RELX PLC

Dane, AI i ekonomika zaufanego workflow

REL | London Stock Exchange | akcja zwykła | GBP
19 października 2026 r. | analiza World Market Atlas

Kurs 16.10.2026	Baza DCF	Ostrożny / optymistyczny
29,14 GBP	26,35 GBP/akcję	12,76 / 45,39

Wniosek warunkowy: baza DCF jest o 9,6% niższa od kursu odniesienia. Wzrost narzędzi analitycznych wspiera ekonomikę biznesu, lecz trzeba za niego zapłacić inwestycjami w produkty, dane i bezpieczeństwo. AI nie uzasadnia automatycznej premii do wyceny.

Zakres	Podstawa
Prognoza	2026E-2035E; 74 dni pozostałego 2026 w PV
Biznes	Risk, STM, Legal, Exhibitions; osobno malejący Print
WACC / g / terminal ROIC	8,3% / 2,5% / 30,0%
Najnowsze sprawozdanie	H1 2026 do 30.06; update za 9 miesięcy: 22.10.2026
Gotowość	screen-grade: warunkowa wycena, nie model transakcyjny

Najważniejsze ograniczenie: dług netto z czerwca jest nieuzgodnionym przybliżeniem. Doctrine przejęto 3 września, ale nie zweryfikowano ceny ani odrębnego wkładu finansowego; model nie jest pełną wyceną pro forma po transakcji. Liczba akcji z komunikatu 19.10 ma autorski bufor rozwodnienia. Brak bieżącego konsensusu i regresji beta.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

Źródła: [S01] · [S07] · [S08] · [S12] · [S13]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 02

1. Teza i cena: czego wymaga rynek?

Przewaga RELX nie sprowadza się do przechowywania tekstu. Istotna jest możliwość połączenia wiarygodnych danych, praw do ich wykorzystania, kontekstu dziedzinowego i narzędzia osadzonego w pracy klienta. Ta kombinacja może ograniczać ryzyko błędu i oszczędzać czas. Warunkiem ekonomicznym jest jednak utrzymanie skłonności klientów do płacenia, gdy sama generacja tekstu staje się tańsza. To ocena autora, nie deklaracja niepodważalnej przewagi.

Teza autora	Linia modelu	Co ją podważy
Wartość workflow przetrwa AI	wzrost Legal i Risk; trwała marża	niższe odnowienia, presja na ceny lub utrata kontraktów
STM rozwija analitykę	6% startowego wzrostu underlying	presja budżetów nauki, open access i integralność badań
Print będzie maleć	osobna ujemna ścieżka	szybszy spadek gotówki lub koszty wyjścia
Rozwój wymaga gotówki	software / PPE capex ok.6% sprzedaży	koszt AI rośnie szybciej od przychodów
Cena nie jest oczywiście niska	baza poniżej 29,14 GBP	silniejsza organiczna sprzedaż i marża niż w bazie

Reverse DCF, nie odczyt cudzych oczekiwań

Przy stałym WACC i g zgodność z kursem wymaga równoległego podniesienia marż segmentów o 3,09 pp albo wzrostu użycia/aktywności o 1,03 pp rocznie ponad bazę. To dwa osobne rozwiązania jednoparametrowe, nie prognoza konsensusu i nie dowód, że dokładnie takie oczekiwania ma rynek.

Wniosek badawczy: monitorować dowody monetyzacji, nie samą liczbę premier AI. Raport nie przypisuje ratingu ani nie proponuje działania w indywidualnym portfelu. Brak pełnego pro forma po Doctrine ogranicza siłę porównania z kursem.

Źródła: [S01] · [S05] · [S13] | tezy i reverse DCF: analiza oraz obliczenia autora

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 03

2. Risk: decyzje ważniejsze od tekstu

Ekonomia obszaru	Analiza
Produkt	Dane i analityka dla oceny ryzyka, ubezpieczeń, fraud/identity i zgodności finansowej. [S01, segment Risk]
Raportowane H1	Przychody 1810 mln; adjusted EBIT 697 mln; marża 38,5%; underlying wzrost sprzedaży 8%. [S01]
Mechanizm przewagi	Powiązanie danych własnych, współdzielonych i licencjonowanych z procesem decyzyjnym klienta. Wartość zależy od skuteczności, pokrycia i zgodności wykorzystania danych. Ocena autora.
Konkurencja ekonomiczna	Własne rozwiązania klienta, inne bazy i dostawcy analityki. Koszt zmiany dostawcy nie oznacza pełnej odporności na zmianę cen lub prawa.
Monetyzacja	Większa aktywność klientów i nowe zastosowania × cena/miks. Rozdział tych składników w prognozie jest założeniem, nie raportowanym wolumenem.

Ryzyko danych jest ryzykiem przychodów

Ograniczenie prawa do zbierania, łączenia albo wykorzystywania danych może obniżyć jakość produktu, zwiększyć koszt pozyskania danych i zmniejszyć jego użyteczność. Incydent cybernetyczny może jednocześnie wywołać bezpośrednie koszty i utratę zaufania. Nie dopisujemy arbitralnej oczekiwanej kary: stres jest przeniesiony na niższy wzrost oraz marżę, a ryzyka ogonowe pozostają poza prostym scenariuszem.

Prognoza i test

W bazie wzrost aktywności zaczyna od 4%, cena/miks od 3,85%; iloczyn daje 8% przed FX. Marża segmentowa rośnie z 38,2% w 2026 do 40,0% w 2035. To wymaga, by koszt danych, modeli i obsługi nie pochłonął korzyści z nowych produktów. Różnica między 8% underlying a wzrostem raportowanym w GBP musi być sprawdzana w każdym kolejnym komunikacie.

