

Skarbiec Holding

PROGRAM WSPARCIA POKRYCIA ANALITYCZNEGO GPW – Raport aktualizujący poszerzony o komentarz do wyników kwartalnych I prognozę wyników kolejnego kwartału

Bloomberg: SKH PW, Reuters: SKH1.WA

CEE Equity Research

Spółki finansowe, Polska

19 Maja 2020, 08:05 CET

Przed dywidendą i opłatą zmienną w 2Q20

Podtrzymujemy Kupuj, cena docelowa w dół do PLN22.0

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla SKH i nieznacznie obniżamy cenę docelową do 22,0zł (vs 23,0zł wcześniej), głównie ze względu na 9% spadek aktywów pod zarządzaniem od początku roku do końca kwietnia. Myślimy, że najbliższa dywidenda (30 mln zł), spodziewana opłata zmienna (11 mln zł) w 2Q20 i niewymagająca wycena sprawiają, że SKH może być atrakcyjną inwestycją. Istotne zmiany regulacyjne, które zdefiniują model dystrybucji funduszy na najbliższe lata są jeszcze przed SKH.

Zysk netto w 3Q19/20 (kalendarzowy 1Q20) na poziomie 1.6mln zł.

Większość linii rachunku wyników została zaraportowana blisko naszych oczekiwań. Na str. 6 komentujemy szczegółowo wyniki 1Q20.

Spadek aktywów przyspieszył w marcu. Trend spadku aktywów trwa od 2018r. Na koniec kwietnia aktywa zarządzane przez Skarbiec spadły do 2.9mld zł (-9% ytd; -20% y/y). Niższy poziom aktywów i trajektoria spadku maksymalnej opłaty za zarządzanie wywierają silną presję na wyniki SKH, która póki co jest bilansowana przez opłatę zmienną.

W 2Q20 dwa spore fundusze mogą zapracować na maksymalną opłatą zmienną Wycena jednostek Skarbiec Spółek Wzrostowych (UAM PLN502mn) jest na historycznych szczytach (+26.4% ytd, +30.3%qtd) w porównaniu do benchmarku na -5.5% ytd (100% MSCI World growth Index pomniejszony o opłatę stałą). W zależności od wycen na koniec kwartału opłata zmienna na tym funduszu może sięgać 7.5mln zł (25% pobicia benchmarku, ale nie więcej niż 1.5% aktywów). Wycenia funduszu Skarbiec MIS (UAM PLN179mn) jest na historycznych szczytach (+15.9% ytd, +23.8% qtd) w porównaniu do benchmarku na -17% ytd (90% mWIG40+10% WIBID pomniejszony o opłatę stałą). W zależności od wycen na koniec kwartału opłata zmienna na tym funduszu może sięgać 2.7mn zł. Opłata zmienna na obu powyższych funduszach mogłaby przekroczyć 40mln zł, gdyby nie kwartalny limit 1.5% aktywów.

Kolejna dywidenda powinna być duża. Zakładamy, że w tym roku SKH wypłaci 30 mln PLN (4,4zł na akcję, stopa dywidendy 23.1%). Zysk netto Skarbiec TFI wyniósł 39mn zł w poprzednim roku, z czego 12.5mn zł trafiło do SKH w dywidendzie zaliczkowej. WZA podejmuje decyzję o resztcie w pierwszym półroczu. Kapitały Skarbiec TFI (47.7mln zł na 1Q20) są komfortowo powyżej minimum PLN25mn wynagranego dla PPK.

Wycena i ryzyka. Szczegóły na stronach 7-10.

Tbl. 1. Skarbiec Holding: podstawowe dane finansowe

PLNmn	17/18	18/19	19/20E	20/21E	21/22E
Przychód	101.5	112.9	87.8	65.5	64.6
Zysk netto	19.6	31.2	21.6	12.3	7.3
Opłata zmienna (% of AUM)	0.4%	0.8%	0.8%	0.2%	0.3%
Opłata stała (% of AUM)	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%	1.5%
Stopa dywidendy	18.1%	2.9%	23.1%	9.0%	6.1%
P/E (x)	8.6x	3.8x	6.0x	10.8x	17.8x
EV/EBITDA (x)	4.8x	1.9x	2.6x	7.2x	7.1x

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

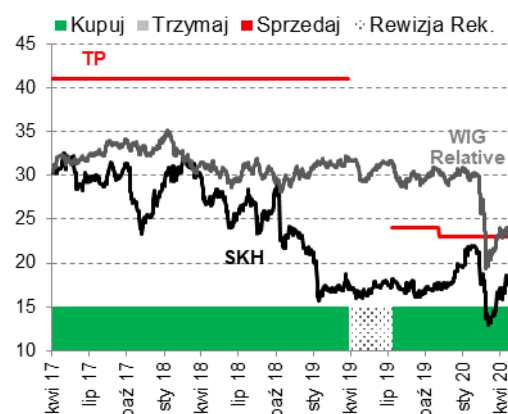
Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN, 12M)

22.0

Cena (zł/ akcje, 18 maja 2019)	18.90
Kapitalizacja (mln zł)	133.0
Średni dzienny obrót (tys zł)	74.0
Liczba akcji (mln)	6.82



Powyższy wykres uwzględnia rekomendacje wydane przez SBM od kwietnia 2017. Wykres pokazuje zachowanie się kursu Spółki w porównaniu do indeksu WIG.

