

Neutralne wyniki kwartalne

Podtrzymujemy Kupuj, cena docelowa w dół do PLN23.0

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla SKH i nieznacznie obniżamy cenę docelową do 23,0zł (vs 24.0zł wcześniej), wskazując na atrakcyjną wycenę SKH (stopa dywidendy 24.5%) i zakładając, że SKH będzie w stanie odzyskać dystrybucję bankową, gdy tylko zostaną wprowadzone zmiany regulacyjne. Spadek ceny docelowej o 4% wynika z rewizji prognoz aktywów pod zarządzaniem o 3% w dół.

Wynik 1Q19/20 (kalendarzowy 3Q19) zgodne z oczekiwaniami. SKH odnotował zysk netto w wysokości 3,4 mln zł. Większość linii rachunku wyników, włącznie z opłatą zmienną za zarządzanie, została zaraportowana blisko naszych oczekiwań.

Aktywa pod zarządzaniem dalej spadają. Zwracamy uwagę na kontynuację martwiącego trendu spadku aktywów – w 3Q19 średnie AUM wyniosło 3.4mld zł (-5% kw/kw; -25% r/r). Na koniec października aktywa dalej spadły do 3.2mld zł.

2Q19/20E raczej bez historii? Zakładamy 3,2 mln zł zysku netto w 2Q19/20E. Nasze szacunki wskazują na zatrzymanie spadków AUM, kwartalną opłatę zmienną w wysokości 2,5 mln zł i lekki wzrost opłaty dystrybucyjnej. SKH opublikuje wyniki 14 lutego.

Kolejna dywidenda powinna być duża. Zakładamy, że w przyszłym roku SKH wypłaci 30 mln PLN (4,4zł na akcję, stopa dywidendy 24.5%). To mogłaby być przyjemna niespodzianka dla rynku po tegorocznej dywidendzie na akcje 50gr (dywidenda odcina się 20 listopada).

Oczekiwanie na wyniki dyskusji z KNF i zmiany regulacyjne. Aktywa Skarbca kurczą się podczas gdy dyskusja między przedstawicielami rynku a KNF trwa. Nasza wycena zakłada pozytywne zakończenie tych rozmów dla Skarbca, w naszym bazowym scenariuszu Skarbiec będzie w stanie odzyskać dystrybucję bankową.

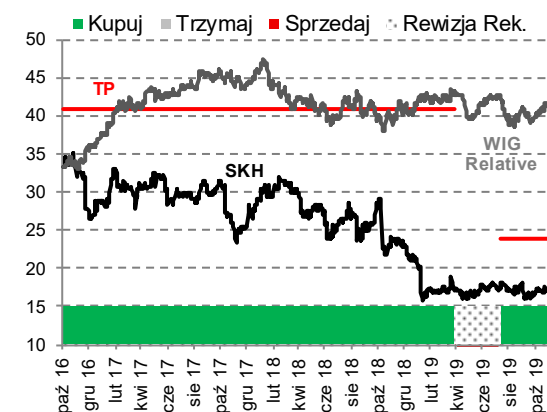
Wycena i ryzyka. Wycena SKH wydaje się atrakcyjna, pomimo perspektyw spadku zysków. Kapitalizacja rynkowa SKH wynosi 121 mln zł w porównaniu do gotówki z 3Q19 w wysokości 63.4 mln zł. Zakładamy stopę dywidendy na poziomie 24.5%. Największe ryzyko wydaje się polegać na tym, że SKH nie będzie w stanie odzyskać dystrybucji bankowej.

