

czwartek, 14 maja 2015 | raport analityczny

Skarbiec Holding: kupuj (nowa)

SKH PW; SKH1.WA | Finanse, Polska

Potencjał drzemie w Skarbcu

Inicjujemy Skarbiec Holding z rekomendacją kupuj oraz 9 miesięczną ceną docelową na poziomie 64,3 PLN/akcję. Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec 1Q'15 roku wielkość aktywów pod zarządzaniem (AUM) Skarbiec TFI plasowała grupę na 5. miejscu na rynku TFI. Skarbiec TFI charakteryzuje dobrze zdywersyfikowana struktura detalicznych AUM, szeroka sieć dystrybucyjna oraz wysoka dochodowość wspierana przez opłatę zmienną. Oczekujemy, iż Skarbiec dążyć będzie do zmiany struktury AUM w kierunku produktów wysokomarżowych, co pozytywnie przełoży się na wynik finansowy, szczególnie w środowisku oczekiwanej przez nas presji na marżę. Na wskaźniku 2015 P/E 10,4x oraz 2016 P/E 8,1x Skarbiec Holding notowany jest z odpowiednio 36% oraz 43% dyskontem do średniej rynkowej (16,1x oraz 14,4x) oraz z 38% i 47% dyskontem do polskiej średniej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu strukturę przychodów w dużej mierze zależnej od success fee oraz strukturę aktywów dającą gorszą ekspozycję na rynek wzrostowy, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Rynek z dużym potencjałem

Przez ostatnie 9 lat aktywa pod zarządzaniem w Polsce rosły w średniorocznym tempie 13,1% (CAGR). Pomimo tak dynamicznego przyrostu AUM oczekujemy, iż na rynku TFI nadal jest duży potencjał do dalszego wzrostu. Nasze założenia dotyczące wzrostu rynku opieramy na znacznie niższym poziomie AUM do PKB w Polsce wobec krajów UE-17 (12% wobec 42%), rosnącym udziale TFI oraz inwestycji w rynki kapitałowe w oszczędnościach Polaków, czy chociażby na przekonaniu, że jest to alternatywa dla coraz mniej atrakcyjnych lokat bankowych w środowisku niskich stóp procentowych. Podsumowując, oczekujemy iż rynek TFI będzie rósł w średniorocznym tempie na poziomie 8,6% przez kolejnych 9 lat.

Struktura aktywów odporna na zawirowania

AUM Skarbiec TFI są dobrze zdywersyfikowane. Przychody z funduszy dedykowanych nie są wrażliwe na wielkość aktywów pod zarządzaniem, zaś aktywa w funduszach detalicznych składają się prawie w równych częściach z aktywów wysokomarżowych (44%) i niskomarżowych (56%). Ponadto, 63% inwestycji Skarbiec TFI lokowanych jest na rynku polskim. Dywersyfikacja typów funduszy, jak i geograficzna zapewnia Skarbcowi wyższą odporność w okresie dekonjunktury, a przez co ogranicza negatywny wpływ na wyniki.

Atrakcyjna dywidenda na tle sektora finansowego

Skarbiec Holding charakteryzuje ponadprzeciętny zwrot z kapitałów własnych (ROE), który przez ostatnie 3 lata kształtował się w przedziale 15%-35%. Wysoki wzrost ROE pozwalał Grupie Skarbiec historycznie wypłacać dywidendę w przedziale 75%-100%. Uważamy, iż po wypłacie dywidendy w wysokości 60% z zysku za 2014/15 rok, 100% wypłata będzie możliwa w okresie całej naszej prognozy (lata 2015-23), a w przeciągu najbliższych 3 lat przełoży się na wskaźnik dividend yield w przedziale 7-12%, znacznie powyżej średniego poziomu w pozostałych instytucjach finansowych.

(mln PLN)	2013	1H'14	2014/15P	2015/16P	2016/17P
Wynagrodzenie stałe	68,58	34,91	72,56	78,29	91,72
Wynagrodzenie zmienne	24,64	5,75	21,19	22,53	25,23
Przychody	101,35	44,69	100,92	109,63	127,80
Koszty operacyjne	65,77	33,09	67,43	71,97	79,32
Zysk netto	28,92	9,30	26,57	31,44	40,23
Wzrost AUM (% R/R)	39,5%	36,1%	2,1%	5,1%	2,6%
P/E (x)	11,3	b.d.	12,3	10,4	8,1
P/BV (x)	3,5	b.d.	3,1	2,8	2,6
Dividend yield (x)	2,0%	b.d.	5,8%	6,6%	9,6%

Cena bieżąca	47,83 PLN
Cena docelowa	64,30 PLN
Kapitalizacja	326 mln PLN
Free float	65 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,45 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarbiec Holding Ltd	74,6%
Zarząd i kluczowi pracownicy	5,4%
Pozostali	20,0%

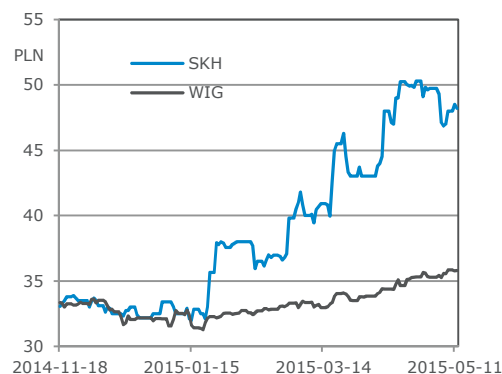
Strategia dotycząca sektora

Oczekujemy dalszego dynamicznego wzrostu aktywów pod zarządzaniem (AUM) na rynku TFI w Polsce. Polski rynek w porównaniu do krajów Europy rozwiniętej nadal charakteryzuje się niską penetracją AUM do PKB (12% wobec 42% w krajach UE-17). Jednocześnie oczekujemy, iż wraz ze wzrostem PKB per capita udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach Polaków wzrośnie, co z kolei zasili napływy do funduszy na rynku. W przeciągu kolejnych 9 lat oczekujemy, iż aktywa pod zarządzaniem ogółem średniorocznie będą rosły w tempie 8,6%, napędzane przez wzrost funduszy rynku kapitałowego.