Główni udziałowcy

% głosów

Aoram Sp. z o.o.	33.0%
Copernicus Capital TFI	16.2%
MetLife OFE	7.3%
Value FIZ	6.2%
PKO OFE i DFE	5.5%
Pozostali	32.6%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie,

Opis spółki – wybrane elementy

Skarbiec jest jednym z wiodących, niezależnych funduszy inwestycyjnych w Polsce. Zarządza 44 funduszami i subfunduszami, w których zgromadzono aktywa o wartości prawie 3.7 mld złotych (kwiecień 2020).

Opłata zmienna (tzw. success fee) stanowi istotną część przychodów.

W czerwcu 2019 Skarbiec sfinalizował proces rejestracji PPK. Skarbiec nie chce konkurować ceną, największe nadzieje wiąże z segmentem SME.

Beneficjenci funduszy kontrolujących Skarbiec Holding nie zostali podani do publicznej wiadomości.

Analitik

Kamil Stolarski, CFA, analityk akcji

+48 22 586 100 kamil.stolarski@santander.pl

Podstawowe dane finansowe

Oczekujemy, że Skarbiec osiągnie 21,6 mln zł zysku netto w 19/20E. Zakładamy, że spadek r/r powinien wynikać głównie z niższej opłaty zmiennej (bieżący rok będzie prawdopodobnie czwartym z rzędu rokiem z wyjątkowo wysoką opłatą zmienną).

Podkreślamy, że aktywa zarządzane przez Skarbiec prawdopodobnie spadną o 21% w bieżącym roku. Struktura aktywów powinna ulec poprawie ze względu na zwiększający się udział funduszy wysokomarżowych.

Tbl. 2. Skarbiec Holding – podstawowe dane finansowe

RZiS (PLN mn)	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20E	20/21E	21/22E
Przychody	75.4	109.2	101.5	112.9	87.8	65.5	64.6
Opłata za zarządzanie	67.1	69.6	80.9	78.3	61.6	58.9	53.1
Opłata zmienna	1.8	31.4	15.2	33.2	24.8	13.8	10.2
Inne	6.6	8.3	5.4	1.4	1.4	1.3	1.3
Koszty operacyjne	-60.1	-69.2	-78.1	-75.0	-61.1	-58.9	-56.0
Koszty dystrybucji	-32.3	-34.4	-41.5	-34.3	-23.8	-24.3	-21.2
Oparte na wartości aktywów	-26.8	-27.7	-36.5	-34.3	-23.8	-24.3	-21.2
Pozostałe koszty	-27.7	-34.8	-36.6	-40.7	-37.3	-34.7	-34.7
Zysk brutto ze sprzedaży	15.3	40.0	23.4	37.9	26.8	15.0	8.7
Zysk z działalności operacyjnej	15.5	39.7	23.9	38.4	26.7	15.0	8.7
Przychody finansowe	0.8	0.5	0.5	0.4	0.8	0.7	0.7
Koszty finansowe	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.4	-0.4	-0.4
Inne	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed podatkiem	16.2	40.3	24.3	38.8	27.0	15.3	9.0
Podatek dochodowy	-3.2	-7.8	-4.7	-7.6	-5.4	-3.0	-1.7
Zysk netto	13.0	32.5	19.6	31.2	21.6	12.3	7.3
<i>Zysk netto bez opłaty zmiennej</i>	<i>12.1</i>	<i>12.1</i>	<i>10.8</i>	<i>8.4</i>	<i>4.2</i>	<i>3.6</i>	<i>1.1</i>

Kluczowe wskaźniki (%)	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20E	20/21E	21/22E
Średnie tempo wzrostu aktywów pod zarządzaniem	2.14%	2.15%	2.02%	1.92%	1.91%	1.85%	1.54%
Opłata zmienna, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.06%	0.97%	0.38%	0.81%	0.77%	0.43%	0.30%
Koszty dystrybucji, jako część opłaty za zarządzanie	-40%	-40%	-45%	-44%	-39%	-41%	-40%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej, jako część opłaty za zarządzanie	-41%	-50%	-45%	-52%	-61%	-59%	-65%
Stawka podatku dochodowego	-20%	-19%	-19%	-20%	-20%	-20%	-19%
Zysk netto, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.41%	1.00%	0.49%	0.76%	0.67%	0.38%	0.21%

Kluczowe liczby (PLN m)	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20E	20/21E	21/22E
Aktywa pod zarządzaniem przez fundusze rynku kapitałowego (średnia)	3,133	3,239	4,011	4,086	3,227	3,191	3,441
Niskomarżowe	1,637	1,698	2,155	2,323	1,670	1,531	1,619
Wysokomarżowe	1,496	1,541	1,857	1,763	1,557	1,660	1,822

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Ostatnie wydarzenia

Poniżej przedstawiamy ostatnie wydarzenia, które naszym zdaniem mogły mieć wpływ na kurs SKH:

