

Skarbiec Holding

Na drodze do zyskowności

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Skarbiec Holding od zalecenia Kupuj z ceną docelową PLN 32.0/akcję. O ile ostatnie kwartały były dla spółki bardzo wymagające, oczekujemy, że trwająca restrukturyzacja, wzrost AUM, napływy oraz dobre wyniki zarządzanych funduszy powinny spowodować powrót do rentowności. Biorąc pod uwagę wartość gotówki i ekwiwalentów na bilansie (PLN 132m), obecną wyceną uważamy za atrakcyjną.

Trudny rok 2022/23 – Ostatni rok był dla Skarbca bardzo wymagający. Trudne warunki rynkowe, spadek aktywów i nowe zasady naliczania opłaty zmiennej spowodowały stratę netto (PLN -8.3m w 9M22/23).

Powrót do zyskowności – Oczekujemy jednak, że rok 2022/23e będzie pierwszym i jednocześnie ostatnim rokiem dla spółki ze stratą netto. W latach 2023/24e oczekujemy zysku netto w wys. PLN 4/8m na skutek dalszej optymalizacji kosztów oraz wzrostu AUM.

Rosnące AUM – Po trudnym roku 2021/22 (AUM -26% r/r), rok 2022/23 przyniósł 5% r/r poprawę. Zakładamy, że wzrost aktywów pod zarządzaniem będzie kontynuowany dzięki dobrym wynikom zarządzanych funduszy oraz napływom (PLN 65m od początku roku).

Opłata zmienna – Wyniki spółki w latach 2019/20 oraz 2020/21 były istotnie wspierane przez opłatę zmienną. O ile nowe regulacje zmieniają zasady generowania tej części przychodów, opłata zmienna w dalszym ciągu powinna wspierać wyniki Skarbca. W 1Q23 (kalendarzowym) należności warunkowe z tego tyt. wyniosły PLN 5m.

MCAP bliski gotówki – Na koniec 1Q23 (kalendarzowego) spółka miała c. PLN 132m gotówki i ekwiwalentów. Uważamy, że obecna kapitalizacja na poziomie PLN 141m nie odzwierciedla adekwatnie bilansu spółki oraz możliwości powrotu do generowania zysków.

M&A – W ostatnim czasie Skarbiec informował, że szuka możliwości akwizycyjnych. O ile potencjalne przejęcie mogłoby poprawić AUM oraz przynieść synergie kosztowe, realizację tego typu transakcji w najbliższym czasie uważamy za mało prawdopodobną.

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

Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2020/21-2025/26e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Przychody	165.8	94.8	55.4	74.6	88.5	99.2
EBITDA	78.2	15.2	-10.8	1.0	7.9	12.9
Zysk netto	61.1	9.5	-9.1	4.1	8.3	11.6
- zmiana r/r	105%	-84%	na	na	103%	40%
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (x)	2.3	14.8	na	34.5	17.0	12.1
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

Kupuj (raport inicjujący)

Cena docelowa **PLN 32.0**

Potencjał wzrostu **+55%**
 Cena z 6 września 2023 PLN 20.6

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

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 2022/23 24 Października

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	QRS PW
Free float (%)	32.7
MCAP (PLNm)	141
Liczba akcji (mn)	56.5

Akcjonariusze

LCI oraz Aoram	47.08%
Juroszek Investments	11.3%
TFI Quercus	9.4%
Other	32.3%

Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

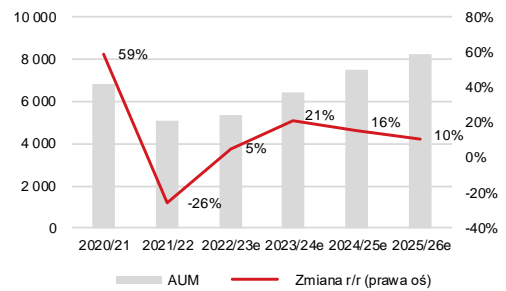
Kluczowe dane.....	3
Tezy inwestycyjne.....	4
Czynniki ryzyka	5
Strategia i model biznesowy	6
Wycena	11
Rating ESG	13
Prognozy finansowe	14
DISCLAIMER.....	16