Profil spółki

Skarbiec Holding jest grupą w ramach której funkcjonuje 5 największych TFI pod względem aktywów pod zarządzaniem w Polsce. Jednocześnie, wielkość aktywów pod zarządzaniem plasuje Skarbca jako 10. największe TFI w kategorii funduszy rynku kapitałowego oraz 2. największe TFI w kategorii funduszy rynku niepublicznego. Grupa dystrybuje swoje produkty zarówno przez kanały zewnętrzne, jak i wewnętrzne. Do głównych przewag konkurencyjnych Skarbiec Holding należy także zaliczyć doświadczony zespół menadżerów i zarządzających.

Kurs akcji SKH na tle WIG



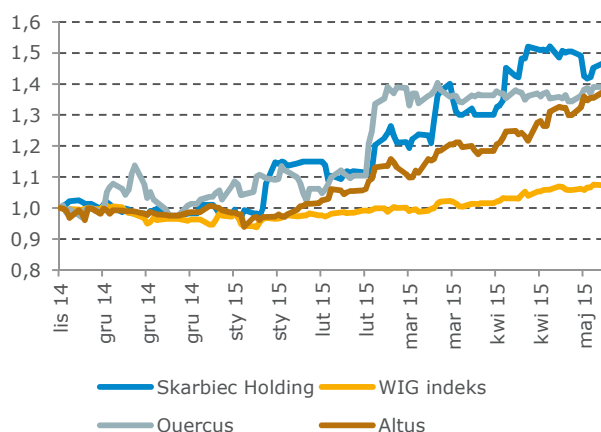
Analityk:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl

Podsumowanie inwestycyjne

W przeciągu ostatnich 3 lat zysk netto Skarbiec Holding rósł w średniorocznym tempie 12,6%. Duża zasługa dynamicznego wzrostu zysku netto leży w opłacie zmiennej, która po raz pierwszy w istotny sposób została naliczona w 2013 roku i stanowiła 24% przychodów ogółem (14% w 2014 roku kalendarzowym). Niemniej jednak Skarbiec Holding wraz z dynamicznym wzrostem funduszy pod zarządzaniem w przeciągu ostatnich 3 lat zdołał również poprawić przychody z opłaty stałej (+6,6% na 3-letnim CAGR) która stanowi 78% przychodów ogółem. Postrzegamy pozytywnie strukturę aktywów pod zarządzaniem Skarbiec Holding (44% funduszy detalicznych stanowią fundusze wysokomarżowe), która pozwala zminimalizować odpływy klientów w okresie dekonunktury przez kierowanie ich z ryzykownych funduszy wysokomarżowych do bezpiecznych niskomarżowych, gdzie spółka ma szeroką ofertę. Do przewag konkurencyjnych Skarbcia należy również zaliczyć szeroką sieć dystrybucji oraz doświadczony zespół. Notowany na wskaźniku 2015P P/E 10,4x oraz 2016 P/E 8,1x Skarbiec Holding notowany jest ze znacznym dyskontem do grupy porównawczej ze wskaźnikiem na poziomie 16,1x oraz 14,3x. Ponadto, Skarbiec Holding notowany jest z bardzo wysokim dyskontem do polskiej grupy porównawczej wynoszącym 38% dla 2015 roku oraz 47% dla 2016. Uważamy, iż pewne dyskonto do polskiej grupy porównawczej powinno być zachowane ze względu na bardziej konserwatywną strukturę AUM dającą niższą dynamikę zysku na wzrostowym rynku, ale obecny jego poziom jest zdecydowanie za wysoki. Od momentu debiutu, walory Skarbiec Holding podrożały aż o 45%. Niemniej jednak uważamy, iż wycena spółki nadal znajduje się na zbyt niskim poziomie. Rekomendujemy zakup walorów Skarbcia z 9M ceną docelową na poziomie 64,3 PLN/akcję.