- 2020.05.18 – SKH zaraportował 3Q19/20 zysk netto na poziomie 1.6mln zł (blisko 1.0mln zł oczekiwanego przez nas).
- Marzec 2020 – Aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI skurczyły się o 14% jako pośrednik skutek pandemii Covid-19.
- 2020.03.30 SKH zaraportował 2Q19/20 zysk netto na poziomie 9.3mln zł dzięki kwartalnej opłacie zmiennej na poziomie 9.3mln zł.
- 2020.12.20 KNF opublikował aktualizację stanowiska dotyczącego „zachęt”. Zaktualizowana wersja pozwala bankmom i funduszom kontynuowania współpracy na starych zasadach do końca 2020 roku. Stanowisko KNF nie jest ostateczną wersją i prawdopodobnie w trakcie 2020 roku zostanie zaktualizowane.
- 2019.11.15 SKH zaraportował 1Q19/20 zysk netto na poziomie 3.4mln zł (zgodnie z naszym założeniem zysku netto na poziomie 3.4mln zł).
- 2019.11.06 SKH jest gotowy przejąć fundusz Lartiq Globalni Liderzy Wzrostu FIZ – Andrzej Sołdek członek zarządu powiedział w informacji prasowej opublikowanej przez Skarbiec. Aktywa tego funduszy na koniec października wyniosły 26.0mln zł.
- 2019.10.24 WZA zaakceptowało dywidendę na poziomie 3.4mln zł, dywidendę na akcję 50 gr. Dzień dywidendy został ustalony na 22 listopada 2019.
- 2019.09.17 Aktualizacja rekomendacji KNF w zakresie zachęt, którą uznaliśmy za nieznacznie pozytywne (przedłużenie obecnych umów do końca roku, brak bezpośredniego zakazu marży przekraczającej koszt dystrybutora).
- 2019.09.16 SKH opublikowało projekty uchwał ZWZ, które zakładały dywidendę na 2018/2019 na poziomie 3,4 mln zł (w porównaniu do skonsolidowanego zysku netto w wysokości 31,2 mln zł na 2018/2019 r. I jednostkowego zysku netto na 2018/2019 na poziomie 4,4 mln zł). Oznacza to dywidendę w wysokości 0,50 zł na akcję (w porównaniu z oczekiwanym przez nas 0,51 zł).
- 2019.09.12 SKH zaraportował zysk netto za 4Q18/19 w wysokości 10,8 mln zł (oczekiwaliśmy zysku na poziomie 9,5 mln zł).

Zmiany prognoz

Poniżej przedstawiamy podsumowanie zmian w naszych prognozach dla SKH. Nasza prognoza zmieniła się ze względu na uwzględnienie wyników z ostatniego kwartału i najnowszych informacji o aktywach pod zarządzaniem. W porównaniu do poprzedniej prognozy oczekujemy 3% niższego poziomu aktywów pod zarządzaniem.

TbI. 3. Skarbiec Holding – zmiany prognoz

RZiS (PLN mn)	19/20E			20/21E			21/22E		
	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana
Przychody	87.8	75.8	16%	65.5	73.5	-11%	64.6	69.5	-7%
Opłata za zarządzanie	61.6	64.9	-5%	58.9	63.0	-7%	53.1	56.4	-6%
Opłata zmienna	24.8	9.2	170%	13.8	10.3	33%	10.2	11.3	-9%
Inne	1.4	1.8	-22%	1.3	1.9	-33%	1.3	1.8	-28%
Koszty operacyjne	-61.1	-61.3	0%	-58.9	-61.6	-4%	-56.0	-58.8	-5%
Koszty dystrybucji	-23.8	-28.4	-16%	-24.3	-28.3	-14%	-21.2	-25.4	-16%
Pozostałe koszty	-37.3	-32.9	13%	-34.7	-33.3	4%	-34.7	-33.5	4%
Zysk brutto ze sprzedaży	26.8	14.6	84%	15.0	13.6	10%	8.7	10.7	-19%
Przychody finansowe	0.8	0.5	39%	0.7	0.5	41%	0.7	0.5	40%
Koszty finansowe	-0.4	-0.3	16%	-0.4	-0.2	123%	-0.4	-0.2	103%
Zysk przed podatkiem	27.0	15.1	79%	15.3	14.3	7%	9.0	11.4	-21%
Podatek dochodowy	-5.4	-3.0	83%	-3.0	-2.7	11%	-1.7	-2.2	-21%
Zysk netto	21.6	12.1	78%	12.3	11.6	6%	7.3	9.2	-21%
<i>Zysk netto bez opłaty zmiennej</i>	<i>4.2</i>	<i>6.2</i>	<i>-32%</i>	<i>3.6</i>	<i>5.3</i>	<i>-31%</i>	<i>1.1</i>	<i>2.4</i>	<i>-55%</i>