Kluczowe dane

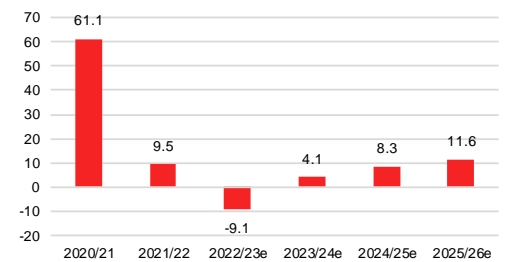
Rachunek wyników	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Przychody	165.8	94.8	55.4	74.6	88.5	99.2
Wynagrodzenie stałe	82.4	78.4	51.3	62.3	76.7	87.4
Wynagrodzenie zmienne	82.2	15.0	2.4	11.5	11.0	11.0
Pozostałe	1.2	1.4	1.8	0.8	0.8	0.8
Koszty ogółem	89.3	79.4	68.2	75.7	82.8	88.5
Amortyzacja	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2
Koszty dystrybucji	35.1	32.2	22.5	26.5	32.8	37.6
Koszty osobowe	29.2	20.0	19.4	24.7	25.7	26.2
Pozostałe	23.4	25.4	24.3	22.4	22.1	22.5
EBIT	76.5	13.4	-12.8	-1.1	5.7	10.7
EBITDA	78.2	15.2	-10.8	1.0	7.9	12.9
Przychody finansowe netto	-0.1	0.2	5.4	5.9	4.5	3.6
Zysk brutto	76.4	13.6	-7.4	4.7	10.2	14.3
Podatek dochodowy	-15.3	-4.2	-1.7	-0.7	-1.9	-2.7
Zysk netto	61.1	9.5	-9.1	4.1	8.3	11.6
Bilans	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Aktywa trwałe	66.6	64.9	65.3	66.2	67.0	67.7
Rzeczowe aktywa trwałe	4.8	4.1	4.9	5.6	6.3	7.0
Wartości niematerialne	2.9	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
Wartość firmy	51.8	51.8	51.8	51.8	51.8	51.8
Pozostałe	7.1	3.6	3.2	3.4	3.5	3.6
Aktywa obrotowe	172.9	163.1	152.0	155.9	164.1	175.6
Należności z tytułu dostaw i usług	32.5	8.1	8.7	8.5	8.6	8.6
Aktywa finansowe FVPL	13.8	80.3	30.3	29.3	29.3	29.3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	126.6	73.2	112.0	117.0	125.1	136.6
Pozostałe	0.0	1.5	1.0	1.1	1.1	1.1
Aktywa razem	239.5	228.0	217.3	222.1	231.1	243.3
Kapitał własny	190.7	200.1	191.0	195.1	203.4	214.9
Zobowiązania długoterminowe	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Rezerwy	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Z tytułu leasingu finansowego	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Zobowiązania krótkoterminowe	45.9	25.7	24.2	24.9	25.6	26.2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług i	38.4	20.3	20.9	21.7	22.3	23.0
Pozostałe	7.5	5.4	3.3	3.3	3.3	3.3
Kapitał własny i zobowiązania	239.5	228.0	217.3	222.1	231.1	243.3
Rachunek przepływów pieniężnych	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Zysk netto	61.1	9.5	-9.1	4.1	8.3	11.6
Amortyzacja	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2
Pozostałe	8.7	5.5	1.3	1.7	1.5	1.6
Cash flow operacyjny	71.4	16.7	-5.8	7.8	11.9	15.4
Saldo aktywów finansowych	-9.8	-66.0	50.0	1.0	0.0	0.0
Nakłady inwestycyjne	-2.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.9	-2.9
Pozostałe	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	-12.4	-68.5	47.2	-1.8	-2.9	-2.9
Dywidenda/nabycie akcji własnych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-1.6	-1.6	-2.6	-1.0	-1.0	-1.0
Cash flow finansowy	-1.6	-1.6	-2.6	-1.0	-1.0	-1.0
Środki pieniężne	126.6	73.2	112.0	117.0	125.1	136.6
Wybrane dane	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
AUM (PLNm)	6 811	5 070	5 340	6 465	7 486	8 253
Zmiana r/r (%)	59%	-26%	5%	21%	16%	10%
Średnie AUM (PLNm)	5 550	5 941	5 205	5 903	6 976	7 870
Zmiana r/r (%)	36%	0%	-12%	13%	18%	13%
ROE (%)	38%	5%	-5%	2%	4%	6%
ROA (%)	30%	4%	-4%	2%	4%	5%
Marża zysku netto (%)	37%	10%	-16%	5%	9%	12%
Marża na średnich AUM (%)	1%	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)	2.3	14.8	na	34.5	17.0	12.1
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

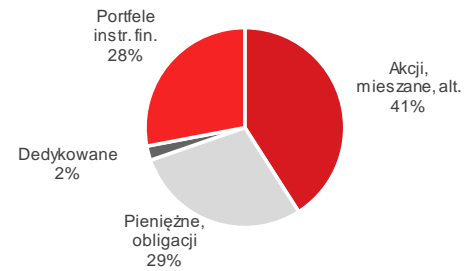
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



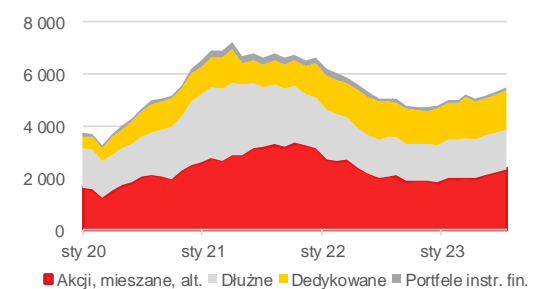
Wynik netto (PLNm)



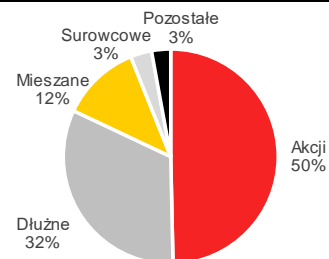
Struktura aktywów (%), sierpień 2023



AUM (PLNm)