Kurs akcji Skarbiec Holding



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Opis działalności

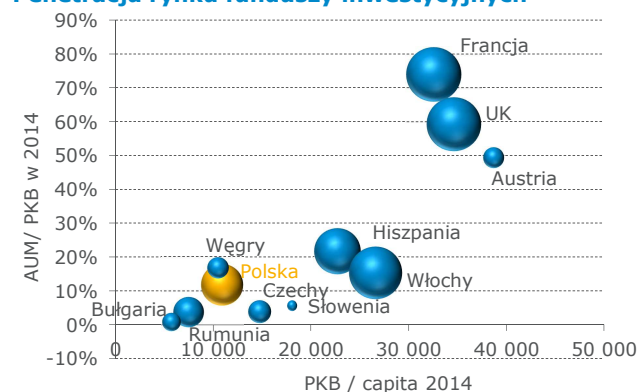
W ramach grupy Skarbiec Holding funkcjonuje 5 największych TFI w Polsce pod względem aktywów pod zarządzaniem (AUM). W kategorii funduszy rynku kapitałowego wielkość aktywów pod zarządzaniem plasuje Skarbcia jako 11 największe TFI w Polsce, zaś w kategorii funduszy rynku niepublicznego jako 2 największe TFI. Skarbiec charakteryzuje szeroka zewnętrzna sieć dystrybucyjna obejmująca banki, domy maklerskie, ubezpieczycieli oraz pośredników finansowych jak i własną sieć z innowacyjną stroną internetową skarbiec24.pl. Skarbiec oferuje swoim klientom szerokie spektrum

produktów obejmujące fundusze detaliczne (akcji, mieszane, alternatywne, rynku pieniężnego oraz dłużne) oraz fundusze rynku niepublicznego (dedykowane oraz detaliczne). Grupa podjęła także współpracę z JP Morgan AM w celu poszerzenia swojego portfolio produktów o 4 subfundusze. Współpraca zaowocowała napływem ponad 150 mln PLN w przeciągu 8 miesięcy trwania umowy. Do głównych przewag konkurencyjnych Skarbiec Holding należy także zaliczyć doświadczony zespół menadżerów i zarządzających.

Duży potencjał w rynku

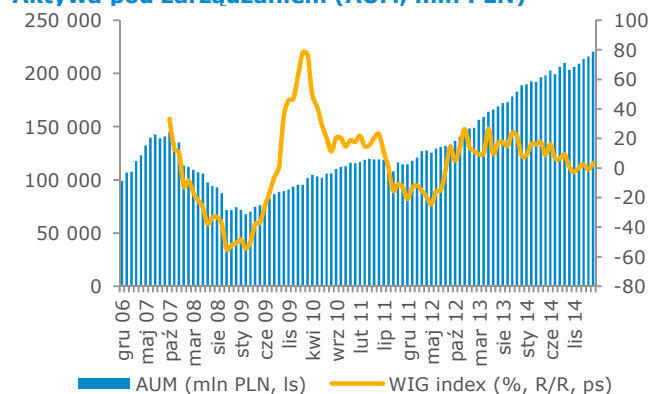
Polskie fundusze inwestycyjne rosły w wysokim średniorocznym tempie 18,2% na 9-letnim wskaźniku CAGR, zaś suma aktywów ogółem na koniec 1Q'15 roku wyniosła 220 mld PLN. Niemniej jednak, w porównaniu z produktem krajowym brutto (PKB) wskaźnik penetracji na poziomie 12,1% wydaje się być nadal na niskim poziomie w porównaniu z krajami Europy rozwiniętej – EU17 (c.42%). Ponadto, Polacy lokują znacznie mniejszą część swoich oszczędności w produkty związane z rynkami kapitałowymi niż mieszkańcy Europy Zachodniej. Wynika to z nadal niższego PKB per capita w Polsce niż na rynkach rozwiniętych (11 tys. EUR wobec 30 tys. EUR). Uważamy, iż wzrost gospodarczy w Polsce szacowany na poziomie 3,8% w 2015 roku oraz 3,5% w 2016 roku wobec wzrostu PKB w strefie EURO szacowanego na poziomie 1,4%-1,7% w latach 2015-16P utrzyma się także na wyższym poziomie w kolejnych latach, przez co pozytywnie przełoży się na wzrost AUM. Dodatkowo, uważamy, iż po reformie systemu emerytalnego Polacy będą szukali alternatywnych metod lokowania kapitału, zaś w krótkim terminie środowisko niskich stóp procentowych będzie zachęcało do lokowania w jednostki TFI.

Penetracja rynku funduszy inwestycyjnych



Źródło: Banki centralne, Eurostat, IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Aktywa pod zarządzaniem (AUM, mln PLN)

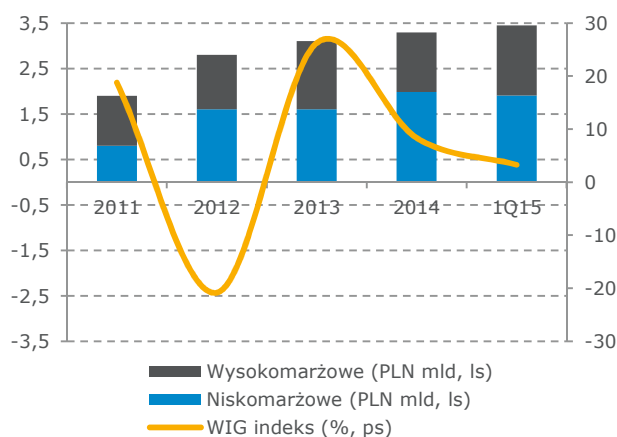


Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Bezpieczna struktura AUM oraz wyników