Kluczowe wskaźniki (%)	19/20E		20/21E		21/22E	
	Nowe	Stare	Nowe	Stare	Nowe	Stare
Średnie tempo wzrostu aktywów pod zarządzaniem	1.91%	1.89%	1.85%	1.76%	1.54%	1.49%
Opłata zmienna, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.77%	0.27%	0.43%	0.29%	0.30%	0.30%
Koszty dystrybucji, jako część opłaty za zarządzanie	-39%	-44%	-41%	-45%	-40%	-45%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej, jako część opłaty za zarządzanie	-61%	-51%	-59%	-53%	-65%	-59%
Stawka podatku CIT	-20%	-20%	-20%	-19%	-19%	-19%
Zysk netto, jako część AUM	0.67%	0.35%	0.38%	0.32%	0.21%	0.24%

Kluczowe liczby (PLN m)	19/20E			20/21E			21/22E		
	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana
AUM (średnia)	3,227	3,434	-6%	3,191	3,574	-11%	3,441	3,790	-9%
Niskomarżowe	1,670	1,831	-9%	1,531	1,880	-19%	1,619	1,956	-17%
Wysokomarżowe	1,557	1,603	-3%	1,660	1,695	-2%	1,822	1,834	-1%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Komentarz do wyników kwartalnych za 3Q19/20 i 2Q19/20

Większość linii rachunku wyników w 3Q19/20 zaraportowana została blisko naszych oczekiwań. Byliśmy pozytywnie zaskoczeni wysokością opłaty zmiennej na poziomie 1.3mln zł (spodziewaliśmy się kwoty bliskiej zero. Wyższa opłata zmienna nie przełożyła się na wyższe koszty wynarodzeń – domyślamy się, że SKH nie zaksięgował rezerw na wynagrodzenie zmienne dla pracowników. Rezerwy na koszty dysrybucji wzrosły w kwartale do 5.2mln zł (z 0.7 mln zł na koniec roku) – zakładamy, że powodem wzrostu było późne wystawianie faktur przez banki a nie dyskusja o poziomie należnych „zachęt”.

2Q19/20 był wyjątkowo dobry dla SKh ze względu na wysoką opłatę zmienną na poziomie 11.0mln zł, dodatkowo wynikom pomogło rozwiązanie rezerwy na koszty dystrybucji.

Tbl. 4. Skarbiec Holding – wyniki kwartalne, PLN mn

Rok kalendarzowy	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20			1Q20E	
P&L (PLN mn)	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	q/q	y/y	3QE	vs. E
Przychody	39.8	29.0	19.3	27.2	16.3	-40%	-59%	14.6	12%
Opłata za zarządzanie	18.1	17.3	17.4	15.8	14.7	-7%	-19%	14.0	5%
Opłata zmienna	21.5	11.2	1.6	11.0	1.3	-88%	-94%	0.1	1167%
Inne	0.2	0.5	0.3	0.4	0.3	-20%	44%	0.5	-31%
Koszty operacyjne	-22.5	-15.9	-14.9	-15.8	-14.3	-10%	-37%	-13.3	7%
Koszty dystrybucji	-8.2	-6.5	-7.0	-4.7	-6.6	40%	-19%	-5.3	24%
Oparte na wartości aktywów	-8.2	-6.5	-7.0	-4.7	-6.6	40%	-19%	-5.3	24%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-14.4	-9.4	-7.9	-11.1	-7.7	-31%	-47%	-8.0	-4%
Zysk brutto ze sprzedaży	17.2	13.1	4.4	11.4	2.1	-82%	-88%	1.3	55%
Zysk z działalności operacyjnej	17.2	13.4	4.4	11.4	2.0	-82%	-88%	1.4	42%
Przychody finansowe	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2			0.1	
Koszty finansowe	0.0	0.0	-0.2	0.1	-0.1			0.1	
Zysk przed podatkiem	17.3	13.5	4.3	11.6	2.1	-82%	-88%	1.6	29%
Podatek dochodowy	-3.4	-2.7	-0.9	-2.3	-0.5	-78%	-85%	-0.6	-15%
Zysk netto	13.9	10.8	3.4	9.3	1.6	-83%	-89%	1.0	54%
<i>Zysk netto bez opłaty zmiennej</i>	<i>-0.7</i>	<i>2.6</i>	<i>2.7</i>	<i>0.4</i>	<i>0.6</i>	<i>29%</i>	<i>-179%</i>	<i>1.0</i>	<i>-42%</i>
Kluczowe wskaźniki (%)	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	q/q	y/y	3QE	vs. E
Średnia opłata od aktywów pod zarządzaniem	1.88%	1.95%	2.06%	1.92%	1.94%	0.02%	0.06%	1.85%	
Opłata zmienna, jako część aktywów pod zarządzaniem	2.24%	1.26%	0.18%	1.33%	0.17%	-1.17%	-2.07%	0.01%	
Koszty dystrybucji, jako część opłaty za zarządzanie	-45%	-38%	-40%	-30%	-45%	-15%	0%	-38%	
Pozostałe koszty działalności operacyjnej, jako część opłaty za zarządzanie	-79%	-54%	-46%	-70%	-52%	18%	27%	-57%	
Stawka podatku dochodowego	-20%	-20%	-21%	-20%	-24%	-4%	-4%	-36%	
Zysk netto, jako część aktywów pod zarządzaniem	1.45%	1.22%	0.40%	1.13%	0.21%	-0.92%	-1.24%	0.14%	
Kluczowe liczby (PLN m)	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	q/q	y/y	3QE	vs. E
AUM (średnia)	3,839	3,540	3,369	3,296	3,031	-8%	-21%	3,031	0%
Niskomarżowe	2,203	1,896	1,788	1,751	1,516	-13%	-31%	1,516	0%
Wysokomarżowe	1,636	1,644	1,581	1,545	1,515	-2%	-7%	1,515	0%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