Governance i dyscyplina alokacji

CEO Erik Engstrom i CFO Nick Luff odpowiadają za komunikację aktualnych wyników. [S01] W ocenie autora podstawowy test zarządzania to kolejność wydatków: odnowienie produktu i danych, rentowne inwestycje, a dopiero potem cena przejęć i skupu akcji. Buyback może podnosić EPS, nawet gdy rośnie dług netto. Nie oznacza to automatycznie tworzenia wartości; potrzebny jest zwrot z zainwestowanej gotówki, nie tylko mniejszy mianownik EPS.

Źródła: [S01] · [S03] | fakty segmentowe; interpretacja i ścieżki prognoz: autor

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 04

3. STM i Legal: dwa testy AI

Obszar	H1 2026, mln GBP	Interpretacja autora
STM	Przychody 1370; adj. EBIT 519; underlying+6%	Wiarygodne treści i narzędzia wspierają badania; budżety instytucji ograniczają ceny.
Legal	Przychody 959; adj. EBIT 208; underlying+10%	Wartość może przesuwać się od wyszukania dokumentu do całego zadania. Więcej kosztu modelu nie musi oznaczać wyższej marży.

Zarząd opisuje wdrożenia narzędzi AI i silną nową sprzedaż. Traktujemy to jako twierdzenia emitenta, nie niezależny pomiar retencji czy zwrotu z nakładów klienta. Model nie zawiera fikcyjnych ARR, NRR, liczby płatnych użytkowników ani wolumenów tokenów, których nie ujawniono w wykorzystanym pakiecie. [S01, s.6-7]

STM: wolumen publikacji nie jest całą ekonomiką

Więcej zgłoszeń artykułów nie przekłada się liniowo na przychód ani na wolną gotówkę. Znaczenie mają jakość, selekcja, sposób finansowania dostępu i wartość narzędzi analitycznych. Presja na otwartość dostępu może zmienić płatnika i miks przychodów. Baza zakłada wzrost i trwałą marżę, ale nie zakłada nieograniczonego wzrostu cen.

Legal: asystent może wzmacniać i osłabiać platformę

Integracja treści, wyszukiwania i przygotowania pracy może zwiększyć użyteczność produktu; z drugiej strony narzędzia ogólne i tańsi konkurenci mogą obniżyć cenę prostych funkcji. W scenariuszu ostrożnym spowolnienie wzrostu łączy się z niższą marżą. Sam komunikat o nowym produkcie nie jest katalizatorem zysku bez danych o wdrożeniu i płatnej adopcji.

Źródła: [S01] · [S03] · [S05] | dane H1; pozostałe mechanizmy: analiza autora

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 05

4. Exhibitions, Print i zmiana prezentacji

Targi łączą uczestników rynku, lecz są bardziej wrażliwe na podróże, kalendarz i zakłócenia geopolityczne niż abonamenty cyfrowe. W H1 przychody 575 mln GBP spadły raportowo o 1%, mimo wzrostu underlying 6%; część wydarzeń przesunięto do H2. Nie prognozujemy 2026 przez proste podwojenie półrocza. Zarząd wskazał niepewność dotyczącą pozostałych wydarzeń na Bliskim Wschodzie. [S01, s.8]

Pięć linii przychodów, nie fałszywa jednolita spółka

Od 2025 druk i aktywności związane z drukiem są prezentowane odrębnie. Część commercial healthcare przeniesiono zSTM doRisk. Dla porównania lat używamy danych 2023-2024 przekształconych w raporcie 2025. Cztery główne obszary pozostają punktem opisu działalności, a Print jest osobną ujawnioną linią analityczną. Nie sumujemy ponownie druku z dawnymi wartościami STM i Legal. [S02, s.145-148]

Przychody, mln GBP	2023 restated	2024 restated	2025
Risk	3 224	3 336	3 485
STM	2 581	2 624	2 714
Legal	1 655	1 718	1 806
Exhibitions	1 115	1 239	1 186
Print	586	517	399
Razem	9 161	9 434	9 590

W 2026 Print spada w modelu o 17%; dalej maleje przez cały horyzont. Wygaszenie dochodowej linii może odebrać część krótkoterminowej gotówki, nawet jeżeli poprawia jakość wzrostu reszty grupy. Nie nadajemy drukowi osobnej dodatniej premii terminalnej. Wycena całej firmy uwzględnia malejący udział tej działalności.

Źródła: [S01] · [S02] | przekształcone szeregi historyczne; prognoza: autor

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 06

5. Trzy lata: most od zysku do gotówki

mln GBP	2023	2024	2025
Przychody	9 161	9 434	9 590
EBIT IFRS	2 682	2 861	3 027
Adjusted EBIT	3 030	3 199	3 342
Zysk przypisany akcjonariuszom	1 781	1 934	2 065
Cash generated from operations	3 370	3 521	3 735
CFO po odsetkach i podatku	2 457	2 608	2 836
Capex PPE + software	477	484	525
Gross pre-publication cash	93	92	102
Leasing: kapitał netto	70	61	38
D&A software + PPE	373	398	378
SBC addback w cash flow	56	66	63

Capex nie obejmuje pre-publication costs ani kapitału leasingu. CFO jest przepływem po odsetkach i podatku, więc nie jest FCFF. Dane z [S02], s.138-149 i 161. Zysk netto nie obejmuje udziałów niekontrolujących.