Uważamy, iż Skarbiec charakteryzuje zdywersyfikowana struktura aktywów pod zarządzaniem jak i kompozycja przychodów. Na koniec marca 2015 roku niskomarżowe aktywa pod zarządzaniem (rynku pieniężnego, obligacji oraz aktywów niefinansowych) stanowiły 56% AUM detalicznych, co wskazuje na ich wyrównaną strukturę. W momencie dekonjunktury na GPW ryzyko znacznego skurczenia się AUM jest ograniczone dzięki bogatej ofercie produktowej obejmującej szeroki wachlarz funduszy defensywnych. Zrównoważona struktura pomogła Skarbcowi w 2012 roku, kiedy to pomimo spadku indeksu WIG o 20% detaliczne aktywa pod zarządzaniem wzrosły aż o 47% dzięki wzrostowi AUM niskomarżowych (+50%). Jednocześnie uważamy, że wyniki Skarbcia nie są w istotny sposób uzależnione od wynagrodzenia zmiennego (tzw. success fee). Przyjmując scenariusz braku success fee w kolejnych latach, ROE Skarbiec Holding pozostałoby na wysokim dwucyfrowym poziomie. Stabilność detalicznych aktywów pod zarządzaniem jak i przychodów, a także powtarzalność wyników kreują również Skarbiec na wiarygodnego partnera dla podmiotów zajmujących się dystrybucją.

Detaliczne AUM Skarbiec wobec zachowania indeksu WIG

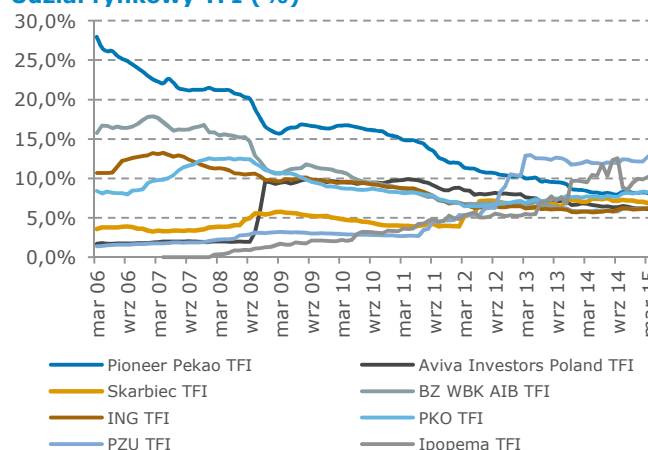


Źródło: Grupa Skarbiec, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Dalszy wzrost udziału w rynku

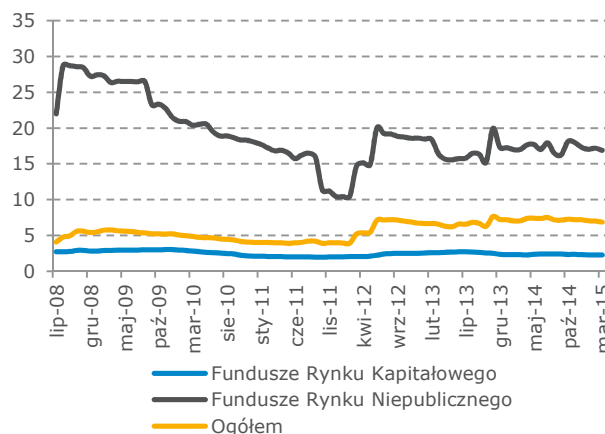
Od 1997 roku Skarbiec TFI konsekwentnie poprawia swój udział w rynku. Na koniec marca 2015 roku, Skarbiec TFI był drugim niezależnym największym TFI na rynku polskim (porównując bez sieci dystrybucyjnej) oraz piątym największym TFI na całym rynku. Aktywa pod zarządzaniem ogółem Skarbiec TFI przez ostatnie 9 lat wzrastały w średniorocznym tempie na poziomie 21,6% (CAGR) wobec wzrostu rynku na poziomie 13,1%. Obecnie rynek funduszy inwestycyjnych nie jest zdominowany przez żaden podmiot, co miało miejsce jeszcze 4 lata temu, kiedy 3 największe TFI posiadały ponad 30% rynku. Uważamy, iż obecna kompozycja rynku stwarza lepsze środowisko konkurencyjne, które według nas nie zostanie zaburzone przez ostatnio ogłoszoną fuzję Pioniera z Santanderem (BZ WBK TFI). Oczekujemy, iż Skarbiec TFI w kolejnych latach zdoła zwiększyć swój udział rynkowy w funduszach detalicznych, ale jednocześnie zmniejszy bardzo wysoki udział w funduszach dedykowanych.

Udział rynkowy TFI (%)



Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Udział rynkowy Skarbiec TFI (%)