4Q19/20E prognoza wyników kolejnego kwartału

Zakładamy zysk netto Skarbiec Holding za 4Q19/20E w wysokości 7,3 mln PLN (+357% kw/kw; -33% r/r) dzięki wyższej opłacie zmiennej. Opłata zmienna na obu poniższych funduszach mogłaby przekroczyć 40mln zł. gdyby nie kwartalny limit 1.5% aktywów.

Wycena jednostek Skarbiec Spółek Wzrostowych (UAM PLN502mn) jest na historycznych szczytach (+26.4% ytd, +30.3% qtd) w porównaniu do benchmarku na -5.5% ytd (100% MSCI World growth Index pomniejszony o opłatę stałą). W zależności od wycen na koniec kwartału opłata zmienna na tym funduszu może sięgać 7.5mln zł (25% pobicia benchmarku, ale nie więcej niż 1.5% aktywów).

Wycenia funduszu Skarbiec MIS (UAM PLN179mn) jest na historycznych szczytach (+15.9% ytd, +23.8% qtd) w porównaniu do benchmarku na -17% ytd (90% mWIG40+10% WIBID pomniejszony o opłatę stałą). W zależności od wycen na koniec kwartału opłata zmienna na tym funduszu może sięgać 2.7mn zł.

Tbl. 5. Skarbiec Holding – prognoza wyniku kwartalnego, PLN mn

Calendar year	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E		
P&L (PLN mn)	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	q/q	y/y
Przychody	39.8	29.0	19.3	27.2	16.3	25.0	53%	-14%
Opłata za zarządzanie	18.1	17.3	17.4	15.8	14.7	13.7	-7%	-21%
Opłata zmienna	21.5	11.2	1.6	11.0	1.3	11.0	768%	-2%
Inne	0.2	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	-16%	-44%
Koszty operacyjne	-22.5	-15.9	-14.9	-15.8	-14.3	-16.1	13%	1%
Koszty dystrybucji	-8.2	-6.5	-7.0	-4.7	-6.6	-5.5	-17%	-16%
oparte na wartości aktywów	-8.2	-6.5	-7.0	-4.7	-6.6	-5.5	-17%	-16%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-14.4	-9.4	-7.9	-11.1	-7.7	-10.6	38%	13%
Zysk brutto ze sprzedaży	17.2	13.1	4.4	11.4	2.1	8.9	333%	-32%
Zysk z działalności operacyjnej	17.2	13.4	4.4	11.4	2.0	8.9	343%	-33%
Przychody finansowe	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	-22%	19%
Koszty finansowe	0.0	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	0%	694%
Zysk przed podatkiem	17.3	13.5	4.3	11.6	2.1	9.0	328%	-33%
Podatek dochodowy	-3.4	-2.7	-0.9	-2.3	-0.5	-1.7	238%	-36%
Zysk netto	13.9	10.8	3.4	9.3	1.6	7.3	357%	-33%
<i>Zysk netto bez opłaty zmiennej</i>	<i>-0.7</i>	<i>2.6</i>	<i>2.7</i>	<i>0.4</i>	<i>0.6</i>	<i>0.6</i>	<i>3%</i>	<i>-78%</i>

Kluczowe wskaźniki (%)	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	q/q	y/y
Średnia opłata od aktywów pod zarządzaniem	1.88%	1.95%	2.06%	1.92%	1.94%	1.89%	-0.05%	-0.06%
Opłata zmienna, jako część aktywów pod zarządzaniem	2.24%	1.26%	0.18%	1.33%	0.17%	1.52%	1.35%	0.25%
Koszty dystrybucji, jako część opłaty za zarządzanie	-45%	-38%	-40%	-30%	-45%	-40%	5%	-2%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej, jako część opłaty za zarządzanie	-79%	-54%	-46%	-70%	-52%	-77%	-25%	-23%
Stawka podatku dochodowego	-20%	-20%	-21%	-20%	-24%	-19%	5%	1%
Zysk netto, jako część aktywów pod zarządzaniem	1.45%	1.22%	0.40%	1.13%	0.21%	1.00%	0.79%	-0.22%

Kluczowe liczby (PLN m)	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	q/q	y/y
AUM (średnia)	3,839	3,540	3,369	3,296	3,031	2,900	-4%	-18%
Niskomarżowe	2,203	1,896	1,788	1,751	1,516	1,400	-8%	-26%
Wysokomarżowe	1,636	1,644	1,581	1,545	1,515	1,500	-1%	-9%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Wycena i ryzyka

Wyceniamy SKH na 22,0 zł na akcję, stosując cztery różne metody wyceny. Nasza cena docelowa spadła o 4% z 23,0 zł wcześniej.