Adjusted to punkt startowy, nie automatyczna gotówka

Różnica między EBIT IFRS i adjusted obejmuje przede wszystkim amortyzację przejętych aktywów, koszty przejęć/zbyć oraz gross-up podatku i finansowania JV. W modelu nie dodajemy amortyzacji nabytych aktywów drugi raz. Pozostawiamy koszt SBC i wprowadzamy rezerwę kosztów powtarzających się 0,3% sprzedaży, aby znormalizowany wynik nie zakładał całkowitego zniknięcia kosztów integracji lub reorganizacji.

Model organiczny nie finansuje przyszłych nieujawnionych przejęć. Inwestycje w rozwój własny są nadal istotne i obciążają FCFF. Wyłączenie amortyzacji nabytych aktywów nie jest dowodem, że ich ekonomiczna wartość nie zużywa się; konieczna jest weryfikacja trwałości produktów i kosztu odnowienia danych.

Źródła: [S02] · [S03] · [S04]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 07

6. H1 2026: jakość wyniku i uzgodnienia

H1 2026, mln GBP	Kwota / uzgodnienie
Przychody / underlying	4 871 / +7%
Reported / adjusted EBIT	1 585 / 1 727
Uzgodnienie adjusted	1 585 +118 amort.nabyta +15 koszty +8 JVtax +1 JVfinance =1 727
Zysk akcjonariuszy / reported EPS	1 173 /65,7 p
AdjustedEPS	68,6 p; nie konsensus
D&A pełne	118 acquired +193 software +12 PPE +18 ROU +42 prepub =383
CFO before interest/tax	1 585 -26 JV +383 D&A +35 SBC -10 WC =1 967
CFO po odsetkach/podatku	1 967 -170 +4 -342 =1 459
Capex	12 PPE +280 software =292

Przychody raportowane rosną wolniej niż underlying: znaczenie mają FX, malejący druk, transakcje i terminy wydarzeń. Raportowany EPS rośnie szybciej od adjusted EPS także przez pozycje poniżej działalności operacyjnej; nie traktujemy tego jako miary tempa przyrostu ekonomicznego FCFF. [S01, s.9-10,20,24-26]

Znormalizowany H1 FCFF w konwencji modelu to 1 037,8 mln GBP: (1 677,4 EBIT)×76% +205 D&A -292 capex -150 zmiany bilansowego NWC. Ten przepływ jest obliczeniem autora, nie miarą publikowaną przez RELX. Bilansowa zmiana mieszanych pozycji obejmuje FX i inne efekty, więc nie jest identyczna z 10 mln WC w cash flow.

Źródła: [S01] | H1 normalizacja nie jest miarą IFRS ani FCF emitenta

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 08

7. Bilans i kapitał po dacie sprawozdania

30.06.2026, mln GBP	Kwota	Ujęcie w wycenie
Bank/bond debt	8 787	brutto; proxy wag i mostu
Lease debt	119	wyłączony: leasing kosztem operacyjnym
Hedging liabilities / swap asset	73 /26	w definicji issuer net debt
Cash	220	już odjęta w issuer net debt
Net debt issuer	8 733	8 906 +73 -26 -220
Net debt po wyłączeniu leasingu	8 614	nieuzgodnione proxy czerwcowe
Pension assets / obligations	236 /149	aktywa nie dodane;149 odejmowane
JV / other investments	184 /159	dodane book-value proxy, nie fair value
NCI	17	odjęte book-value proxy

Co zmieniło się po czerwcu?

Doctrine przejęto 3.09.2026. Brak zweryfikowanej ceny i odrębnych sprawozdań ogranicza pełne pro forma. Nie dodajemy nieznanych synergii ani arbitralnego goodwill. We wrześniu wyemitowano dwie transze po 500 mln EUR, z kuponami 4,0% i 4,5%; wpływy nie zwiększają automatycznie długu netto, bo trzeba znać wykorzystanie gotówki. Trwały także buyback i wypłata dywidendy. [S13-S15]

RNS z 19.10 podaje 1 741 653 257 akcji poza treasury po rozliczeniu ostatnich transakcji. Do modelu dodano 5,0 mln bufora rozwodnienia: razem 1 746,653257 mln. To ostrożnościowe założenie autora, nie ujawniony aktualny w pełni rozwodniony mianownik. Nie dopisujemy wartości przyszłych buybacków ani dywidend do EV.

Źródła: [S01] · [S07] · [S13] · [S14] · [S15]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 09

8. Drivery prognozy: jawne hipotezy

Linia	Aktywność 2026 /2035	Cena/miks 2026 /2035	Marża 2026 /2035
Risk	4,0% /2,0%	3,8% /2,0%	38,2% /40,0%
STM	2,0% /1,5%	3,9% /2,0%	38,7% /39,5%
Legal	5,0% /2,5%	4,8% /2,5%	23,7% /28,5%
Exhibitions	2,0% /1,0%	3,9% /2,0%	35,0% /34,0%
Print	-20,0% /-15,0%	3,8% /3,0%	47,0% /35,0%

Przychód każdego obszaru = przychód roku poprzedniego ×(1+aktywność)×(1+cena/miks)×(1+FX)×(1+kalendarz). Rozdział aktywność/cena jest autorską dekompozycją przybliżającą ekonomikę; nie należy go odczytywać jako ujawnionej liczby użytkowników, ruchu albo ARPU. Parametry z 2026 zbiegają liniowo do 2035. Po pierwszym roku FX nie wnosi trwałego dodatniego trendu.