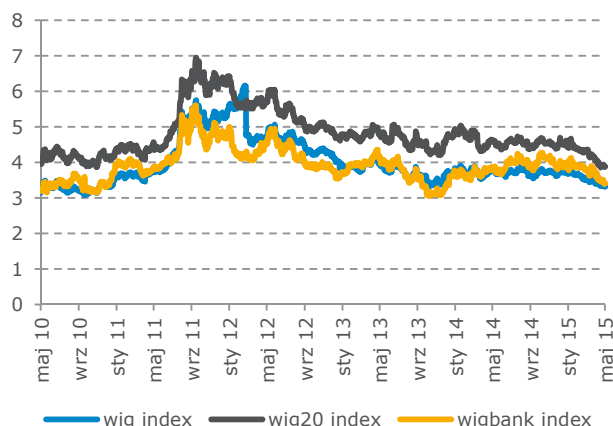


Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Atrakcyjne dywidendy

Skarbiec Holding generuje wysoki zwrot na kapitałach własnych (ROE), dzięki czemu ma wysoką zdolność do wypłaty dywidendy. W przeciągu ostatnich 3 lat ROE Skarbiec Holding znajdowało się w przedziale 15-35%. Jednocześnie, Skarbiec Holding w 2011 roku wypłacił 75% jednostkowego zysku w formie dywidendy oraz 100% w latach 2012-13. Oczekujemy, iż Grupa podtrzyma dotychczasową politykę dywidendową i będzie wypłacać akcjonariuszom 100% zysku netto w kolejnych latach zaczynając od 2016 roku. Z zysku za 2014 rok (18 miesięczny) oczekujemy wypłaty na poziomie 59,6%, na co składać się będzie cały zysk netto ze Skarbiec TFI za 2014 rok kalendarzowy plus 6 miesięcy 2015 roku z Skarbiec Holding. Prognozowana przez nas dywidenda przekłada się na wskaźnik dividend yield na poziomie 6,5% za obrotowy rok 2014 (I 2014 - VI 2015), 11,0% za obrotowy rok 2015 oraz 14,4% za obrotowy rok 2016. Pomimo braku wypłaty całego skonsolidowanego zysku z roku obrotowego 2014 wskaźnik dividend yield prezentuje się nadal znacznie lepiej od polskiego sektora bankowego, gdzie część podmiotów będzie zmuszona przez regulatora do pominięcia wypłaty dywidendy z roku 2014.

Porównanie historycznej stopy dywidendy dla indeksów WIG20, WIG oraz WIG Banki

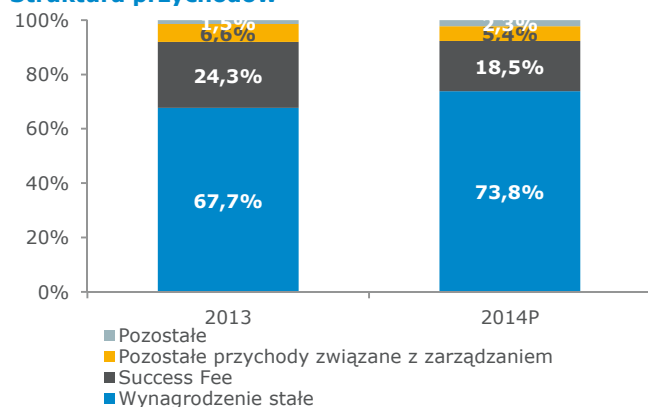


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Przychody tylko w części zależą od success fee

Przychody Skarbcia wzrosły o 71,7% R/R w 2013 roku dzięki naliczeniu po raz pierwszy w tak znaczącym wymiarze wynagrodzenia zmiennego (tzw. success fee), ale spadły zaledwie o 10% w 2014 (kalendarzowym) ze względu na 49% niższą opłatę success fee. Uważamy, iż głównym źródłem przychodów w kolejnych latach pozostanie wynagrodzenie stałe a nie success fee, która w prognozowanym okresie pozostanie średnio na poziomie około 19% przychodów. Relatywnie niższy poziom success fee w przychodach ogranicza ryzyko znaczącego spadku dochodowości spółki w okresie dekonjunktury. Przy całkowitym wyłączeniu przychodów zmiennych z naszych prognoz, ROE grupy nadal pozostaje na relatywnie wysokim, dwucyfrowym poziomie.

Struktura przychodów



Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Koszty operacyjne pod kontrolą

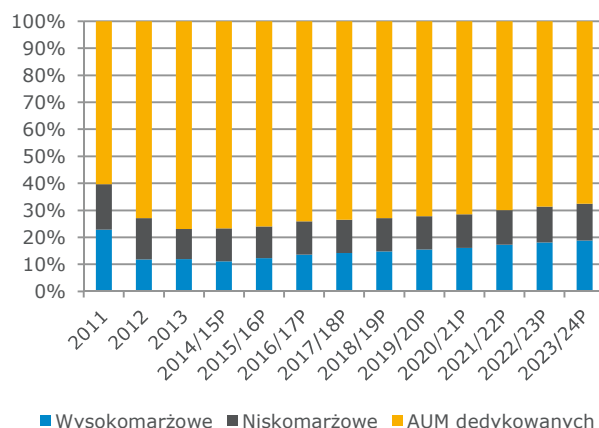
Na koniec 2013 roku, koszty operacyjne stanowiły 65% przychodów netto z tytułu zarządzania, zaś na koniec 2014 roku (kalendarzowego) 74% częściowo pod wpływem jednorazowych kosztów IPO (1,6 mln PLN). Uważamy, iż pomimo wzrastających opłat dystrybutorów wskaźnik kosztów do dochodów ma potencjał do poprawy dzięki wyższej dynamice przychodów. Dodatkowo, Skarbiec charakteryzuje szeroka sieć dystrybucyjną obejmująca banki, biura maklerskie, ubezpieczycieli oraz pośredników finansowych jak i własna sieć z innowacyjną stroną internetową skarbiec24.pl. Uważamy, iż strona internetowa

jako alternatywa do tradycyjnych kanałów dystrybucji może być źródłem do oszczędności w przyszłości.