Tbl. 6 Podsumowanie wyceny Skarbiec Holding, PLN/akcję

Metoda wyceny	Potencjał wzrostu			Poprzednia wycena (data 4 października 2019)	Stary TP (PLN)	Zmiana
	TP (PLN)	(%)	Waga (%)			
Dochód rezydualny (RIV)	19.0	-1%	25%	Dochód rezydualny (RIV)	24.9	-24%
DCF	20.5	7%	25%	DCF	25.0	-18%
DDM	22.9	19%	25%	DDM	19.1	20%
Mnożnikowa	23.9	24%	25%	Mnożnikowa	24.3	-2%
Średnia	22.0			Średnia	23.0	-4%
Potencjał wzrostowy	16.4%					

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Na bazie opisanych wcześniej założeń model DCF implikuje 12-mies. cenę docelową na poziomie 20,5 zł za akcję.

Tbl. 7 Wycena DCF Skarbiec Holding PLN/ akcję

DCF (PLN mn)	17/18 E	18/19 E	19/20 E	20/21 E	21/22 E	22/23 E	23/24 E	24/25 E
Przychód	101	113	88	66	65	64	66	69
r/r		11%	-22%	-25%	-1%	-2%	4%	4%
Zysk operacyjny	24	38	27	9	9	10	11	13
r/r		61%	-31%	-68%	1%	19%	11%	15%
Marża zysku operacyjnego	24%	34%	30%	13%	13%	16%	17%	19%
Podatek dochodowy od zysku operacyjnego	-5	-7	-5	-2	-2	-2	-2	-2
Zysk operacyjny netto	19	31	22	7	7	8	9	11
Amortyzacja	0.6	0.5	1.7	1.5	1.5	1.3	1.5	1.5
Nakłady kapitałowe	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Wolne przepływy pieniężne	19	31	22	7	8	9	10	11.1
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne			22	7	6	6	6	6
Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych	53.6							
Średni ważony koszt kapitału	12%							
Wartość terminalna	102							
Tempo wzrostu (g)	1%							
Wartość bieżąca wartości terminalnej	58							
Całkowita wartość przedsiębiorstwa	111.4							
Zobowiązania długoterminowe	0							
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	69							
Obecna wartość KW	111.3							
Bieżąca wartość (PLN)	124.6							
Liczka akcji (mln)	6.8							
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	18.27							
12M cena docelowa (PLN)	20.5							

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Na bazie opisanych wcześniej założeń model DDM implikuje 12-mies. cenę docelową na poziomie 22,9 zł za akcję.

Tbl. 8 Skarbiec Holding wycena dywidendowa, PLN/akcje

DDM (PLN mn)	17/18	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E	Renta wieczna
Dywidenda	30.3	3.4	30.0	11.7	7.9	6.9	8.2	9.1	152.5
Czynnik dyskontowy	1.00	1.00	1.00	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57	0.51
Zdyskontowana dywidenda			30.0	10.4	6.3	4.9	5.2	5.1	
Wartość terminalna	152.5								
Wartość terażniejsza wartości terminalnej	77								
Całkowita wartość bieżąca netto	139								
Bieżąca wartość (PLN)									
Liczka akcji (mln)	6.82								
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	20								
12M cena docelowa (PLN)	22.9								

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Na bazie opisanych wcześniej założeń model RIV implikuje 12-mies. cenę docelową na poziomie 19,0 zł za akcję.

Tbl. 9 Wycena RIV Skarbiec Holding

RI (PLN mn)	19/20E	20/21E	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E	Renta wieczna
Zysk netto	13	32	20	31	22	7	7
r/r		150%	-40%	59%	-31%	-66%	1%
Kapitał własny	102	114.98	122.41	123.02	123.44	123.80	124.23
Zysk na kapitale		30%	17%	25%	18%	6%	6%
Koszt kapitału	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Dodatkowy zysk		18%	5%	13%	6%	-6%	-6%
Pozostały zysk		19.42	5.37	16.44	6.82	-7.59	-7.59
Czynnik dyskontowy	1.00	1.00	1.00	0.89	0.80	0.71	0.64
Wartości bieżące			5.37	14.68	5.44	-5.40	-4.83
Bieżąca wartość (PLN)	115.91						
Liczka akcji (mln)	6.82						
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	16.99						
12M cena docelowa (PLN)	19.0						

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza implikuje 12-mies. cenę docelową na poziomie 23,9 zł za akcję

Tbl. 10 Wycena porównawcza Skarbiec Holding

		P/E		P/AUM		P/BV	
	LTM	2020E	2021E	2018	2018	2019E	
Wartość maksymalna	75.9x	27.4x	17.2x	12%	341.8x	7.0x	
Wartość minimalna	3.1x	4.5x	4.1x	0%	0.2x	0.2x	
Mediana	12.4x	15.3x	14.4x	2%	2.8x	1.3x	
Średnia	16.8	14.6	12.2	3%	63.0	2.0	
Zysk netto/aktywa pod zarządzaniem/wartość księgowa Skarbca	22	7	7	4,198	79	109	
Implikowana cena	267	110	105	92	223	143	
Waga	11%	11%	11%	33%	17%	17%	
Ważona wartość implikowanej ceny	29.7	12.3	11.6	30.7	37.2	23.8	
Bieżąca wartość (PLN)	145						
Liczba akcji (mln)	6.8						
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	21.3						
12M cena docelowa (PLN)	23.9						

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Poniżej prezentujemy spółki uwzględnione do wyceny porównawczej SKH.