Struktura aktywów detalicznych wg IZFA (%), lipiec 2023





Investment story

- **Niezależna spółka zarządzania aktywami z silną marką w Polsce** – Skarbiec TFI jest niezależną spółką zarządzającą aktywami z 1.3% udziałem w rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce i aktywami pod zarządzaniem o wartości niemal PLN 5.5mld. Na koniec czerwca 2023 r. spółka miała 83 tys. klientów (bez PPK).
- **Trudny rok 2022/23** – Ostatni rok był dla Skarbca bardzo wymagający. Trudne warunki rynkowe, spadek aktywów i nowe zasady naliczania opłaty zmiennej spowodowały stratę netto (PLN -8.3m w okresie 9M22/23).
- **Restrukturyzacja w toku** – W celu powrotu do rentowności spółka przeprowadza restrukturyzację, która skupia się na optymalizacji procesów oraz realizacji oszczędności kosztowych w taki sposób, aby uniezależnić zyskowność od zmiennych elementów przychodów. W rezultacie, łączne koszty w 1Q23 (kalendarzowym) spadły do PLN 16.5m z PLN 17.8m w 1Q22, a przestrzeń do optymalizacji - w naszym przekonaniu - wciąż nie została zamknięta.
- **Powrót do zyskowności** – Oczekujemy, że rok 2022/23e będzie pierwszym i jednocześnie ostatnim rokiem dla spółki ze stratą netto. W latach 2023/24e spodziewamy się zysku netto PLN 4/8m na skutek dalszej optymalizacji kosztów oraz wzrostu AUM.
- **Rosnące AUM** – Po trudnym roku 2021/22 (AUM -26% r/r), rok 2022/23 przyniósł 5% r/r poprawę. Zakładamy, że wzrost aktywów pod zarządzaniem będzie kontynuowany dzięki dobrym wynikom zarządzanych funduszy oraz napływowi (PLN 65m od początku roku).
- **Opłata zmienna** – Wyniki spółki w latach 2019/20 oraz 2020/21 były istotnie wspierane przez opłatę zmienną. O ile nowe regulacje zmieniają zasady generowania tej części przychodów, opłata zmienna w dalszym ciągu powinna w materialnym stopniu wspierać wyniki Skarbca. W 1Q23 (kalendarzowym) należności warunkowe z tego tyt. wyniosły PLN 5m.
- **Napływy do funduszy** – W ostatnich miesiącach Skarbiec notuje pozytywne napływy do zarządzanych funduszy. W sierpniu wyniosły one PLN 15m, a od początku roku PLN 65m. Największe napływy miały miejsce do *Skarbiec Spółek Wzrostowych* oraz *Skarbiec III Filar*, podczas gdy *Skarbiec Rynków Surowcowych*, *Skarbiec Konserwatywny* i *Skarbiec-Value* zanotowały odpływy.
- **Dobre wyniki funduszy** – Napływy do funduszy oraz wzrost AUM są w znacznym stopniu determinowane przez wyniki zarządzanych funduszy. W ciągu ostatnich 12M większość funduszy Skarbiec TFI wykazała pozytywne stopy zwrotu, a wyniki *SKH Małych i Średnich Spółek* oraz *SKH Akcja* były lepsze niż indeksu WIG.
- **MCAP bliski gotówki** – Na koniec 1Q23 (kalendarzowego) spółka miała c. PLN 132m gotówki i ekwiwalentów. Uważamy, że obecna kapitalizacja (PLN 141m) nie odzwierciedla adekwatnie bilansu spółki i możliwości powrotu do generowania zysków.
- **M&A** – W ostatnim czasie Skarbiec informował, że szuka możliwości akwizycyjnych. O ile potencjalne przejęcie mogłoby pozytywnie wpłynąć na aktywa pod zarządzaniem oraz przyczynić się do osiągnięcia synergii kosztowych, realizację tego typu transakcji w najbliższym czasie uważamy za mało prawdopodobną.



Czynniki ryzyka

- **Ryzyko M&A** – W ciągu ostatnich kwartałów Skarbiec Holding informował, że planuje akwizycje podmiotów powiązanych z branżą zarządzania aktywami. O ile potencjalne przejęcie mogłoby zwiększyć aktywa pod zarządzaniem oraz – poprzez synergie – pozytywnie wpłynąć na wyniki finansowe spółki, widzimy ryzyko, że potencjalne przejęcia mogą nie nastąpić szybko i będą raczej procesem długoterminowym. Gdyby do przejęcia doszło, zwracamy również uwagę na ryzyko niższych niż oczekiwane synergii oraz oszczędności kosztowych.
- **Ryzyko regulacyjne** – Zarządzanie aktywami jest działalnością ściśle regulowaną zarówno na poziomie krajowym, jak i europejskim. Dostrzegamy ryzyko, że nowe, nieoczekiwane zmiany regulacyjne mogą negatywnie przełożyć się na prowadzoną przez spółkę działalność oraz jej wyniki finansowe.
- **Ryzyko głównego akcjonariusza** – W czerwcu Komisja Nadzoru Finansowego utrzymała karę w wysokości PLN 7m dla głównego akcjonariusza za niewykonanie obowiązków regulacyjnych. Zwracamy uwagę na ryzyko, że w przypadku potencjalnych dalszych obiekcji regulator może nie wydać zgodny na udział Skarbiec Holding w konsolidacji rynku zarządzania aktywami.
- **Zależność od trendów globalnych** – Zarządzania aktywami to działalność zależna od trendów na globalnych rynkach finansowych i kapitałowych. Dostrzegamy ryzyko, że bessy, lub nieoczekiwane zmiany na rynkach akcji, obligacji, surowców, towarów, czy walut mogą istotnie negatywnie przełożyć się na stopy zwrotu funduszy zarządzanych przez Skarbiec, a tym samym na wyniki finansowe spółki.
- **Ryzyko słabych wyników zarządzanych funduszy** – Aktywa pod zarządzaniem oraz napływy do funduszy są w znacznym stopniu pochodną osiąganych przez fundusze stóp zwrotu. Zwracamy uwagę, że negatywne, lub mało konkurencyjne (w porównaniu do alternatyw inwestycyjnych oraz konkurencyjnych TFI) stopy zwrotu zarządzanych funduszy mogą negatywnie przełożyć się zarówno na wartość aktywów, jak i napływy oraz wyniki finansowe spółki.
- **Ryzyko wysokich stop procentowych** – Zakładamy, że nadchodzące obniżki stop procentowych w Polsce skłonią klientów do poszukiwania alternatywnych możliwości inwestycyjnych (wobec depozytów oraz obligacji Skarbu Państwa), co powinno skutkować zwiększeniem zainteresowania ofertą funduszy inwestycyjnych. Zwracamy jednak uwagę, że jeżeli stopy procentowe pozostaną na relatywnie wysokim poziomie przez dłuższy czas, klienci mogą w dalszym ciągu być bardziej skłonni do lokowania oszczędności głównie w depozyty i obligacje SP.
- **Ryzyko dystrybucji** – Skarbiec TFI jest niezależną spółką zarządzającą aktywami z dystrybucją opierającą się na zewnętrznych pośrednikach. Zwracamy uwagę, że potencjalne zmiany w zakresie dostępności zewnętrznych sieci dystrybucyjnych mogą spowodować spadek zainteresowania ofertą zarządzanych funduszy, a w efekcie doprowadzić do spadku aktywów i pogorszenia wyników finansowych spółki.
- **Ryzyko odejścia kluczowych zarządzających** – Fundusze inwestycyjne Skarbiec TFI są zarządzane przez doświadczonych ekspertów. Widzimy ryzyko, że odejście kluczowych zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy, a tym samym na aktywa oraz napływy.