Struktura aktywów stwarza szansę na poprawę wyników

Na koniec marca 2015 roku, aktywa pod zarządzaniem Skarbiec TFI wynosiły 15,13 mld PLN, z czego 11,68 mld PLN należało do funduszu rynku niepublicznego (77% udział w AUM), zaś pozostałe 3,45 mld PLN do rynku kapitałowego (23% udział w AUM). Przekłada się to na udział rynkowy na poziomie 2,28% w przypadku aktywów rynku kapitałowego oraz 16,88% rynków niepublicznych. Pośród detalicznych aktywów pod zarządzaniem, 44% stanowią fundusze wysokomarżowe (akcji, mieszane, alternatywne – absolutnego zwrotu), zaś pozostała część należy do funduszy niskomarżowych (fundusz pieniężny, dłużne oraz pozostałe). Jednocześnie zwracamy uwagę, iż fundusze wysokomarżowe Skarbcia są zdywersyfikowane pod względem geograficznym, gdzie fundusze inwestujące w polskie instrumenty kapitałowe zajmują 63% udział w strukturze. W naszych prognozach zakładamy dalszą zmianę struktury aktywów pod zarządzaniem w kierunku funduszy detalicznych, z poziomu 22% w AUM ogółem na koniec 2013 roku do poziomu 31% w 2023 roku. Jednocześnie oczekujemy, iż chociaż aż tak wysoki udział rynkowy w funduszach dedykowanych może być nie do utrzymania w przyszłości, to Skarbiec pozostanie jednym z liderów na rynku.

Struktura AUM Skarbiec TFI



Źródło: Grupa Skarbiec (2011-13), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Silna dystrybucja zewnętrzna i wewnętrzna

Skarbiec charakteryzuje największa otwarta sieć dystrybucji w Polsce. Do kanałów dystrybucji należą banki (10 a w tym m.in. mBank, Deutsche Bank, Raiffeisen Polbank, ING BSK, Handlowy czy Alior Bank), domy maklerskie (13 a w tym m.in. mDom Maklerski, DM BZ WBK, DM PKO BP, CDM, Pekao czy Xelion), ubezpieczyciele (15 a w tym m.in. Warta, Axia, Allianz, MetLife Amplico czy Generali) oraz inne podmioty takie jak pośrednicy (34 a w tym m.in. Open Finance, Expander). Skarbiec zamierza nadal poszerzać swoją sieć dystrybucji zewnętrznej w szczególności o banki, w których produkty Skarbcia jeszcze nie są dostępne. Oprócz dystrybucji zewnętrznej, Skarbiec dysponuje perspektywiczną dystrybucją wewnętrzną. Dystrybucję wewnętrzną można podzielić na 3 obszary: Skarbiec Excellence (portfele instrumentów finansowych), Skarbiec Holding oraz skarbiec24.pl (pełna gama produktów bez FIZ). Uważamy, iż dystrybucja

elektroniczna jest najbardziej perspektywicznym obszarem działalności, dzięki któremu w przyszłości Spółka będzie w stanie ograniczyć koszty przy niezmiennym dynamice napływu środków.

Sieć dystrybucji

	2011	2012	2013	9M14	1Q'15
Banki	12	12	9	9	10
Domy maklerskie	11	12	11	14	13
Ubezpieczyciele	11	12	16	16	15
Własna dystrybucja	2	2	2	2	2
Pozostałe	27	32	35	33	34
Razem	63	70	73	74	74

Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Lojalni klienci

Oceniamy, iż Skarbiec przez 17 lat istnienia zbudował lojalną bazę klientów. Od końca 2012 roku, liczba klientów wzrosła o 3 780 osoby do 46 763 klientów na koniec 2M'15. Wraz ze wzrostem liczby klientów wzrosła średnia wielkość aktywów na klienta z 57,7 tys. PLN na koniec 2012 roku do 69,7 tys. PLN na koniec 2M'15. Wzrost aktywów na klienta Skarbiec tłumaczy po części wejściem w segment premium dzięki rozbudowanemu i stale rozszerzanemu portfelowi innowacyjnych produktów oraz współpracy z najlepszymi instytucjami typu Private Banking w Polsce. Średnia wieku klienta Skarbiec Holding wynosi 49 lat. Finalnie, średni okres inwestycji w produkty Skarbiec Holding systematycznie wzrasta z 7,6 lat w 2012 roku do 8,5 lat w 2M'15. Uważamy, iż lojalność klientów odzwierciedla wysoką jakość zarządzania oraz szeroką gamę produktów TFI.

Fundusze detaliczne bez produktów emerytalnych w Skarbiec TFI

	2012	2013	2M'15
Liczba klientów	42 983	45 399	46 763
Aktywa na klienta (tys. PLN)	57,7	60,4	69,7
Średni wiek (lata)	49	49	49
Średni okres inwestycji (lata)	7,6	8,3	8,5

Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Zespołowy proces inwestycyjny

Proces inwestycyjny oparty jest na 4 filarach: 1) strategii inwestycyjnej, 2) alokacji taktycznej, 3) limitów selekcji oraz 4) alokacji operacyjnej, selekcji oraz egzekucji. Zarządzający w firmie odpowiedzialni są niemal za wszystkie filary oprócz komitetu strategicznego, za który odpowiedzialny jest Zarząd, CIO oraz Risk Manager. Ponadto za filar 3 oraz 4 odpowiedzialni są również analitycy. Skarbiec utrzymuje, iż inwestowanie zespołowe ogranicza ryzyko, zwiększa powtarzalność wyników a także minimalizuje ryzyko związane z zależnością towarzystwa od kluczowych pracowników. Zespół analityków oraz zarządzających legitymuje się szerokim doświadczeniem zdobytym w instytucjach takich jak między innymi Aviva Investors, Union Investment, DWS Investment, CS AM czy Opera TFI oraz posiada 3 licencje doradcy inwestycyjnego, certyfikaty CFA, ACMA, CAIA, CGMA oraz PGM.