Dodatkowy parametr autora	Ujęcie
FX2026	-2% dla czterech głównych obszarów; zero dla Print
Exhibitions 2026	dodatkowe-3% za kalendarz/zakłócenia; nie guidance
Print 2026	(1-20%)×(1+3,75%)-1 =-17%
Central costs	0,1% sprzedaży odjęte od sumy adjusted EBIT
JV grossed-up	57/9590 sprzedaży odjęte od adjusted EBIT
Rezerwa kosztowa	0,3% sprzedaży; nie gotówka na cenę przejęć

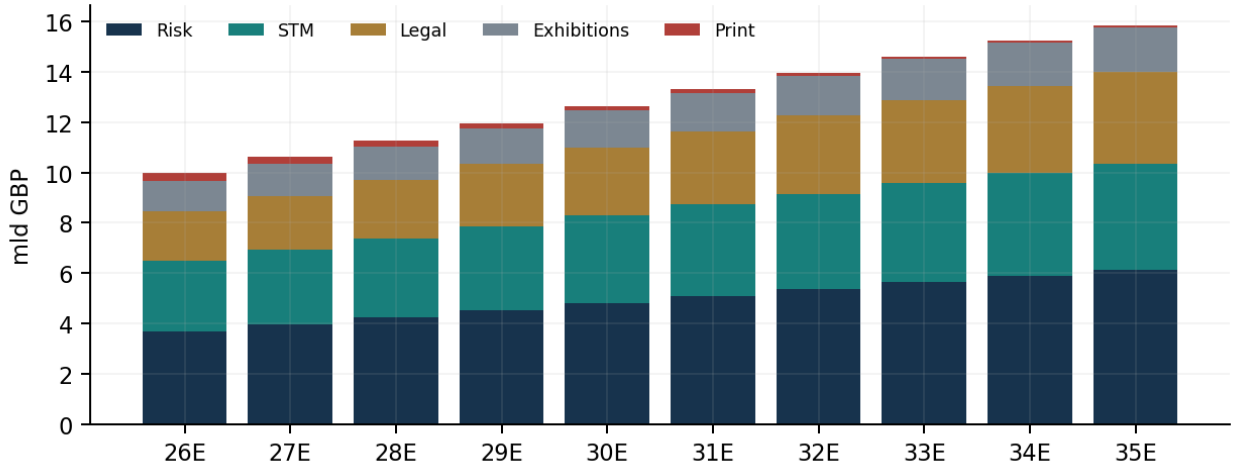
W 2026 model zakłada organiczną ścieżkę i nie wyodrębnia nabytej Doctrine. Nie przedstawia prognozy jako bieżącego konsensusu ani pełnego planu emitenta. Prognoza 2026 powinna być ponownie sprawdzona po 22 października, a informacje o konsolidacji i finansowaniu po kolejnych sprawozdaniach.

Źródła: [S01] · [S02] · [S06] · [S13] | historyczna baza i kontrola z guidance; parametry przyszłe: autor

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 10

9. Dziesięć lat przychodów



mln GBP	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Risk	3 689	3 967	4 249	4 533	4 815
STM	2 819	2 981	3 143	3 306	3 468
Legal	1 947	2 131	2 320	2 514	2 710
Exhibitions	1 195	1 263	1 330	1 397	1 462
Print	331	277	232	196	167
Razem	9 981	10 618	11 275	11 946	12 622
Wzrost	4,1%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%

mln GBP	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Risk	5 094	5 367	5 631	5 883	6 120
STM	3 628	3 786	3 940	4 090	4 235
Legal	2 906	3 101	3 291	3 476	3 652
Exhibitions	1 525	1 587	1 645	1 700	1 751
Print	143	123	106	93	81
Razem	13 297	13 963	14 613	15 241	15 839
Wzrost	5,3%	5,0%	4,7%	4,3%	3,9%

Wszystkie lata 2026E-2035E są prognozą autora. Sumy na pełnej precyzji mogą różnić się od sum zaokrąglonych komórek. Brak sztucznej premii przychodowej za samo użycie AI.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

10. Marże i koszt działalności

Marża adjsegmentu	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Risk	38,2%	38,4%	38,6%	38,8%	39,0%
STM	38,7%	38,8%	38,9%	39,0%	39,1%
Legal	23,7%	24,2%	24,8%	25,3%	25,8%
Exhibitions	35,0%	34,9%	34,8%	34,7%	34,6%
Print	47,0%	45,7%	44,3%	43,0%	41,7%
EBIT norm./sprzedaż	34,4%	34,4%	34,5%	34,6%	34,7%

Marża adjsegmentu	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Risk	39,2%	39,4%	39,6%	39,8%	40,0%
STM	39,1%	39,2%	39,3%	39,4%	39,5%
Legal	26,4%	26,9%	27,4%	28,0%	28,5%
Exhibitions	34,4%	34,3%	34,2%	34,1%	34,0%
Print	40,3%	39,0%	37,7%	36,3%	35,0%
EBIT norm./sprzedaż	34,8%	35,0%	35,1%	35,3%	35,5%

Most, mln GBP	2026E	2030E	2035E
Adj. EBIT po kosztach centrali	3 525	4 494	5 770
Minus JV contribution	59	75	94
Plus amortyzację ROU	39	49	61
Minus lease cash	42	53	67
Minus rezerwa kosztowa	30	38	48
EBIT znormalizowany	3 433	4 377	5 622

Każda linia ma koszt = przychód×(1-marża). Nie znamy raportowanego rozdziału kosztu modeli AI, data acquisition, wynagrodzeń i obsługi klienta w każdym segmencie; nie tworzymy fikcyjnej precyzji. Marża jest nośnikiem efektywności, miksu i presji kosztowej. Wzrost Legal wymaga większej wartości na klienta, a nie wyłącznie ograniczania kosztów.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

11. Reinwestycje, software i kapitał obrotowy

mln GBP	2026E	2030E	2035E
D&A: software+PPE	419	547	713
Capex: software+PPE	599	757	1 162
Należności mixed proxy	2 495	3 127	3 881
Zapasy+prepub netto	339	429	539
Zobowiązania mixed proxy	4 392	5 526	6 890
NWC	-1 557	-1 969	-2 471
Zmiana NWC	-68	-105	-93
Capex-D&A+ΔNWC	112	105	356
Aktywa proxy koniec roku	3 324	4 120	5 773

NWC = trade / other receivables + inventory / prepublication - trade / other payables. To mieszane pozycje; nie są czystym handlowym cyklem gotówki. Przyjęto należności 25,0%→24,5%, zapasy/prepub 3,4%, zobowiązania 44,0%→43,5% sprzedaży. Ujemny NWC częściowo finansuje wzrost, ale nie jest trwałym darmowym źródłem gotówki w scenariuszu spadku sprzedaży. W 2026 przyjęte udziały powodują przejście od stanu końca 2025.