Tbl. 1. Skarbiec Holding: podstawowe dane finansowe

PLNm	17/18	18/19	19/20E	20/21E	20/21E
Przychód	101.5	112.9	75.8	73.5	69.5
Zysk netto	19.6	31.2	12.1	10.9	9.2
Opłata zmienna (% of AUM)	0.4%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%
Opłata stała (% of AUM)	2.0%	1.9%	1.9%	1.7%	1.5%
Stopa dywidendy	18.1%	2.9%	24.5%	9.1%	7.9%
P/E (x)	8.6x	3.8x	10.0x	11.1x	13.2x
EV/EBITDA (x)	4.8x	1.7x	4.2x	4.7x	5.5x

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rekomendacja	Kupuj
Cena docelowa (PLN, 12M)	23.0
Cena (zł/ akcje, 15 listopada 2019)	17.80
Kapitalizacja (mln zł)	121.0
Średni dzienny obrót (tys zł)	31.7
Liczba akcji (mln)	6.82



Powyższy wykres uwzględnia rekomendacje wydane przez SBM od września 2016. 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%
PKO OFE i DFE	5.5%
Value FIZ	6.2%
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 (październik 2019).

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

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

Podstawowe dane finansowe

Oczekujemy, że Skarbiec osiągnie 12,1 mln zł zysku netto w 19/20E. Zakładamy, że spadek r/r powinien wynikać głównie z niższej opłaty zmiennej (przypominamy, że opłata zmienna była wyjątkowo wysoka w ciągu ostatnich trzech lat).

Uważamy, że cena akcji SKH już odzwierciedla presję na AUM i presję na średnią opłatę od aktywów.

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	75.8	73.5	69.5
Opłata za zarządzanie	67.1	69.6	80.9	78.3	64.9	63.0	56.4
Opłata zmienna	1.8	31.4	15.2	33.2	9.2	10.3	11.3
Inne	6.6	8.3	5.4	1.4	1.8	1.9	1.8
Koszty operacyjne	-60.1	-69.2	-78.1	-75.0	-61.3	-61.6	-58.8
Koszty dystrybucji	-32.3	-34.4	-41.5	-34.3	-28.4	-28.3	-25.4
Oparte na wartości aktywów	-26.8	-27.7	-36.5	-34.3	-28.4	-28.3	-25.4
Pozostałe koszty	-27.7	-34.8	-36.6	-40.7	-32.9	-33.3	-33.5
Zysk brutto ze sprzedaży	15.3	40.0	23.4	37.9	14.6	13.6	10.7
Zysk z działalności operacyjnej	15.5	39.7	23.9	38.4	14.9	14.0	11.1
Przychody finansowe	0.8	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
Koszty finansowe	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.3	-0.2	-0.2
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	15.1	14.3	11.4
Podatek dochodowy	-3.2	-7.8	-4.7	-7.6	-3.0	-2.7	-2.2
Zysk netto	13.0	32.5	19.6	31.2	12.1	11.6	9.2
<i>Zysk netto bez opłaty zmiennej</i>	<i>12.1</i>	<i>12.1</i>	<i>10.8</i>	<i>8.4</i>	<i>6.2</i>	<i>5.3</i>	<i>2.4</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%	1.89%	1.76%	1.49%
Opłata zmienna, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.06%	0.97%	0.38%	0.81%	0.27%	0.29%	0.30%
Koszty dystrybucji, jako część opłaty za zarządzanie	-40%	-40%	-45%	-44%	-44%	-45%	-45%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej, jako część opłaty za zarządzanie	-41%	-50%	-45%	-52%	-51%	-53%	-59%
Stawka podatku dochodowego	-20%	-19%	-19%	-20%	-20%	-19%	-19%
Zysk netto, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.41%	1.00%	0.49%	0.76%	0.35%	0.32%	0.24%

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	3 434	3 574	3 790
Niskomarżowe	1 637	1 698	2 155	2 323	1 831	1 880	1 956
Wysokomarżowe	1 496	1 541	1 857	1 763	1 603	1 695	1 834

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Ostatnie wydarzenia

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

- 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. Atywa 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.