Strategia

Skarbiec dąży do dalszego rozwoju poprzez:

- **Systematyczne poszerzanie palety produktów**, a w tym tworzenie nowych funduszy aktywów finansowych,

rozwój współpracy z JP Morgan AM poprzez tworzenie nowych funduszy, rozwój funduszy alternatywnych jak również koncentracja na segmencie premium, czy na sprzedaży produktów emerytalnych.

- **Rozwój sieci dystrybucji** poprzez nawiązanie współpracy z nowymi podmiotami oraz rozszerzenie współpracy z obecnymi a także rozwój własnych kanałów takich jak Skarbiec Excellence czy sprzedaży online.

- **Udoskonalenie procesu inwestycyjnego**, nastawionego na generowanie dobrych i powtarzalnych wyników funduszy przy umiarkowanym poziomie ryzyka.

Historia

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Skarbiec zostało utworzone w 1997 roku z ramienia BRE Banku (obecnie mBank) oraz Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft (ADIG). Skarbiec był 5 towarzystwem inwestycyjnym na rynku w Polsce. W 2007 roku BRE Bank sprzedał 100% udział w Skarbiec Asset Management Holding (100% udział w Skarbiec TFI) do Polish Enterprise Fund V LP za 155 mln PLN. W 2011 roku, zapoczątkowana została restrukturyzacja prawno-operacyjna Grupy, która miała na celu sprzedaż aktywów nieistotnych strategicznie, np. ProService AT. Kolejnym krokiem milowym w historii Skarbiec Holding było upublicznienie spółki na GPW.

Podczas 17 lat istnienia Skarbiec TFI spółka była liderem innowacyjności. Już w 1997 roku, Skarbiec TFI wprowadził na rynek pierwszy fundusz pieniężny, w 1998 r. pierwszy SFIO, w 1999r. pierwszy FIZ, a w 2001 pierwszy specjalistyczny FIZ (niepubliczny). W kolejnych latach Skarbiec podążał ścieżką innowacyjności i na polski rynek wprowadzał kolejne usługi, takie jak fundusz funduszy, fundusz master-feeder funduszy inwestycyjnych otwartych, fundusz wierzytelności medycznych. Skarbiec może się również pochwalić współpracą z JP Morgan, dzięki której jest w stanie zaoferować swoim klientom dużo szerszy wybór produktów.

Zarząd

Wraz ze zmianami właścicielskimi skład zarządu Skarbiec Holding również uległ zmianom. Niemniej jednak, obecny skład charakteryzuje doświadczenie zdobywane przede wszystkim na rynku kapitałowym. W skład Zarządu Skarbiec Holding wchodzi następujący członkowie:

- **Marek Rybiec** – Prezes Zarządu związany z Grupą od 2012 roku. Pan Rybiec w Grupie Skarbiec odpowiedzialny jest za działania strategiczne, marketing, PR oraz usługi związane ze Skarbiec Excellence. Przed objęciem funkcji Prezesa Zarządu Pan Marek Rybiec zdobywał doświadczenie w takich instytucjach jak DM BZ WBK, PKO/CS TFI, BRE WM (obecnie mWM) oraz DI Xelion.

- **Piotr Kuba** – Członek Zarządu, dyrektor inwestycyjny (CIO) związany z Grupą od 1998 roku. Pan Kuba rozpoczął swoją karierę w Skarbcu jako zarządzający, aby następnie przejść wszystkie stopnie kariery. Finalnie, Pan Piotr Kuba posiada licencję doradcy finansowego jak również certyfikat CFA.

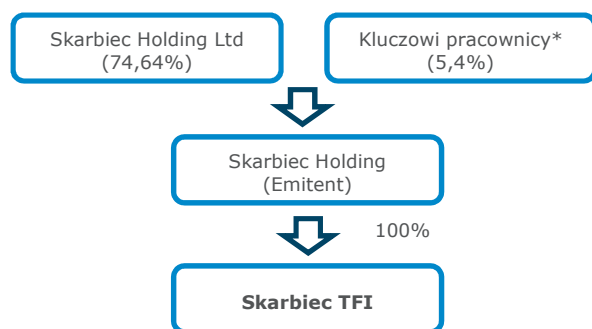
- **Łukasz Kędzior** – Członek Zarządu odpowiedzialny za sprzedaż detaliczną oraz współpracę z siecią dystrybucji. W latach 2012 – 2014 Dyrektor Biura Sprzedaży w PZU TFI.

- **Bartosz Józefiak** – od 2014 roku jako członek Zarządu Grupy Skarbiec do spraw Finansowych (CFO). Od 2008-2011, Pan Józefiak pełnił rolę CFO w Avery Dennison R.I.S. na Polskę, Bułgarię oraz kraje skandynawskie, a następnie w latach 2011-2014 pełnił funkcję CFO w grupie kapitałowej Zelter.