Tbl. 11 Spółki uwzględnione w wycenie porównawczej Skarbiec Holding

					P/E		P/AUM		P/BV	
			Kapitał izacja	LTM	2020E	2021E	2018	2018	2019E	
Spółka	Cena	Waluta	(mln)							
AllianceBernstein	21.27	USD	2,080	8.1x	8.9x	7.7x	0.5%	1.8x	n.a.	
Affiliated Managers	62.53	USD	2,954	15.8x	5.4x	4.9x	0.8%	1.6x	1.0x	
Artisan Partners	26.79	USD	2,105	10.8x	11.8x	10.2x	1.8%	10.0x	n.a.	
Ashmore Group PLC	3.76	GBp	2,681	11.5x	20.4x	15.0x	3.4%	3.4x	3.0x	
Azimut Holding SpA	14.69	EUR	2,104	6.3x	14.7x	10.2x	3.3%	n.a.	2.7x	
Franklin Templeton Inc	17.76	USD	8,797	8.1x	9.1x	8.9x	2.3%	1.6x	0.8x	
BlackRock Inc	513.73	USD	78,807	18.4x	19.3x	16.8x	1.0%	1.9x	2.4x	
Cohen & Steers Inc	59.50	USD	2,842	20.9x	27.4x	n.a.	2.9%	7.2x	n.a.	
Man Group PLC	1.38	GBp	2,037	8.9x	16.3x	9.6x	2.5%	1.3x	1.2x	
IGM Financial Inc	27.71	CAD	6,604	8.7x	9.1x	n.a.	5.0%	1.7x	1.4x	
Invesco Ltd	6.70	USD	3,075	3.1x	4.5x	4.1x	0.7%	0.8x	0.2x	
Jupiter	2.31	GBp	1,058	8.4x	12.3x	12.0x	3.2%	2.2x	1.9x	
Legg Mason Inc	49.86	USD	4,391	13.7x	17.6x	14.5x	0.3%	0.6x	1.1x	
Manning & Napier Inc	2.71	USD	251	38.7x	13.6x	n.a.	0.1%	0.2x	0.7x	
Platinum	3.67	AUD	2,153	13.2x	15.8x	17.2x	11.8%	8.9x	7.0x	
Rathbone Brothers PLC	13.98	GBp	789	27.8x	16.8x	14.9x	2.8%	2.7x	n.a.	
Schroders PLC	27.86	GBp	7,484	15.5x	18.6x	16.7x	1.7%	1.9x	2.0x	
T Rowe Price Group Inc	113.51	USD	25,829	14.1x	16.4x	14.9x	2.3%	3.6x	4.1x	
Waddell & Reed	12.85	USD	843	7.9x	14.2x	15.7x	2.1%	1.6x	1.1x	
WisdomTree	2.60	USD	407	75.9x	19.0x	14.4x	1.9%	2.8x	0.9x	
Maksimum				75.9x	27.4x	17.2x	12%	10.0x	7.0x	
Minimum				3.1x	4.5x	4.1x	0%	0.2x	0.2x	
Mediana				12.4x	15.3x	14.4x	2.2%	2.8x	1.3x	
Średnia				16.8x	14.6x	12.2x	2.5%	63.0x	2.0x	

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

CZYNNIKI RYZYKA

Czynniki ryzyka związane z otoczeniem Spółki:

- Nieprzejrzystość struktury własnościowej może być problemem dla części dystrybutorów Skarbca. Beneficjenci funduszy kontrolujących Skarbiec Holding nie zostali podani do publicznej wiadomości, co może zniechęcać część dystrybutorów do aktywnego oferowania usług SKH.

Czynniki ryzyka związane z otoczeniem Spółki:

