40.4	40.1	39.8	39.6	39.4
	4%	40.8	40.4	40.1	39.8	39.6	39.4	39.1
	5%	40.4	40.1	39.8	39.6	39.4	39.1	38.9
	6%	40.1	39.8	39.6	39.4	39.1	38.9	38.8
	7%	39.8	39.6	39.4	39.1	38.9	38.8	38.6
	8%	39.6	39.4	39.1	38.9	38.8	38.6	38.5
	9%	39.4	39.1	38.9	38.8	38.6	38.5	38.3

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza*

	2023/24e	Okres 12M do cze'25
Średnia spółek zagranicznych	12.8	11.6
Skarbiec Holding C/Z	38.0	14.6
Premia/dyskonto do średniej	198%	25%
Implikowana wycena	7.7	18.2
Waga	40%	60%
Wycena		14.0

* 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 14.0/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	1 559	51 246	14.7	16.7	1.5	1.5	10%	9%	9%	9%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	5 975	156 067	15.6	16.2	6.6	6.1	42%	36%	4%	4%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	507	60 216	8.1	9.1	0.5	0.5	7%	6%	7%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	3 577	151 392	6.2	6.2	1.3	1.2	28%	23%	5%	6%
SCHRODERS PLC	GB	7 243	741 048	11.7	10.8	1.3	1.3	12%	12%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 610	608 008	6.8	6.4	1.4	1.3	17%	20%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 575	655 459	11.3	10.0	na	na	7%	9%	9%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	59 434	588 192	13.8	11.6	4.5	3.5	52%	45%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA-A	US	3 212	135 726	13.0	11.7	na	na	na	na	7%	8%
BLACKROCK INC	US	106 880	9 046 452	18.3	16.2	2.8	2.6	16%	17%	3%	3%
BLACKSTONE INC	US	132 702	940 159	23.4	18.7	11.1	10.3	52%	65%	3%	4%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	13 610	385 027	10.5	9.2	2.3	1.4	25%	29%	3%	4%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	11 195	1 299 111	9.1	7.9	0.5	0.5	6%	7%	5%	6%
KKR & CO INC	US	80 837	499 639	20.8	16.0	3.4	2.8	17%	17%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	23 987	1 305 586	12.9	13.1	2.6	2.5	21%	19%	4%	4%
PERPETUAL LTD	AU	1 531	11 300	12.4	11.1	1.1	1.1	9%	10%	6%	7%
AMP LTD	AU	1 755	na	13.5	11.0	0.7	0.7	6%	7%	4%	5%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	924	180 194	7.6	7.0	0.7	0.7	8%	10%	8%	9%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

ESG rating

Skarbiec Holding – Podsumowanie ratingu ESG

	E	S	G
Wynik	0.90	0.99	1.03
Waga	30%	40%	30%
Wynik ESG	0.97		
Rating ESG	C		

Źródło: Pekao Equity Research

Zgodnie z naszą metodologią rating "B" implikuje brak dyskonta w premii za ryzyko (jako % of RFR) w kalkulacji kosztu kapitału.

Metodologia ESG

	Wynik od:	Do	Rating	WACC premia za ryzyko (%RFR)
Wynik ESG	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Źródło: Pekao Equity Research

Prognozy finansowe

Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2021/22-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
EPS skorygowany	9.0	1.4	-3.6	0.6	2.9	1.3	1.4
Przychody	165.8	94.8	55.6	71.5	132.2	90.2	94.6
Marża zysku brutto	46%	14%	-41%	6%	17%	11%	12%
EBIT	76.5	13.4	-13.3	-2.8	14.6	5.2	7.2
EBITDA	78.2	15.2	-11.3	-0.2	19.0	7.9	9.9
Wynik netto	61.1	9.5	-24.8	4.1	19.6	8.6	9.6
Dług netto	-126.6	-73.2	-130.6	-131.1	-152.8	-151.4	-152.2
BPS	28.0	29.3	25.7	26.3	29.2	29.0	29.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	1.3
ROE	38%	5%	-13%	2%	10%	4%	5%
ROA	30%	4%	-12%	2%	9%	4%	4%
D&A	1.6	1.8	2.0	2.6	4.4	2.7	2.8
FCF	69.5	14.7	-21.4	-4.2	14.6	4.4	5.9
CAPEX	2.6	2.7	2.8	2.8	3.5	3.3	3.4