Tbl. 3. Skarbiec Holding – zmiany prognoz

RZIS (PLN mn)	19/20E			19/20E			19/20E		
	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana
Przychody	75.8	77.7	-2%	73.5	76.3	-4%	69.5	72.1	-4%
Opłata za zarządzanie	64.9	66.5	-2%	63.0	65.7	-4%	56.4	58.7	-4%
Opłata zmienna	9.2	9.5	-4%	10.3	10.7	-3%	11.3	11.7	-3%
Inne	1.8	1.6	8%	1.9	1.8	7%	1.8	1.7	7%
Koszty operacyjne	-61.3	-62.6	-2%	-61.6	-63.4	-3%	-58.8	-60.4	-3%
Koszty dystrybucji	-28.4	-29.1	-2%	-28.3	-29.6	-4%	-25.4	-26.4	-4%
Pozostałe koszty	-32.9	-33.5	-2%	-33.3	-33.8	-2%	-33.5	-34.0	-2%
Zysk brutto ze sprzedaży	14.6	15.2	-4%	13.6	14.8	-8%	10.7	11.6	-8%
Przychody finansowe	0.5	0.4		0.5	0.4		0.5	0.4	
Koszty finansowe	-0.3	0.0		-0.2	0.0		-0.2	0.0	
Zysk przed podatkiem	15.1	16.1	-6%	14.3	15.7	-9%	11.4	12.6	-9%
Podatek dochodowy	-3.0	-3.1	-3%	-2.7	-3.0	-9%	-2.2	-2.4	-9%
Zysk netto	12.1	13.0	-7%	11.6	12.7	-9%	9.2	10.2	-9%
<i>Zysk netto bez opłaty zmiennej</i>	6.2	7.2	-13%	5.3	6.2	-15%	2.4	3.1	-23%

Kluczowe wskaźniki (%)	19/20E		19/20E		19/20E	
	Nowe	Stare	Nowe	Stare	Nowe	Stare
Średnie tempo wzrostu aktywów pod zarządzaniem	1.89%	1.87%	1.76%	1.78%	1.49%	1.50%
Opłata zmienna, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.27%	0.27%	0.29%	0.29%	0.30%	0.30%
Koszty dystrybucji, jako część opłaty za zarządzanie	-44%	-44%	-45%	-45%	-45%	-45%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej, jako część opłaty za zarządzanie	-51%	-50%	-53%	-51%	-59%	-58%
Stawka podatku CIT	-20%	-19%	-19%	-19%	-19%	-19%
Zysk netto, jako część AUM	0.35%	0.37%	0.32%	0.34%	0.24%	0.26%

Kluczowe liczby (PLN m)	19/20E			19/20E			19/20E		
	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana
AUM (średnia)									
Niskomarżowe	3 434	3 558	-3%	3 574	3 695	-3%	3 790	3 920	-3%
Wysokomarżowe	1 831	1 888	-3%	1 880	1 906	-1%	1 956	1 984	-1%
Kluczowe wskaźniki (%)	1 603	1 669	-4%	1 695	1 789	-5%	1 834	1 937	-5%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

1Q19/20 komentarz do wyników kwartalnych

Skarbiec Holding odnotował zysk netto za 1Q19/ 20 w wysokości 3,4 mln PLN (zgodnie z naszymi oczekiwaniami). 68% spadek wyników kw/kw był spowodowany niższą opłatą zmienną za zarządzanie. Zwracamy uwagę na:

- Opłatę za sukces w wysokości 1,6 mln zł – vs poziomu 1.7mn zł oczekiwanego przez nas.
- Średnie aktywa pod zarządzaniem spadły o 5% kw/kw i 25% r/r.