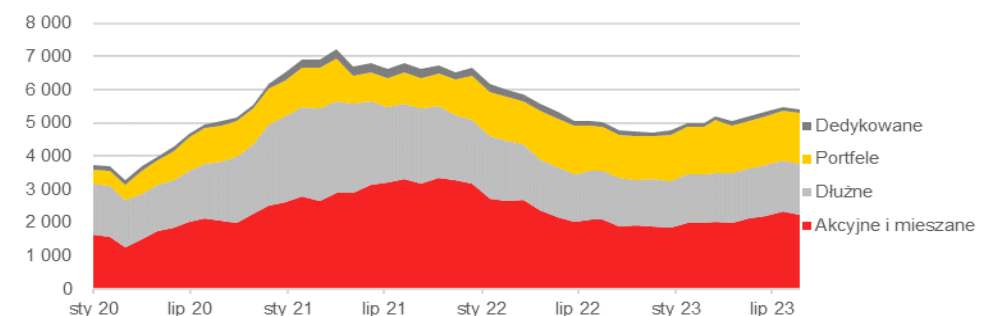
Strategia i model biznesowy

Niezależny podmiot zarządzania aktywami z silną marką w Polsce

Skarbiec TFI jest niezależną spółką zarządzającą aktywami z 1.3% udziałem w rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce i aktywami pod zarządzaniem o wartości niemal PLN 5.5mld. Według serwisu *Analizy.pl* na koniec czerwca 2023 r. spółka miała 83 tys. klientów (bez PPK).

Skarbiec TFI – AUM

PLNm



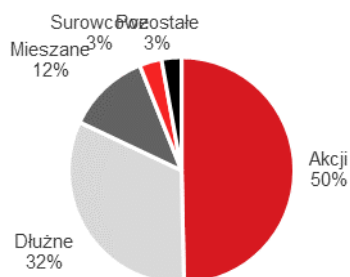
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

AUM na ścieżce wzrostu

Aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI oparte są na strategiach akcji i mieszanych oraz dłużnych dla klientów detalicznych (odpowiednio 41% oraz 29% udział w AUM ogółem) oraz portfelach instrumentów finansowych dla klientów instytucjonalnych (28% udział). Udział funduszy dedykowanych jest istotnie mniejszy (2%). W ciągu ostatnich 1/3Y AUM ogółem Skarbiec TFI wzrosły o 8/9% głównie na skutek przyrostu wartości aktywów strategii akcji i mieszanych (6/4%), a także wzrostu AUM portfeli instrumentów finansowych (14/40%). Aktywa strategii dłużnych wzrosły o 6% r/r i zmniejszyły się -4% w ciągu ostatnich 3 lat. Z punktu widzenia alokacji (wg metodologii IZFiA), aktywa spółki bazują na funduszach akcyjnych i dłużnych (odpowiednio 50% oraz 32% udział) ze znacznie mniejszym udziałem funduszy mieszanych oraz surowcowych (odpowiednio 12% oraz 3%).

Skarbiec TFI – Struktura aktywów, Lipiec 2023r.

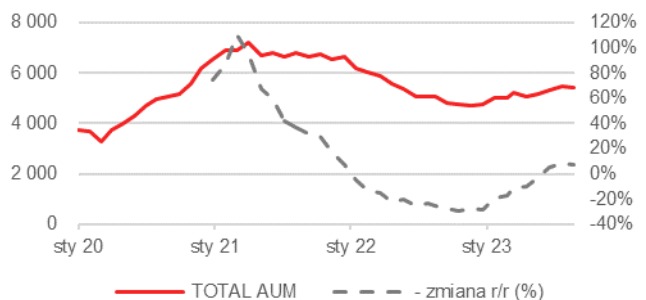
%



Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research

Skarbiec TFI – AUM

PLNm



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Po wymagającym roku 2022, gdy AUM spadły -28% r/r (po +8% r/r wzroście w 2021 r.) aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wróciły na ścieżkę wzrostu i od początku



roku zwiększyły się o 13%. Wzrost aktywów był determinowany przez dobre wyniki zarządzanych funduszy inwestycyjnych oraz napływy.

Skarbiec TFI – AUM oraz napływy do kluczowych funduszy,
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	AUM Sie'23	Udział w detailed AUM	AUM YTD	Napływy YTD
Skarbiec - Spółek Wzrostowych	925	25%	52%	88
Skarbiec - Konserwatywny	307	8%	-9%	-51
Gotowa Strategia na min. rok	314	8%	19%	36
Skarbiec - Małych i Średnich Spółek	254	7%	56%	43
Skarbiec - Obligacja	266	7%	4%	-6
Skarbiec - Akcja	199	5%	23%	-1
Skarbiec - III Filar	213	6%	52%	50
Gotowa Strategia na min. 5 lat	175	5%	16%	12
Skarbiec Krótkoterminowy	171	5%	24%	25
Skarbiec - Dłużny Uniwersalny	151	4%	27%	21
Skarbiec - Rynków Surowcowych	119	3%	-46%	-89
Skarbiec - Value	110	3%	-29%	-45

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Napływy do funduszy

O ile rok 2022 – ze względu na istotne odpływy – był bardzo trudny zarówno dla Skarbiec TFI, jak i dla całego rynku funduszy inwestycyjnych, ostatnie miesiące przyniosły wyraźną poprawę i spółka zaczyna notować trwałe napływy. W sierpniu 2023 r. napływy do funduszy Skarbiec TFI wyniosły PLN 15m (po PLN 12m w lipcu), a od początku roku PLN 65m. Największe napływy zanotowały *Skarbiec Spółek Wzrostowych* (PLN 88m), *Skarbiec III Filar* (PLN 50m) oraz *Skarbiec Spółek Wzrostowych* (PLN 43m), podczas gdy *Skarbiec Rynków Surowcowych*, *Skarbiec Konserwatywny* oraz *Skarbiec-Value* zanotowały odpływy (odpowiednio PLN -89m, PLN -45m oraz PLN -51m).