Koszt utrzymania wiedzy nie znika

D&A dodawane do FCFF obejmuje tylko własne oprogramowanie i PPE:4,2%→4,5% sprzedaży. Capex startuje od 6%, a po 2031 zbiega do reinwestycji spójnej z terminalnym ROIC. Amortyzacja prepub pozostaje kosztem EBIT, a aktywo prepub jest w NWC netto; nie odejmujemy drugi raz jego gross capex. Nakłady na własne produkty nie są równoznaczne z całym R&D: część pracy badawczej i danych pozostaje w kosztach.

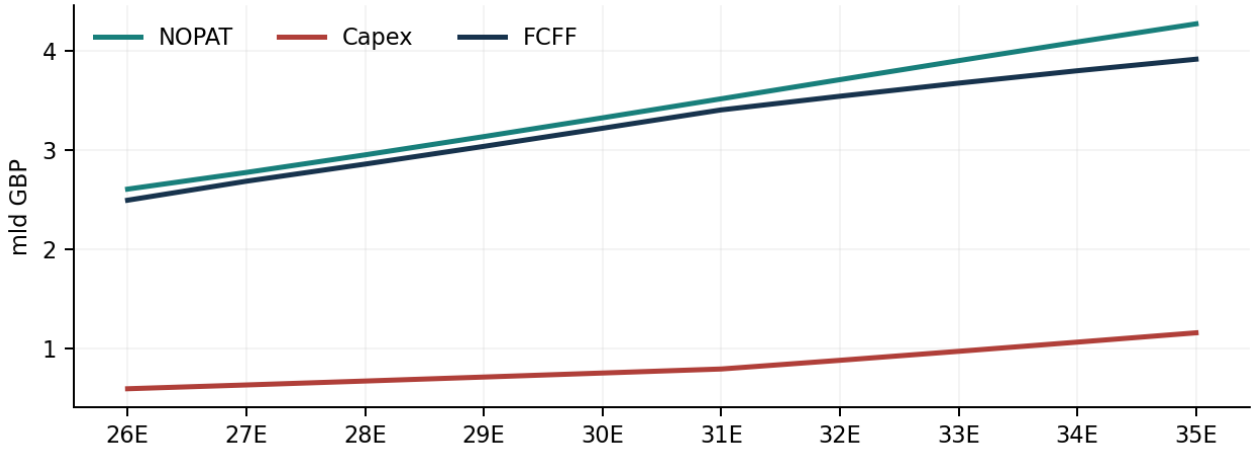
Proxy aktywów = intangibles+PPE na 31.12.2025 plus capex-minus D&A; obejmuje także nabyte aktywa i pomija FX, przejęcia oraz zbycia. Służy tylko kontroli nieujemności, nie jest pełnym bilansem. Nie ujawniono rozdziału capex maintenance/growth, więc nadwyżka nadD&A nie jest nazywana raportowanym capex wzrostowym.

Źródła: [S01] · [S02] | definicje historyczne; ratios i schedule: autor

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

12. FCFF: FY 2026-FY 2030

mln GBP	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	9 981	10 618	11 275	11 946	12 622
EBIT norm.	3 433	3 654	3 887	4 129	4 377
Podatek norm. od EBIT	824	877	933	991	1 051
NOPAT	2 609	2 777	2 954	3 138	3 327
D&A software+PPE	419	449	481	514	547
Capex software+PPE	599	637	677	717	757
Zmiana NWC	-68	-99	-103	-105	-105
Pełnoroczny FCFF	2 497	2 689	2 861	3 039	3 222
FCFF ujęty w PV	587	2 689	2 861	3 039	3 222
PV FCFF	582	2 543	2 498	2 451	2 399



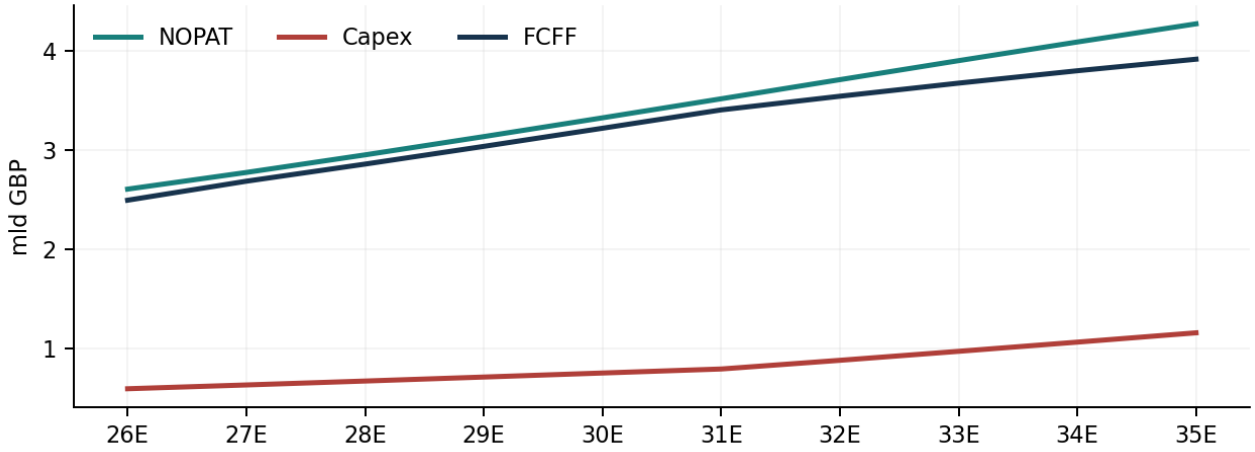
FCFF = EBIT norm.×(1-podatek)+D&A software / PPE-capex-ΔNWC. Odsetki długu nie obniżają FCFF; koszt finansowania odzwierciedlają WACC i dług netto. Podatek 24% jest znormalizowanym parametrem autora, nie raportowanym gotówkowym podatkiem konkretnego roku.