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

Rok kalendarzowy	3Q18	2Q19	3Q19			3Q19E	
Rok finansowy	1Q	4Q	1Q	q/q	y/y	1QE	vs. E
Przychody	23.1	29.0	19.3	-34%	-17%	19.0	2%
Opłata za zarządzanie	22.2	17.3	17.4	1%	-22%	17.0	2%
Opłata zmienna	0.5	11.2	1.6	-86%	216%	1.7	-8%
Inne	0.3	0.5	0.3	-40%	-5%	0.3	10%
Koszty operacyjne	-18.5	-15.9	-14.9	-6%	-19%	-15.0	0%
Koszty dystrybucji	-10.4	-6.5	-7.0	8%	-32%	-6.8	3%
Oparte na wartości aktywów	-10.4	-6.5	-7.0	8%	-32%	-6.8	3%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-8.1	-9.4	-7.9	-16%	-2%	-8.2	-3%
Zysk brutto ze sprzedaży	4.6	13.1	4.4	-67%	-5%	4.0	9%
Zysk z działalności operacyjnej	4.6	13.4	4.4	-67%	-4%	4.1	6%
Przychody finansowe	0.1	0.1	0.2	33%	39%	0.1	
Koszty finansowe	0.0	0.0	-0.2	1150%	4900%	0.0	
Zysk przed podatkiem	4.7	13.5	4.3	-68%	-7%	4.2	3%
Podatek dochodowy	-0.9	-2.7	-0.9	-65%	2%	-0.8	16%
Zysk netto	3.8	10.8	3.4	-68%	-10%	3.4	0%
Zysk netto bez opłaty zmiennej	3.8	2.6	2.2	-17%	-43%	2.4	-9%

Kluczowe wskaźniki (%)	1Q	4Q	1Q	q/q	y/y	1Q	vs. E
Średnia opłata od aktywów pod zarządzaniem	1.97%	1.95%	2.06%	0.11%	0.10%	1.98%	
Opłata zmienna, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.04%	1.26%	0.18%	-1.08%	0.14%	0.20%	
Koszty dystrybucji, jako część opłaty za zarządzanie	-47%	-38%	-40%	-3%	6%	-40%	
Pozostałe koszty działalności operacyjnej, jako część opłaty za zarządzanie	-36%	-54%	-46%	9%	-9%	-48%	
Stawka podatku dochodowego	-19%	-20%	-21%	-2%	-2%	-19%	
Zysk netto, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.33%	1.22%	0.40%	-0.82%	0.07%	0.40%	

Kluczowe liczby (PLN m)	1Q	4Q	1Q	q/q	y/y	1Q	vs. E
AUM (średnia)	4 518	3 540	3 369	-5%	-25%	3 471	-3%
Niskomarżowe	2 579	1 896	1 788	-6%	-31%	1 842	-3%
Wysokomarżowe	1 939	1 644	1 581	-4%	-18%	1 628	-3%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

2Q19/20E prognoza wyników kolejnego kwartału

Zakładamy zysk netto Skarbiec Holding za 2Q19 / 20E w wysokości 3,2 mln PLN (-6% kw/kw; +19% r/r) dzięki wyższej opłacie zmiennej kw/kw i wyższym kosztom dystrybucji (możliwe że ze względu na niższe rozwiązania rezerw związanych z kosztami dystrybucji).