Skarbiec TFI – Stopy zwrotu zarządzanych funduszy

	1M	3M	12M	36M	60M
Skarbiec Małych i Średnich Spółek	-5%	7%	43%	27%	92%
Skarbiec Akcja	-5%	2%	43%	30%	3%
Skarbiec III Filar	-2%	3%	21%	-17%	-2%
Skarbiec - Top Funduszy Akcji SFIO	-2%	6%	21%	11%	12%
Skarbiec Market Neutral	0%	-1%	12%	-16%	-20%
Skarbiec - Top Funduszy Stabilnych SFIO	-1%	4%	14%	6%	11%
Skarbiec Dłużny Uniwerstałny	0%	3%	10%	-8%	2%
Skarbiec Konserwatywny	0%	2%	8%	3%	7%
Skarbiec Obligacja	0%	2%	9%	-10%	-2%
Strategia na min. rok	0%	2%	8%	3%	7%
Strategia na min. 5 lat	0%	1%	9%	8%	10%
Skarbiec Obligacji Wysokiego Dochodu	1%	1%	6%	-7%	-3%
Skarbiec Top Brands	2%	3%	13%	2%	23%
SkarbiecGlobal High Yield Bond	1%	2%	6%	0%	3%
Skarbiec Value	2%	5%	10%	26%	na
Skarbiec Nowej Generacji	1%	3%	14%	-7%	0%
Skarbiec Rynków Surowcowych	1%	5%	-6%	56%	5%
Skarbiec Spółek Wzrostowych	1%	2%	5%	-37%	9%
Skarbiec Emerging Markets Opportunities	0%	-1%	-10%	-8%	1%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

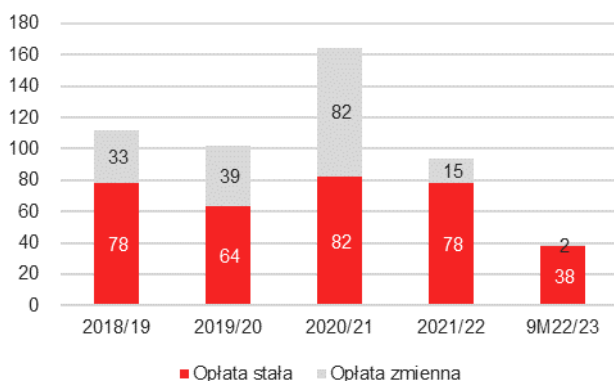
Dobre wyniki zarządzanych funduszy

Napływy do funduszy oraz wzrost AUM są w znacznym stopniu determinowane przez wyniki funduszy. W ciągu ostatnich 12M większość funduszy Skarbiec TFI wykazała pozytywne stopy zwrotu, a wyniki *SKH Małych i Średnich Spółek* oraz *SKH Akcja* były lepsze od indeksu WIG. Zwracamy również uwagę na bardzo dobry wynik funduszu *Skarbiec Małych i Średnich Spółek* w terminie 5 lat (92%).

Struktura przychodów i kosztów

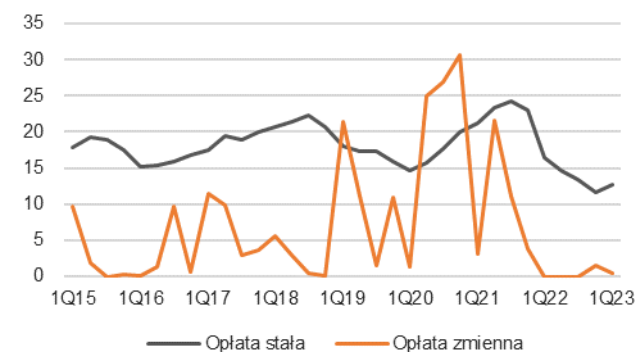
Przychody Skarbiec Holding oparte są na opłacie stałej i opłacie zmiennej. Opłata stała w ostatnich latach była nieco bardziej stabilna i była pochodną wartości oraz struktury aktywów pod zarządzaniem (a także zmian regulacyjnych). Opłata zmienna – ze względu na swój charakter – cechowała się znacznie większą zmiennością, ale – głównie w latach 2018/19-2020/21 była istotnym elementem przychodów spółki. Ze względu na trudne warunki rynkowe oraz zmiany regulacyjne w zakresie naliczania opłaty zmiennej, ten element przychodów w ostatnim okresie w znacznie mniejszym stopniu wspomagał wyniki finansowe Skarbca. W 2021/22 opłata zmienna wyniosła PLN 15m wobec PLN 82m w 2020/21. Zwracamy jednak uwagę, że na koniec 1Q23 (kalendarzowego) należności z tyt. opłaty zmiennej wyniosły PLN 4.7m.

Skarbiec Holding – Opłata stała i zmienna
 PLNm



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Opłata stała i zmienna (kwartały kalendarzowe)
 PLNm



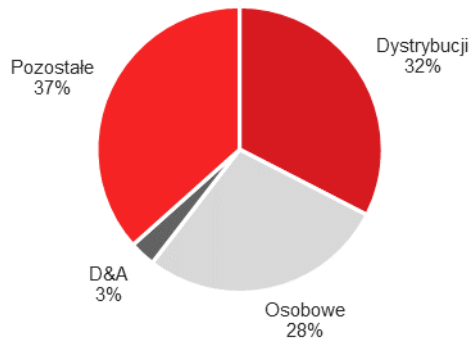
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Skarbiec TFI – Opłata stała oraz formuła opłaty zmiennej

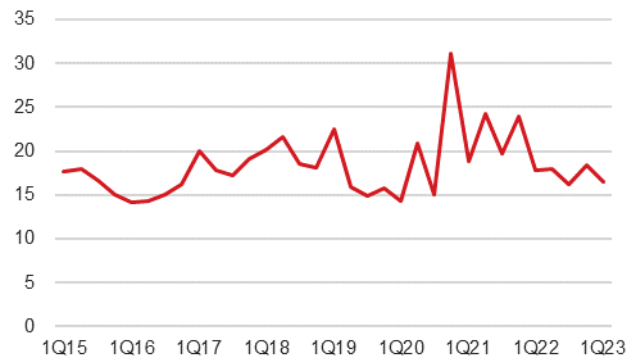
Fund	Opłata stała	Opłata zmienna
Skarbiec Spółek Wzrostowych	2.0%	20% ponad MSCI World Growth Index (USD)
Skarbiec Konserwatywny	0.9%	20% ponad BBG Series-E Poland Govt 1-3Y Bond Index
Skarbiec Małych i Średnich Spółek	2.0%	20% ponad mWIG40TR
Skarbiec Obligacja	1.6%	20% ponad BBG Series-E Poland Govt All>1Y Bond Index
Skarbiec Akcja	2.0%	20% ponad WIG20TR
Skarbiec III Filar	2.0%	20% ponad 70% Bloomberg Series-E Poland Govt All>1Y Bond Index + 30% WIG
Skarbiec Krótkoterminowy	0.9%	Na
Skarbiec Dłużny Uniwersalny	1.6%	20% ponad BBG Series-E Poland Govt All>1Y Bond Index
Skarbiec Rynków Surowcowych	2.0%	20% ponad BBG Commodity Index
Skarbiec Value	2.0%	20% ponad MSI World Value Index (USD)
Skarbiec Top Brands	2.0%	20% ponad MSI World Value Index (USD)