W 2026 tylko pozostały stub jest wyceniany; pozostałe wiersze to pełne lata. Głębokie przepływy 2031-2035 zależą silnie od założeń, a nie od ujawnionego backlogu.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

13. FCFF: FY 2031-FY 2035

mln GBP	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Przychody	13 297	13 963	14 613	15 241	15 839
EBIT norm.	4 630	4 883	5 135	5 382	5 622
Podatek norm. od EBIT	1 111	1 172	1 232	1 292	1 349
NOPAT	3 519	3 711	3 902	4 090	4 273
D&A software+PPE	581	614	648	681	713
Capex software+PPE	798	885	976	1 068	1 162
Zmiana NWC	-105	-104	-101	-98	-93
Pełnoroczny FCFF	3 407	3 544	3 676	3 801	3 917
FCFF ujęty w PV	3 407	3 544	3 676	3 801	3 917
PV FCFF	2 342	2 250	2 155	2 057	1 958



FCFF = EBIT norm.×(1-podatek)+D&A software / PPE-capex-ΔNWC. Odsetki długu nie obniżają FCFF; koszt finansowania odzwierciedlają WACC i dług netto. Podatek 24% jest znormalizowanym parametrem autora, nie raportowanym gotówkowym podatkiem konkretnego roku.

W 2026 tylko pozostały stub jest wyceniany; pozostałe wiersze to pełne lata. Głębokie przepływy 2031-2035 zależą silnie od założeń, a nie od ujawnionego backlogu.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

14. Pięć zabezpieczeń przed podwójnym liczeniem

Pozycja	Dokładne traktowanie
SBC	35 mln H1 pozostaje w kosztach; nie dodawane do FCFF. Bufor 5 mln akcji dotyczy przyszłego rozwodnienia, nie zwrotu wydatku.
Leasing	Cofamyamortyzację ROU, odejmujemy kapitał leasingu netto+interest. H1:18-(16+2)=0;2 mln interest to proxy autora. Lease debt 119 nie jest odejmowany drugi raz. Krótkoterminowy / niskocenny rent pozostaje w kosztach.
Pre-publication	42 mln amortyzacji H1 nie jest dodawane do FCFF. Netasset jest w NWC; cash 54 nie jest ponownie odejmowane jako capex.
JV/associates	H1 contribution 35=26 posttax+8 tax+1 finance jest usunięte z adj. EBIT. Forecast 57/9590 sale. Book JV 184 dodane tylko raz; dywidendy JV nie trafiają do FCFF.
Nabyte intangibles	Amortyzacja 118 H1 jest już pozaadj. EBIT; nie pojawia się jako drugi addback. Rezerwa 0,3% przychodów pokrywa normalizowane koszty, ale nie cenę przyszłych przejęć.

Daty i stub wyceny

Datą modelu jest 19.10.2026; porównanie do ostatniego zakończonego kursu 16.10. Brak dokładnego czasu notowania w szeregach dziennych - nie wymyślamy godziny zamknięcia. Pełnoroczny 2026 FCFF pomniejszamy o znormalizowany H1 FCFF; do wyceny trafia 74/184 pozostałegoH2. To proporcjonalny podział, nie odtworzenie rzeczywistej sezonowości tygodniowej.

Stub dyskontowany do 25.11.2026; lata 2027-2035 do 1 lipca danego roku, z konwencjąActual/365,25. Terminal na 1.01.2036. Nie roll-forwardujemy czerwcowego długu netto do października bez dowodów. Wrażliwości datowania i długu są częścią raportu, a nie korektą udającą aktualny bilans.

Źródła: [S01] · [S02] · [S07] · [S08] | normalizacje i harmonogram: autor

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 16

15. Koszt kapitału: nominalny GBP

Składnik	Wartość	Podstawa
Risk-free 10 Y	5,3092%	BoE IUDMNPY,15.10.2026; nominal par yield[S10]
ERP	4,20%	Damodaran 01.10; kotwica dojrzałego rynku[S11]
Beta	0,85	parametr autora, nie regresja REL
Koszt equity	8,88%	RF+beta×ERP
Spread długu	1,00%	założenie autora, nie krzywa emitenta
Koszt długu	6,31%	RF+spread; przed podatkiem
Tarcza podatkowa	24,0%	założenie autora
Equity value do wag	50 897	kurs×mianownik proxy
Debt do wag	8 787	bank/bond gross debt, bez leasingu
WACC obliczony / użyty	8,28% /8,30%	zaokrąglenie 8,28% do 8,3%

Dług netto nie służy do wag kapitału. Wycena przepływów, wzrost terminalny i stopa bazowa są nominalne w GBP, mimo międzynarodowych przychodów i długu w USD/EUR. Nie przenosimy kuponu euro bez korekty jako kosztu długu w GBP. Rentowność par nie jest pełną zerokuponową krzywą do dyskontowania każdego roku: pojedynczy WACC jest świadomym uproszczeniem.