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

Rok kalendarzowy	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E		
P&L (PLN mn)	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	q/q	y/y
Przychody	21.1	39.8	29.0	19.3	19.5	1%	-7%
Opłata za zarządzanie	20.7	18.1	17.3	17.4	16.5	-5%	-20%
Opłata zmienna	0.1	21.5	11.2	1.6	2.5	62%	2944%
Inne	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	52%	63%
Koszty operacyjne	-18.1	-22.5	-15.9	-14.9	-15.7	6%	-13%
Koszty dystrybucji	-9.3	-8.2	-6.5	-7.0	-7.4	6%	-20%
oparte na wartości aktywów	-9.3	-8.2	-6.5	-7.0	-7.4	6%	-20%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-8.8	-14.4	-9.4	-7.9	-8.3	5%	-6%
Zysk brutto ze sprzedaży	3.0	17.2	13.1	4.4	3.8	-13%	28%
Zysk z działalności operacyjnej	3.3	17.2	13.4	4.4	3.9	-10%	19%
Przychody finansowe	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1		
Koszty finansowe	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0		
Zysk przed podatkiem	3.4	17.3	13.5	4.3	4.0	-8%	18%
Podatek dochodowy	-0.7	-3.4	-2.7	-0.9	-0.8	-18%	13%
Zysk netto	2.7	13.9	10.8	3.4	3.2	-6%	19%
<i>Zysk netto bez opłaty zmiennej</i>	2.7	-0.7	2.6	2.2	1.7	-22%	-38%
Kluczowe wskaźniki (%)	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	q/q	y/y
Średnia opłata od aktywów pod zarządzaniem	1.97%	1.88%	1.95%	2.06%	1.96%	-0.10%	-0.01%
Opłata zmienna, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.01%	2.24%	1.26%	0.18%	0.30%	0.12%	0.29%
Koszty dystrybucji, jako część opłaty za zarządzanie	-45%	-45%	-38%	-40%	-45%	-5%	0%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej, jako część opłaty za zarządzanie	-43%	-79%	-54%	-46%	-50%	-5%	-7%
Stawka podatku dochodowego	-20%	-20%	-20%	-21%	-19%	2%	1%
Zysk netto, jako część aktywów pod zarządzaniem	0.26%	1.45%	1.22%	0.40%	0.38%	-0.02%	0.12%
Kluczowe liczby (PLN m)	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	q/q	y/y
AUM (średnia)	4 198	3 839	3 540	3 369	3 371	0%	-20%
Niskomarżowe	2 448	2 203	1 896	1 788	1 806	1%	-26%
Wysokomarżowe	1 750	1 636	1 644	1 581	1 565	-1%	-11%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Wycena i ryzyka

Wyceniamy SKH na 23,0 zł na akcję, stosując cztery różne metody wyceny. Nasza cena docelowa spadła o 4% z 24,0 zł wcześniej ze względu na zakładane niższe wyniki SKH, które negatywnie wpłynęły na wyniki każdej z metod wyceny.

Tbl. 6 Podsumowanie wyceny Skarbiec Holding, PLN/akcję

Metoda wyceny	Potencjał			Poprzednia wycena (data 4 października 2019)	Stary TP (PLN)	Zmiana
	TP (PLN)	wzrostu (%)	Waga (%)			
Dochód rezydualny (RIV)	24.9	40%	25%	Dochód rezydualny (RIV)	25.7	-2%
DCF	25.0	40%	25%	DCF	27.2	-1%
DDM	19.1	7%	25%	DDM	20.0	-4%
Mnożnikowa	24.3	37%	25%	Mnożnikowa	24.3	-8%
Średnia	23.0			Średnia	24.0	-4%
Potencjał wzrostowy	29%					

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Na bazie opisanych wcześniej założeń model DCF implikuje 12-mies. cenę docelową na poziomie 24,96 zł za akcję.

Tbl. 7 Wycena DCF Skarbiec Holding PLN/ akcję

DCF (PLN mn)	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
	E	E	E	E	E	E	E	E
Przychód	101	113	76	73	69	70	73	76
r/r		11%	-33%	-3%	-5%	1%	4%	4%
Zysk operacyjny	24	38	15	13	11	14	16	18
r/r		61%	-61%	-12%	-16%	28%	13%	10%
Marża zysku operacyjnego	24%	34%	20%	18%	16%	20%	22%	23%
Podatek dochodowy od zysku operacyjnego	-5	-7	-3	-2	-2	-3	-3	-3
Zysk operacyjny netto	19	31	12	11	9	11	13	14
Amortyzacja	0.6	0.5	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0
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	12	11	9	11	13	14.4
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne	19	27	10	8	6	6	7	7
Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych	33.0							
Średni ważony koszt kapitału	12%							
Wartość terminalna	132							
Tempo wzrostu (g)	1%							
Wartość bieżąca wartości terminalnej	60							
Całkowita wartość przedsiębiorstwa	92.8							
Zobowiązania długoterminowe	0							
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	43							
Obecna wartość KW	135.7							
Bieżąca wartość (PLN)	152.0							
Liczka akcji (mln)	6.8							
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	22.29							
12M cena docelowa (PLN)	24.96							