Źródło: Analizy.pl, Pekao Equity Research

Koszty w Skarbiec TFI są oparte na kosztach dystrybucji oraz kosztach osobowych, które w okresie 9M22/23 stanowiły odpowiednio 32/28% kosztów ogółem. Udział pozostałych kosztów był również istotny (37%) i opierał się głównie na kosztach usług obcych, które stanowiły 30% bazy kosztowej.

Skarbiec Holding – Struktura kosztów, 9M22/23
 %


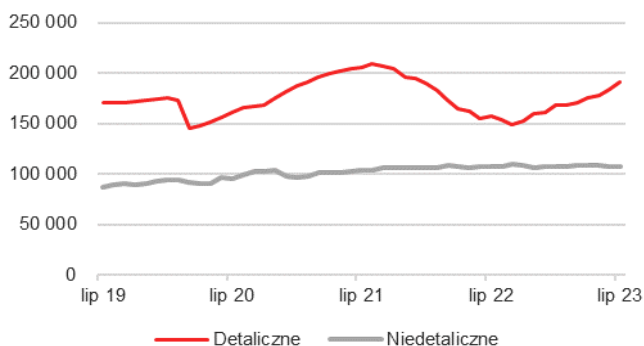
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Koszty, 1H22-1H23
 PLNm


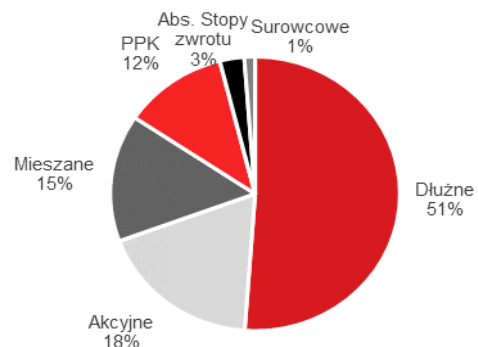
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce

Na koniec lipca 2023 r. aktywa pod zarządzaniem funduszy inwestycyjnych w Polsce wyniosły PLN 299mld, w tym 191mld (64%) stanowiły aktywa funduszy detalicznych, a PLN 108mld (36%) aktywa funduszy zamkniętych. AUM funduszy detalicznych wzrosły o 21% r/r, podczas gdy aktywa funduszy zamkniętych pozostały płaskie r/r. Biorąc pod uwagę alokację aktywów, w strukturze AUM detalicznych dominują aktywa oparte na strategiach dłużnych (51% udział), a udział strategii akcyjnych oraz mieszanych wynosi odpowiednio 18% oraz 15%. Według danych *Analizy.pl* w lipcu 2023 r. napływy do detalicznych funduszy inwestycyjnych wyniosły PLN 2.3mld (wobec PLN -0.3mld odpływów w lipcu 2022 r.), a narastająco od początku roku napływy wyniosły PLN 8.5mld (wobec PLN -5.6mld narastająco w lipcu 2022 r.).

AUM w Polsce
 PLNm


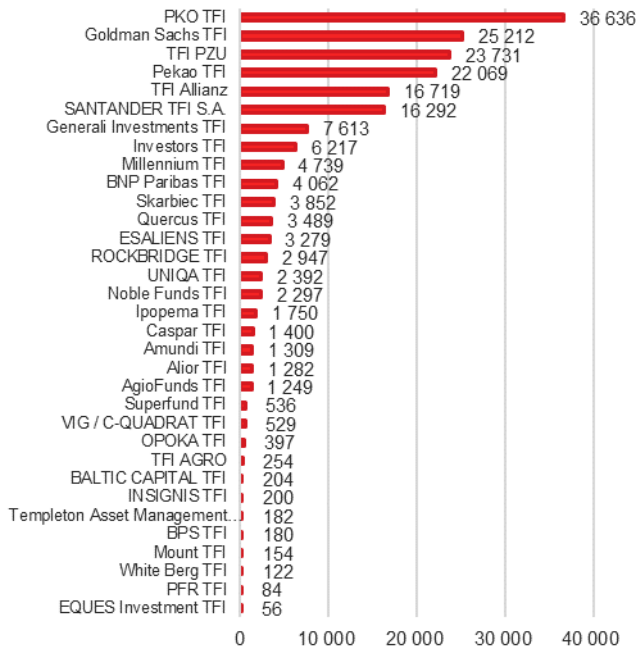
Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research

AUM w Polsce – struktura funduszy detalicznych
 %


Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research

AUM w Polsce – Fundusze detaliczne*

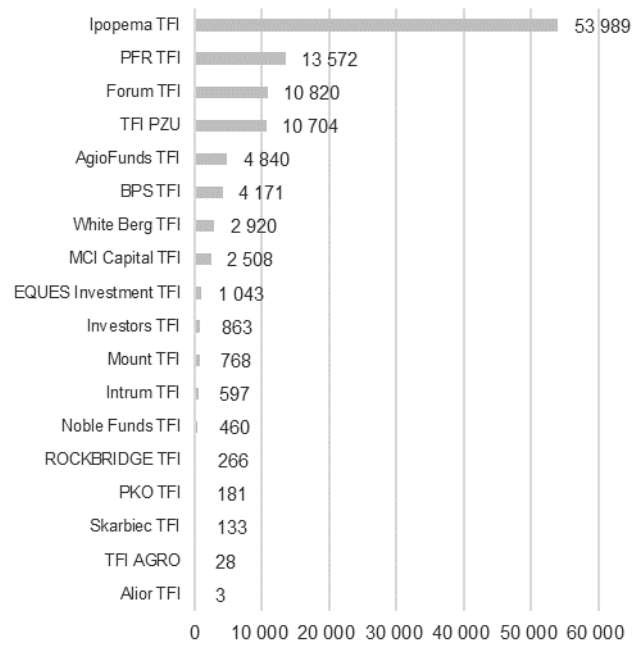
PLNm



* Stan na lipiec'23, Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research