- Ryzyko związane z otoczeniem makroekonomicznym. Czynniki makro wpływają na sprzedaż usług oferowanych przez SKH oraz na wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Skarbiec Holding.
- Istotny wpływ na osiągnięte wyniki ma sytuacja na rynkach kapitałowych, która podlega wahaniom koniunkturalnym, mianowicie fazom wzrostu (hossa), jak i fazom spadku (bessa).
- Duże wahania kursów walut mogą spowodować znaczną zmienność, co może negatywnie wpłynąć na zainteresowanie klientów funduszami, a tym samym mieć negatywny wpływ na perspektywy rozwoju i sytuację finansową grupy.
- Sprzedaż produktów finansowych oferowanych przez holding jest prowadzona bezpośrednio przez grupę oraz za pośrednictwem zewnętrznych podmiotów – dystrybutorów, w skład których wchodzi przede wszystkim banki, ale też domy maklerskie oraz firmy pośrednictwa finansowego. Ze względu na brak rozbudowanej własnej sieci sprzedaży, grupa zmuszona jest do oferowania jednostek uczestnictwa funduszy holdingu przez zewnętrzne kanały sprzedaży. Istnieje ryzyko, iż negocjowane umowy z dystrybutorami nie zostaną zawarte, bądź umowy już zawarte zostaną renegotjowane lub rozwiązane z inicjatywy dystrybutora, lub też z innych przyczyn. Renegocjowanie i zmiana warunków umowy na gorsze może spowodować problemy z utrzymaniem planowanych poziomów sprzedaży jednostek, zmniejszenie dynamiki wzrostu zarządzanych aktywów oraz odpływ środków z funduszy oferowanych przez holding na rzecz innych funduszy oferowanych przez danego dystrybutora, co w konsekwencji może spowodować spadek uzyskiwanych przychodów i mieć negatywny wpływ na działalność, perspektywy rozwoju, sytuację finansową lub wyniki holdingu.

Ryzyka regulacyjne:

- Ryzyko, że fundusze luksemburskie nie zostaną w Polsce dopuszczone. To mogłoby znacząco utrudnić SKH powrót do dystrybucji bankowej.
- Konsekwencje wprowadzenia MiFID II nie są jeszcze znane. MiFID II może wpłynąć na Spółkę istotnie ograniczając możliwość wynagradzania dystrybutorów produktów Grupy, oferujących m.in. produkty finansowe obejmujące i oparte na funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez Skarbiec TFI.
- Ryzyko dalszego ograniczania wysokości wynagrodzenia za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi.
- Ryzyko związane z potencjalnymi zmianami przepisów (w szczególności podatkowych).

Santander Brokerage Poland

Jana Pawła II Avenue 17

00-854 Warszawa

fax. (+48) 22 586 81 09

Equity Research

Kamil Stolarski, CFA, *Head of Equity Research Strategy, Financials*

tel. (+48) 22 586 81 00

kamil.stolarski@santander.pl

Paweł Puchalski, CFA, *Equity Analyst Telecommunications, Metals & Mining, Power*

tel. (+48) 22 586 80 95

pawel.puchalski@santander.pl

Tomasz Krukowski, CFA, *Equity Analyst Oil&Gas, CEE Non-Financials*

tel. (+48) 22 586 81 55

tomasz.krukowski@santander.pl

Adrian Kyrzcz, *Equity Analyst Construction, Real Estate, IT*

tel. (+48) 22 586 81 59

adrian.kyrzcz@santander.pl

Tomasz Sokołowski, *Equity Analyst Consumer Goods, Retail*

tel. (+48) 22 586 82 36

tomasz.sokolowski@santander.pl

Michał Sopieli, *Equity Analyst Industrials, Oil&Gas, Chemicals, Quantitative Analysis*

tel. (+48) 22 586 82 33

michal.sopiel@santander.pl

Sales & Trading

Kamil Kalemba, Head of Institutional Equities

tel. (+48) 22 586 80 84

kamil.kalemba@santander.pl

Mateusz Choromański, CFA, *Head of Sales Securities Broker, Investment Advisor*

tel. (+48) 22 586 80 82

mateusz.choromanski@santander.pl

Robert Chudala

tel. (+48) 22 586 85 14

robert.chudala@santander.pl

Alex Kamiński

tel. (+48) 22 586 80 63

alex.kaminski@santander.pl

Błażej Leśków, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 80 83

blazej.leskow@santander.pl

Michał Stępkowski, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 85 15

michal.stepkowski@santander.pl

Marek Wardzyński, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 80 87

marek.wardzynski@santander.pl

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w **Warszawie, przy al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa**, zarejestrowany w **Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 0000008723, NIP: 896-000- 56-73, wysokość kapitału zakładowego 1.020.883.050 zł, wysokość kapitału wpłaconego 1.020.883.050 zł**. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Autorem dokumentu jest Santander Biuro Maklerskie. Prawa autorskie do niniejszego opracowania przysługują Santander Bank Polska. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody Santander Bank Polska jest zabronione.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Zaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Santander Biuro Maklerskie może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

Santander Biuro Maklerskie mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile przy ich udzielaniu zachował należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami Santander Biuro Maklerskie.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.santander.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważają”/„Niedoważają”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfolio mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wagi dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfolio, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne
BV - wartość księgową
ROE - zwrot na kapitale własnym
P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnienia znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści materiału.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodara). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej - wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: https://www.inwestoronline.pl/r/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Santander Biuro Maklerskie nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji.

Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia rekomendacji, a rozpowszechnienie rekomendacji następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym, chyba, że wskazano inaczej.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

UJAWNIAENIA

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **Skarbiec Holding S.A.** („Emitent”).

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

Osoba / Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla Emitenta w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tego tytułu spółce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu.

W oparciu o postanowienia umowy z Giełdą Papierów Wartościowych S.A., której Santander Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących Emitenta, w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego”.

Emitent może posiadać akcje Santander Bank Polska.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z Emitentem.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu, których Santander Biuro Maklerskie sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.