Nie dopasowujemy stopy do ceny. Beta 0,85 i spread 100 pb wymagają dalszej weryfikacji; wrażliwość obejmuje szeroki przedział WACC. Ostatnia wyświetlona oficjalna obserwacja BoE ma datę 15 października, a nie 16 lub 19 października. WACC scenariuszy 7,3%-9,3% testuje równocześnie ryzyko długiej trwałości przewagi.

Źródła: [S01] · [S07] · [S08] · [S10] · [S11]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

16. Terminal i most do akcjonariusza

2036E, mln GBP	Wartość / warunek
NOPAT	4 380
g /ROIC	2,5% /30,0%
Reinwestycja/NOPAT	8,3%
Reinwestycja	365
FCFF	4 015
FCFF 2036/2035-1	2,5%
Terminal value	69 222
PV terminala	33 235

Terminal FCFF = NOPAT 2035×(1+g)×(1-g/ROIC). Gospodarcza interpretacja: wzrost wymaga zainwestowania części zysku. Ostatni jawny rok ma capex-D&A+ΔNWC równy NOPAT×g/ROIC, dlatego terminal nie uzyskuje nieuzasadnionego skoku przepływu. ROIC 30% dotyczy nowych inwestycji i jest hipotezą, nie raportowanym grupowym ROIC 15,4% za 2025 z goodwill. [S02, s.204]

Most, mln GBP	Kwota
PV jawnych przepływów	21 235
PV terminala	33 235
EV	54 470
Minus dług netto bez leasingu proxy	8 614
Minus pension /NCI	149 /17
Plus JV/other book-value proxy	343
Equity	46 033
Mianownik mln /GBP na akcję	1 746,653 /26,35

PV terminala stanowi 61,0% EV. Bookproxy inwestycji i NCI nie zastępuje fair value; wyzerowanie kredytu za inwestycje obniża wartość do 26,16 GBP. Brak pełnego pro forma Doctrine pozostaje istotny.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

17. Trzy scenariusze, bez pozornych prawdopodobieństw

Parametr autora	Ostrożny	Bazowy	Optymistyczny
WACC	9,3%	8,3%	7,3%
g /ROIC	1,5% /20,0%	2,5% /30,0%	3,0% /35,0%
Aktywność vsbaza	-2,5%	0,0%	1,5%
Marża vsbaza	-3,5%	0,0%	2,5%
Podatek	25,0%	24,0%	23,0%
Wartość/akcję GBP	12,76	26,35	45,39
Vs 29,14 GBP	-56,2%	-9,6%	55,8%
Przychody 2035	12 374	15 839	18 315
FCFF 2035	2 747	3 917	4 900

Ostrożny: presja na ceny/aktywność, słabsza efektywność, wyższy koszt kapitału i większy capex do 2031. Optymistyczny: płatne wdrożenia AI zwiększają użycie i wartość na klienta, marże rosną, koszt kapitału spada. Nie przypisano prawdopodobieństw, ponieważ brak podstaw do wiarygodnej kalibracji. Rozrzut nie jest przedziałem ufności.

Co psuje się najpierw?

W spowolnieniu najszybciej może ucierpieć sprzedaż transakcyjna i targi; następnie nowa sprzedaż i pricing. Koszt utrzymania produktu nie maleje natychmiast, dlatego wynik spada szybciej niż przychody. Ujemny kapitał obrotowy może odwrócić się przeciw firmie, gdy maleją przedpłaty lub zobowiązania. Scenariusz nie obejmuje wszystkich skutków dużego cyberincydentu lub utraty dostępu do kluczowej bazy.

Wartości scenariuszowe są obliczeniami autora; nie ratingami ani cenami docelowymi.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

18. Wrażliwości i cena brakujących danych

WACC \ g	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
6,5%	34,81	37,32	40,45	44,50	49,91
7,0%	31,12	33,04	35,40	38,35	42,16
7,5%	28,05	29,55	31,36	33,58	36,36
8,0%	25,46	26,65	28,06	29,76	31,85
8,5%	23,24	24,20	25,31	26,64	28,24
9,0%	21,32	22,10	22,99	24,04	25,29
9,5%	19,65	20,28	21,01	21,85	22,84

GBP/akcję; pozostałe drivery bazowe. Zmiana g przelicza reinwestycję i capex końca prognozy. To nie mechaniczne podniesienie licznika bez kosztu wzrostu.

Test, pozostałe bez zmian	GBP/akcję
Dług netto +500 mln	26,07
Dług netto -500 mln	26,64
Dług netto +1000 mln	25,78
Akcje +1% /-1%	26,09 /26,62
Bez 343 mln book-value credit inwestycji	26,16
Capex +1 pp tylko jawne lata	25,86
Bez pozostałego 2026 FCFF	26,02

Każde 100 mln GBP dodatkowego długu netto obniża wartość o 0,057 GBP/akcję. Dla Doctrine potrzebne są zarówno koszt finansowania, jak i przyrost operacyjnych przepływów. Nie można z tej tabeli wywnioskować samego wpływu transakcji bez obu stron równania. Scenariusz+1000 mln długu nie jest oszacowaniem ceny Doctrine.