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Na bazie opisanych wcześniej założeń model DDM implikuje 12-mies. cenę docelową na poziomie 19,06 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	29.7	11.0	9.6	8.8	11.1	12.6	115.4
Czynnik dyskontowy	1.00	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57	0.51	0.45	0.40
Zdyskontowana dywidenda	30.3	3.0	23.7	7.8	6.1	5.0	5.6	5.7	
Wartość terminalna	115.4								
Wartość terażniejsza wartości terminalnej	47								
Całkowita wartość bieżąca netto	104								
Bieżąca wartość (PLN)	116								
Liczka akcji (mln)	6.82								
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	17.02								
12M cena docelowa (PLN)	19.06								

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Na bazie opisanych wcześniej założeń model RIV implikuje 12-mies. cenę docelową na poziomie 24,85 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	12	11	9
r/r		150%	-40%	59%	-61%	-10%	-15%
Kapitał własny	102	103.21	104.78	105.36	105.86	106.32	106.91
Zysk na kapitale		32%	19%	30%	11%	10%	9%
Koszt kapitału	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Dodatkowy zysk		20%	7%	18%	-1%	-2%	-3%
Pozostały zysk		20.13	7.13	18.56	-0.54	-1.82	-3.57
Czynnik dyskontowy	1.00	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57	0.51
Wartości bieżące		17.97	5.69	13.21	-0.34	-1.04	-1.81
Bieżąca wartość (PLN)	151.38						
Liczka akcji (mln)	6.82						
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	22.19						
12M cena docelowa (PLN)	24.85						

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza implikuje 12-mies. cenę docelową na poziomie 24,31 zł za akcję

Tbl. 10 Wycena porównawcza Skarbiec Holding

	LTM	P/E		P/AUM		P/BV	
		2020E	2021E	2018	2018	2019E	
Wartość maksymalna	45.3x	22.9x	20.7x	12%	341.8x	8.1x	
Wartość minimalna	7.9x	6.0x	5.9x	0%	0.2x	0.6x	
Mediana	12.9x	12.0x	11.8x	2%	3.0x	2.1x	
Średnia	16.1	13.5	12.5	2%	60.0	2.5	
Zysk netto/aktywa pod zarządzaniem/wartość księgowa Skarbca	12	11	9	4 198	79	103	
Implikowana cena	156	131	108	89	234	213	
Waga	11%	11%	11%	33%	17%	17%	
Ważona wartość implikowanej ceny	17.3	14.6	12.0	29.5	39.1	35.5	
Bieżąca wartość (PLN)	148						
Liczba akcji (mln)	6.8						
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	21.7						
12M cena docelowa (PLN)	24.31						

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Poniżej prezentujemy spółki uwzględnione do wyceny porównawczej SKH.