AUM w Polsce – Fundusze zamknięte*

PLNm



* Stan na lipiec'23, Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research

AUM in Poland – Flows to retail funds

PLNm

	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
Equity	-58	-189	-86	88	73	47	15	-37	-80	-61	-98	-7
- domestic	-60	-41	3	16	43	35	-37	29	62	39	-67	42
- foreign	2	-147	-89	72	30	13	53	-65	-142	-99	-31	-49
Debt	-93	-645	-1 834	-1 156	-296	548	713	892	1 324	2 185	1 521	2 259
Mixed	-56	-184	-264	-77	128	20	-10	-59	13	45	82	85
Commodity	-47	-120	-96	-73	-60	-95	-124	-103	-145	-118	-77	-33
Other	-3	34	29	-113	-328	-68	16	-113	-37	126	105	-37
Total	-315	-1 292	-2 337	-1 243	-410	500	626	544	995	2 117	1 435	2 260

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Wycena

Wyceny spółki Skarbiec Holding dokonujemy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę porównawczą. Przyjmując odpowiednio 80/20% wagi obu metod otrzymujemy cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 32.0/na akcję (55% potencjał wzrostu).

Skarbiec Holding – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

DCF	38.0
Wycena porównawcza	9.7
Średnia ważona	32.3
Cena docelowa	32.0
Cena rynkowa	20.6
Potencjał wzrostu (%)	55%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.8% (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 38.0/akcję.

Skarbiec Holding – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	Terminal
Przychody	75	89	99	101	103	105	107	109
- zmiana r/r		19%	12%	2%	2%	2%	2%	2%
EBIT	-1	6	11	11	11	11	12	14
- zmiana r/r		-611%	87%	2%	2%	2%	2%	21%
- EBIT margin	-2%	6%	11%	11%	11%	11%	11%	13%
Podatek	0	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-3
NOPLAT	-1	5	9	9	9	9	9	11
- zmiana r/r	na	-582%	87%	2%	2%	2%	2%	21%
D&A	2	2	2	2	2	2	2	2
- zmiana r/r		3%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Capex	-3	-3	-3	-2	-2	-2	-2	-2
- zmiana r/r		2%	2%	-24%	0%	0%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	1	1	1	0	0	0	0	0
FCF	-1	4	9	9	9	9	9	11
DFCF	-1	4	6	6	5	5	4	5
Suma zdyskontowanych FCF	30							
Zdysk. Wartość rezydualna	98							
Enterprise value	127							
Dług netto (2022/23e)	-134							
Equity value	261							
Liczba akcji (m)	6.8							
Cena docelowa (PLN)	38.0							
Cena rynkowa (PLN) – 06.09.23	20.6							
Potencjał wzrostu	84%							

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	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	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%	-0.4%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	8.7%
Koszt długu	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	7.0%
Koszt długu po podatku	7.6%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	5.7%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	8.7%

Źródło: Pekao Equity Research

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

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
		2.8%	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
Beta	0.7	50.0	48.0	47.0	45.0	44.0	43.0	42.0
	0.8	46.0	45.0	44.0	43.0	41.0	40.0	40.0
	0.9	43.0	42.0	41.0	40.0	39.0	38.0	38.0
	1.0	41.0	40.0	39.0	38.0	37.0	37.0	36.0
	1.1	39.0	38.0	37.0	37.0	36.0	35.0	35.0
	1.2	38.0	37.0	36.0	35.0	35.0	34.0	33.0
	1.3	36.0	35.0	35.0	34.0	33.0	33.0	32.0

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 (%)						
		2.8%	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
Premia za ryzyko	3%	45.0	44.0	42.0	41.0	40.0	39.0	39.0
	4%	44.0	42.0	41.0	40.0	39.0	38.0	38.0
	5%	42.0	41.0	40.0	39.0	38.0	38.0	37.0
	6%	41.0	40.0	39.0	38.0	37.0	37.0	36.0
	7%	40.0	39.0	38.0	37.0	37.0	36.0	35.0
	8%	39.0	38.0	37.0	37.0	36.0	35.0	34.0
	9%	38.0	37.0	36.0	36.0	35.0	34.0	34.0

Źródło: Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza*

	2023	2024
Średnia spółek zagranicznych	13.2	11.5
Skarbiec Holding* C/Z	34.5	17.0
Premia/dyskonto do średniej	161%	48%
Implikowana wycena	7.9	13.9
Waga	70%	30%
Wycena	9.7	

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

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2023-2024e implikuje cenę docelową Skarbiec Holding na poziomie PLN 9.7/akcję.