Wrażliwość capex dotyczy dodatkowej gotówki tylko w latach jawnych, bez nowej wartości terminalnej ani dodatkowego wzrostu. W praktyce większe inwestycje mogą poprawić produktywność, a trwałe wyższe koszty mogą także obniżyć terminal. To izolowany test kosztu, nie pełny scenariusz biznesowy.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 20

19. Katalizatory, falsyfikacja i kontrola

Termin /status	Co obserwować	Wpływ na model
22.10.2026: potwierdzony[S06]	trading update 9 M: segmenty, wzrost organiczny, outlook	rewizja tempa 2026-2027; nie znamy jeszcze wyników
Kolejne pełne wyniki: okno, nie data	dane finansowe Doctrine, finansowanie, net debt, capex	pełne pro forma i likwidacja najważniejszego proxy
Cyklicznie, brak jednej daty	odnowienia, nowe kontrakty, płatna adopcja AI	test rozdziału aktywność/cena i trwałości marż
Ryzyko ciągłe	prawa do danych, cyber, budżety badań, podróże	słabszy wzrost, wyższy koszt i ogon ryzyka

Warunki ponownego przeliczenia

Baza wymaga aktualizacji, jeżeli Risk iLegal nie utrzymają silnej dynamiki albo wzrost capex i kosztu dostarczania AI trwale wyprzedzi przychody. Wyższa marża bez równoległej konwersji na gotówkę nie wystarcza. Progi autora: dwa kolejne okresy wzrost underlying głównych obszarów poniżej 5% lub capex software / PPE trwale ponad 7% sprzedaży są sygnałem ponownego oszacowania, nie automatyczną instrukcją giełdową.

Jakość modelu a trafność ekonomiczna

Model wykonał 42 kontrole: sumy segmentów, most IFRS/adjusted, cash flow i net debt, FCFF, EV/equity, terminal ROIC, porządek scenariuszy, aktywa i leasing. Niezależny audyt ponownie dyskontuje przepływy i sprawdzaPDF. Poprawna arytmetyka nie potwierdza ceny ryzyka, przewagi konkurencyjnej ani dokładności prognozy.

Najważniejsze brakujące dowody to pełny bilans po Doctrine, wiarygodne dane o monetyzacji i retencji AI, bieżący konsensus oraz uzasadnienie beta i spreadu długu w GBP. Publikacja ma charakter analityczny i edukacyjny; nie jest indywidualnym badaniem adekwatności inwestycji.

Źródła: [S01] · [S03] · [S06] · [S13]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

20. Rejestr źródeł - część I

Dostęp 19.10.2026; źródła pierwotne preferowane. Dane rynkowe są datowane, nie sesyjnie aktualizowane. Kliknij identyfikator, aby otworzyć dokument. Wartości finansowe w mln GBP, chyba że oznaczono inaczej.

[S01] RELX H1 2026 filed results and notes

23.07.2026; H1 ended 30.06.2026 | pp.3-12,20-30; notes 2,5,6,8; GBPm

[S02] RELX 2025 Annual Report financial statements

19.02.2026; FY 2023-2025 | pp.138-149,161, notes 2,11,18-23; GBPm, restated segments

[S03] RELX Annual Report 2025, SEC 20-F

19.02.2026; year ended 31.12.2025 | Item 4,5, financial statements by incorporation; issuer, risks, resegmentation

[S04] RELX FY 2025 results

12.02.2026; FY 2025 | financial summary and full results PDF

[S05] RELX H1 release on issuer site

23.07.2026; H1 2026 | outlook; management claims, no verified consensus

[S06] RELX current results calendar

accessed 19.10.2026; trading update 22.10.2026 | 2026 results list

[S07] Issuer RNS transaction in own shares

19.10.2026; transactions 12-16.10 | original RNS text; post-settlement shares and treasury

[S08] StockAnalysis REL London historical price

16.10.2026 close; accessed 19.10.2026 | price in GBX, 2914; valuation 29.14 GBP

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

20. Rejestr źródeł - część II

Dostęp 19.10.2026; źródła pierwotne preferowane. Dane rynkowe są datowane, nie sesyjnie aktualizowane. Kliknij identyfikator, aby otworzyć dokument. Wartości finansowe w mln GBP, chyba że oznaczono inaczej.

[S09] Investing REL London historical price

16.10.2026 close; accessed 19.10.2026 | main London listing, not alternate venue RELl

[S10] Bank of England IUDMNPY 10 Y nominal par yield

15.10.2026; latest displayed, accessed 19.10.2026 | 5.3092%; annual percent, par not zero-coupon

[S11] Damodaran implied equity risk premium

01.10.2026; accessed 19.10.2026 | trailing 12 month adjusted payout ERP4.20%; mature-market anchor

[S12] MSCI United Kingdom classification

accessed 19.10.2026 | Developed Markets

[S13] LexisNexis Doctrine acquisition completion

03.09.2026; accessed 19.10.2026 | closed acquisition; consideration and standalone financials not supplied

[S14] RELX term debt official table

accessed 19.10.2026; September 2026 issuance | EUR 500 m 2031 4%; EUR 500 m 2036 4.5%; issuance not automatically net debt increase

[S15] RELX September buyback tranche SEC6-K

07.09.2026; period 07.09-21.10 | GBP 125 m tranche; full 2026 buybackGBP2250 m

[S16] RELX FY 2024 release SEC

13.02.2025; FY 2023 comparative balance | 2023 balance and historical financials

Odtwarzalność i definicje

Zamrożone inputs.json, model.py i model-results.json wraz z logami audytu są przechowywane z datowaną publikacją. PDF pobiera liczby z modelu, nie z ręcznie przepisanych wyników. Model deterministyczny wspiera raport; nie jest bankowym arkuszem z formułami ani pełnym modelem trzech sprawozdań. Kwoty zaokrąglono tylko na etapie prezentacji.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.