Tbl. 11 Spółki uwzględnione w wycenie porównawczej Skarbiec Holding

Spółka	Cena	Waluta	Kapitał izacja (mln)	LTM	P/E		P/AUM		P/BV	
					2020E	2021E	2018	2018	2019E	
AllianceBernstein	29.82	USD	2 862	13.1x	10.9x	9.6x	0.5%	1.8x	n.a.	
Affiliated Managers	85.84	USD	4 229	n.a.	6.0x	5.9x	0.8%	1.6x	1.4x	
Artisan Partners	28.54	USD	2 220	11.6x	10.4x	10.1x	1.8%	10.0x	n.a.	
Ashmore Group PLC	4.94	GBp	3 524	18.6x	17.4x	15.0x	3.4%	341.8x	3.7x	
Azimut Holding SpA	22.76	EUR	3 260	12.4x	11.5x	14.1x	3.3%	n.a.	4.2x	
Franklin Templeton Inc	27.83	USD	13 859	11.0x	11.0x	10.9x	2.3%	1.6x	1.4x	
BlackRock Inc	490.94	USD	76 261	19.2x	16.7x	15.3x	1.0%	1.9x	2.3x	
Cohen & Steers Inc	65.33	USD	3 087	25.9x	22.9x	20.7x	2.9%	7.2x	n.a.	
Man Group PLC	1.41	GBp	2 151	9.8x	11.5x	8.9x	2.5%	134.4x	1.3x	
Federated Investors Inc	33.53	USD	3 391	13.4x	12.0x	11.4x	0.6%	3.1x	3.6x	
IGM Financial Inc	39.24	CAD	9 350	12.6x	11.5x	10.7x	5.0%	1.7x	2.1x	
Invesco Ltd	17.49	USD	7 941	7.9x	6.8x	6.8x	0.7%	0.8x	0.6x	
Jupiter	3.59	GBp	1 644	12.1x	12.6x	12.6x	3.2%	216.4x	2.7x	
Legg Mason Inc	39.01	USD	3 386	11.2x	10.0x	9.3x	0.3%	0.6x	0.9x	
Manning & Napier Inc	1.69	USD	151	12.1x	13.5x	8.9x	0.1%	0.2x	0.8x	
Platinum	4.44	AUD	2 605	16.4x	16.8x	16.7x	11.8%	8.9x	8.1x	
Rathbone Brothers PLC	21.40	GBp	1 206	45.3x	16.4x	14.5x	2.8%	268.8x	n.a.	
Schroders PLC	32.43	GBp	8 714	19.2x	16.1x	14.6x	1.7%	190.7x	2.4x	
T Rowe Price Group Inc	121.94	USD	28 495	15.6x	15.4x	14.3x	2.3%	3.6x	4.1x	
Waddell & Reed	16.40	USD	1 153	8.5x	10.8x	11.8x	2.1%	1.6x	1.4x	
WisdomTree	5.17	USD	802	25.6x	22.7x	20.2x	1.9%	2.8x	1.6x	
Maksimum				45.3x	22.9x	20.7x	12%	341.8x	8.1x	
Minimum				7.9x	6.0x	5.9x	0%	0.2x	0.6x	
Mediana				12.9x	12.0x	11.8x	2%	3.0x	2.1x	
Średnia				16.1x	13.5x	12.5x	2%	60.0x	2.5x	

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 renegowane 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 Department

Kamil Stolarski, CFA, <i>Head of Equity Research Strategy, Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst Telecommunications, Metals & Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Grzegorz Balcerski, <i>Securities Broker, Investment Advisor Equity Analyst, Games, Health Care, Industrials</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	grzegorz.balcerski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst Oil&Gas, CEE Non-Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst Construction, Real Estate, IT</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokołowski, <i>Equity Analyst Consumer Goods, Retail</i>	tel. (+48) 22 586 82 36	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst Industrials, Oil&Gas, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopiel@santander.pl

Sales & Trading Department

Kamil Kalemba, <i>Head of Institutional Equities</i>	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@santander.pl
Mateusz Choromański, CFA, <i>Head of Sales Securities Broker, Investment Advisor</i>	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, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 83	blazej.leskow@santander.pl
Michał Stępkowski, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 85 15	michal.stepkowski@santander.pl
Marek Wardzyński, <i>Securities Broker</i>	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 000008723, 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, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 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 2017 r., poz. 1768 – 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 2018 r. poz. 512 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2018 r., poz. 1417 – 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 należyłą 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.bm.santander.pl 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” / „Przeważaj” / „Niedoważaj” / „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” / „Przeważaj” / „Niedoważaj” / „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” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„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 wag 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 księgowa

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 Damodarana). 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://bm.santander.pl/global-statistics.html>.

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 instrumentum 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.

UJAWNIEŃ

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 odmiennie 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 Wspierania Pokrycia 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 Wspierania Pokrycia 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 następnym 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.