Skarbiec Holding – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	C/Z		C/WK		ROE		Stopa dyw	
				2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 576	74 342	14.6	14.9	1.4	1.5	10%	11%	9%	9%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	4 224	143 805	11.4	12.0	5.3	4.9	49%	41%	5%	6%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	613	56 701	7.7	8.2	0.6	0.6	8%	7%	9%	6%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 889	133 788	9.4	6.1	1.4	1.3	15%	21%	6%	7%
SCHRODERS PLC	GB	7 735	696 332	12.7	11.7	1.5	1.4	12%	13%	5%	5%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 429	607 600	7.1	6.7	1.5	1.4	18%	19%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 297	603 492	11.6	10.1	na	na	7%	8%	9%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	45 592	511 294	12.3	10.2	3.9	2.8	49%	35%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA-A	US	2 901	119 402	13.5	12.0	na	na	na	na	7%	7%
BLACKROCK INC	US	98 733	8 023 980	19.8	17.6	2.7	2.6	14%	15%	3%	3%
BLACKSTONE INC	US	118 167	909 974	23.4	17.1	9.7	8.7	47%	62%	3%	5%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	10 941	347 952	10.5	8.0	1.6	1.4	21%	24%	4%	5%
FRANKLIN REŻRÓDŁOS INC	US	12 474	1 325 230	10.2	8.5	0.5	0.4	5%	7%	5%	5%
KKR & CO INC	US	49 635	470 448	17.7	12.9	2.1	1.8	14%	16%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	23 561	1 190 085	15.1	14.7	2.7	2.7	17%	18%	4%	4%
PERPETUAL LTD	AU	1 450	11 300	14.7	11.6	1.2	1.0	13%	9%	7%	7%
AMP LTD	AU	2 084	94 859	17.2	15.0	0.9	0.9	5%	6%	4%	4%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 027	180 194	8.7	9.1	0.7	0.8	8%	8%	8%	7%

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%
Wynik ESG	1.09		
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, 2019/20-2025/26e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
EPS skorygowany	4.4	9.0	1.4	-1.3	0.6	1.2	1.7
Przychody	103.3	165.8	94.8	55.4	74.6	88.5	99.2
Marża zysku brutto	36%	46%	14%	-13%	6%	12%	14%
EBIT	37.2	76.5	13.4	-12.8	-1.1	5.7	10.7
EBITDA	39.0	78.2	15.2	-10.8	1.0	7.9	12.9
Wynik netto	29.9	61.1	9.5	-9.1	4.1	8.3	11.6
Dług netto	-69.2	-126.6	-73.2	-134.0	-117.0	-125.1	-136.6
BPS	19.0	28.0	29.3	28.0	28.6	29.8	31.5
DPS	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	23%	38%	5%	-5%	2%	4%	6%
ROA	18%	30%	4%	-4%	2%	4%	5%
D&A	1.8	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2
FCF	30.9	69.5	14.7	-16.7	-0.7	4.5	8.6
CAPEX	0.6	2.6	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – P&L, 2019/20-2025/26e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Przychody	103.3	165.8	94.8	55.4	74.6	88.5	99.2
Koszty ogółem	65.8	89.3	79.4	68.2	75.7	82.8	88.5
EBIT	37.2	76.5	13.4	-12.8	-1.1	5.7	10.7
EBITDA	39.0	78.2	15.2	-10.8	1.0	7.9	12.9
Przychody finansowe netto	0.2	-0.1	0.2	5.4	5.9	4.5	3.6
Zysk brutto	37.4	76.4	13.6	-7.4	4.7	10.2	14.3
Podatek dochodowy	-7.5	-15.3	-4.2	-1.7	-0.7	-1.9	-2.7
Zysk netto	29.9	61.1	9.5	-9.1	4.1	8.3	11.6

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Kluczowe dane, 2019/20-2025/26e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
AUM (PLNm)	4 290	6 811	5 070	5 340	6 465	7 486	8 253
Zmiana r/r (%)	11%	59%	-26%	5%	21%	16%	10%
Średnie AUM (PLNm)	4 076	5 550	5 941	5 205	5 903	6 976	7 870
Zmiana r/r (%)	6%	36%	0%	-12%	13%	18%	13%
Marża zysku netto (%)	28.9%	36.9%	10.0%	-16.5%	5.5%	9.4%	11.7%
Marża na średnich AUM (%)	0.8%	1.0%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
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, 2019/20-2025/26e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Aktywa trwałe	62.0	66.6	64.9	65.3	66.2	67.0	67.7
Rzeczowe aktywa trwałe	5.0	4.8	4.1	4.9	5.6	6.3	7.0
Wartości niematerialne	0.2	2.9	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
Wartość firmy	51.8	51.8	51.8	51.8	51.8	51.8	51.8
Pozostałe	5.0	7.1	3.6	3.2	3.4	3.5	3.6
Aktywa obrotowe	106.0	172.9	163.1	152.0	155.9	164.1	175.6
Należności z tytułu dostaw i usług	32.9	32.5	8.1	8.7	8.5	8.6	8.6
Aktywa finansowe FVPL	3.9	13.8	80.3	30.3	29.3	29.3	29.3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	69.2	126.6	73.2	112.0	117.0	125.1	136.6
Pozostałe	0.0	0.0	1.5	1.0	1.1	1.1	1.1
Aktywa razem	168.0	239.5	228.0	217.3	222.1	231.1	243.3
Kapitał własny	129.6	190.7	200.1	191.0	195.1	203.4	214.9
Zobowiązania długoterminowe	3.8	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Rezerwy	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Z tytułu leasingu finansowego	3.6	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Zobowiązania krótkoterminowe	34.7	45.9	25.7	24.2	24.9	25.6	26.2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	29.5	38.4	20.3	20.9	21.7	22.3	23.0
Pozostałe	5.2	7.5	5.4	3.3	3.3	3.3	3.3
Kapitał własny i zobowiązania	168.0	239.5	228.0	217.3	222.1	231.1	243.3

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Skarbiec Holding – Cash flow, 2019/20-2025/26e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Zysk netto	29.9	61.1	9.5	-9.1	4.1	8.3	11.6
Amortyzacja	1.8	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2
Pozostałe	-8.1	8.7	5.5	1.3	1.7	1.5	1.6
Cash flow operacyjny	23.6	71.4	16.7	-5.8	7.8	11.9	15.4
Saldo aktywów finansowych	-2.4	-9.8	-66.0	50.0	1.0	0.0	0.0
Nakłady inwestycyjne	-0.6	-2.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.9	-2.9
Pozostałe	-0.4	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow inwestycyjny	-3.4	-12.4	-68.5	47.2	-1.8	-2.9	-2.9
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-1.5	-1.6	-1.6	-2.6	-1.0	-1.0	-1.0
Cash flow finansowy	-4.9	-1.6	-1.6	-2.6	-1.0	-1.0	-1.0
Środki pieniężne	69.2	126.6	73.2	112.0	117.0	125.1	136.6

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

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

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

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

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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