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

Skarbiec Holding – P&L, 2021/22-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
Przychody	165.8	94.8	55.6	71.5	132.2	90.2	94.6
Koszty ogółem	89.3	79.4	68.8	74.4	117.7	85.0	87.4
EBIT	76.5	13.4	-13.3	-2.8	14.6	5.2	7.2
EBITDA	78.2	15.2	-11.3	-0.2	19.0	7.9	9.9
Przychody finansowe netto	-0.1	0.2	5.9	6.8	8.4	4.7	4.1
Zysk brutto	76.4	13.6	-23.1	4.0	23.0	9.9	11.3
Podatek dochodowy	-15.3	-4.2	-1.8	0.1	-3.4	-1.3	-1.7
Zysk netto	61.1	9.5	-24.8	4.1	19.6	8.6	9.6

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

Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2021/22-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
AUM (PLNm)	6 811	5 070	5 340	5 532	6 251	6 727	6 972
Zmiana r/r (%)	59%	-26%	5%	4%	13%	8%	4%
Średnie AUM (PLNm)	5 550	5 941	5 205	5 436	5 891	6 489	6 850
Zmiana r/r (%)	36%	0%	-12%	4%	8%	10%	6%
Marża zysku netto (%)	36.9%	10.0%	-44.6%	5.7%	14.8%	9.6%	10.1%
Marża na średnich AUM (%)	1.0%	0.2%	-0.5%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	0%	0%	0%	0%	0%	6%	6%
Liczba akcji (m)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8

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

Skarbiec Holding – Bilans, 2021/22-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
Aktywa trwałe	66.6	64.9	48.6	50.4	49.6	50.2	50.9
Rzeczowe aktywa trwałe	4.8	4.1	3.0	2.9	1.7	1.9	2.2
Wartości niematerialne	2.9	5.4	7.7	7.9	8.3	8.6	9.0
Wartość firmy	51.8	51.8	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Pozostałe	7.1	3.6	1.8	3.4	3.5	3.5	3.6
Aktywa obrotowe	172.9	163	145	148	169	168	169
Należności z tytułu dostaw i usług	32.5	8.1	9.3	11.0	10.2	10.2	10.2
Aktywa finansowe FVPL	13.8	80.3	33.1	42.6	53.1	63.6	74.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	126.6	73.2	102.5	93.4	104.6	92.8	83.1
Pozostałe	0.0	1.5	0.5	1.1	1.1	1.1	1.1
Aktywa razem	239.5	228	194	199	219	218	219
Kapitał własny	190.7	200	175	179	199	198	199
Zobowiązania długoterminowe	3.0	2.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rezerwy	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Z tytułu leasingu finansowego	2.8	2.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Zobowiązania krótkoterminowe	45.9	25.7	17.4	18.0	18.5	19.0	19.5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	38.4	20.3	15.2	15.8	16.2	16.7	17.2
Pozostałe	7.5	5.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Kapitał własny i zobowiązania	239.5	228	194	199	219	218	219

* stan na koniec gru'25, Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Cash flow, 2021/22-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e*	2026e	2027e
Zysk netto	61.1	9.5	-24.8	4.1	19.6	8.6	9.6
Amortyzacja	1.6	1.8	2.0	2.6	4.4	2.7	2.8
Pozostałe	8.7	5.5	9.2	-3.1	1.3	0.5	0.5
Cash flow operacyjny	71.4	16.7	-13.6	3.5	25.3	11.9	12.9
Saldo aktywów finansowych	-9.8	-66.0	46.2	-9.5	-10.5	-10.5	-10.5
Nakłady inwestycyjne	-2.6	-2.7	-2.8	-2.8	-3.5	-3.3	-3.4
Pozostałe	0.0	0.2	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	-12.4	-68.5	44.3	-12.3	-14.0	-13.8	-13.9
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-9.8	-8.6
Pozostałe	-1.6	-1.6	-1.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
Cash flow finansowy	-1.6	-1.6	-1.5	-0.3	-0.1	-9.9	-8.7
Środki pieniężne	126.6	73.2	102.5	93.4	104.6	92.8	83.1

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



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 10 CZERWCA O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 11 CZERWCA 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. 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 OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

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

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

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