Akcjonariat

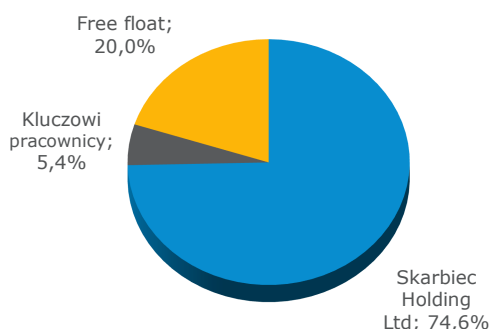
Jedynym akcjonariuszem Skarbiec TFI jest Skarbiec Holding, którego z kolei 74,64% akcji znajduje się w posiadaniu Skarbiec Holding Limited a pośrednio w Polish Enterprise Fund V LP. Po konwersji programu motywacyjnego z 2008 roku, 5,36% udziału w kapitale zakładowym (Skarbiec Holding) posiadają również menadżerowie oraz kluczowi pracownicy. Enterprise Investors (EI) jest firmą świadczącą usługi doradcze dla funduszy private equity oraz venture capital. Do tej pory EI doradzało ośmiu funduszom o łącznym kapitale 2 mld EUR. Ze 106 zakończonych inwestycji (w tym m.in. KRUK S.A.) fundusze, którym doradzało EI uzyskały przychody o łącznej wartości 2,2 mld EUR. Po sprzedaży części akcji Skarbiec Holding w IPO, Skarbiec Holding Limited obowiązuje 360 dniowy okres zakazu sprzedaży akcji tzw. „lock up”. Zakaz sprzedaży nie obowiązuje w momencie gdy kurs akcji Skarbiec Holding od debiutu wzrośnie o co najmniej 15%.

Struktura grupy Skarbiec



*w tym Zarząd oraz współpracownicy
Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Struktura akcjonariatu



Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Czynniki ryzyka

Naszym zdaniem najważniejszymi czynnikami ryzyka, na jakie narażona jest Grupa Skarbiec, pomijając typowe czynniki ryzyka związane z funkcjonowaniem Grupy (tj. otoczenie prawne, IT, itp.), są:

Ryzyko związane z sytuacją gospodarczą w Polsce i na świecie

Uważamy, iż rozwój rynku aktywów pod zarządzaniem jest w dużej mierze uzależniony od sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie. W okresie dekonunktury Skarbiec

Holding może odnotować zmniejszony popyt lub jego brak na usługi finansowe, a w konsekwencji brak napływów nowych środków lub odpływy netto od funduszy. Ponadto w obliczu recesji, Skarbiec może odczuć presję na wyniki poprzez zmianę struktury aktywów w kierunku produktów niskomargowych. Niemniej jednak, według naszych prognoz oczekujemy poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce w najbliższych latach ze wzrostem PKB na poziomie 3,8% w 2015 roku, 3,5% w 2016 roku oraz 3,3% w 2017 roku.

Ryzyko związane z koniunkturą na rynku

Uważamy, iż negatywne zachowanie się rynku akcji może być jednym z głównych czynników ryzyka dla Grupy Skarbiec. Potencjalna dekonunktura na rynku akcji negatywnie odzwierciedliłaby się na wielkości aktywów pod zarządzaniem Grupy Skarbiec wynikającej z odpływów jak i na poziomie wyniku z zarządzania. Niższy poziom aktywów pod zarządzaniem z kolei odzwierciedlony zostałby w niższych przychodach. Ponadto, spadający rynek, nawet w przypadku pobicia przez Grupę benchmarku, może być przesłanką do nienaliczenia opłaty zmiennej, która stanowi średnio około 19% prognozowanych przychodów netto. Niemniej jednak uważamy, iż Skarbiec jest w pewnym stopniu zabezpieczony przed dekonunkturą na rodzimym rynku dzięki swojej dywersyfikacji geograficznej.

Ryzyko polityczne

Uważamy, iż ryzyko polityczne jest ograniczone w przypadku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Niemniej jednak, należy zauważyć, iż po zbliżających się wyborach parlamentarnych w 2015 roku może nastąpić przetarasowanie na scenie politycznej, a według sondaży główna partia opozycyjna (PiS) może wygrać wybory. Obecny program opozycji zakłada wprowadzenie znaczącego podatku od instytucji bankowych, co z kolei może się przełożyć na zmianę wyceny polskiego sektora bankowego, a w konsekwencji znaczącą podaż akcji na rynku.

Ryzyko związane z odejściem kluczowych pracowników

Dobre wyniki inwestycyjne Grupy Skarbiec w bardzo dużej mierze zależne są od kadry menadżerskiej oraz kluczowych pracowników. Uważamy, iż pomimo starań Grupy w celu zatrzymania kluczowych pracowników np. w postaci nowych programów motywacyjnych, rozwijająca się konkurencja oraz coraz większa liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych stwarza przesłanki dla rotacji kadry.

Ryzyko podaży akcji ze strony OFE

Czynnikiem istotnie wpływającym na rynek akcji byłaby zmiana strategii funduszy i długoterminowe zmniejszenie alokacji w akcje z obecnych ok. 86% do poziomu odpowiadającego funduszom zrównoważonym. Na obecną chwilę czynnikiem przemawiającym za tym, że nie nastąpi to w perspektywie najbliższych miesięcy jest niska dostępność aktywów alternatywnych do akcji.

Ryzyko związane z dystrybucją

Stosunek kosztów dystrybucji do przychodów brutto stanowił w 2011 roku 40%, aby w 2013 wzrosnąć do 49%. Uważamy, iż rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce charakteryzuje duża zależność od zewnętrznych kanałów dystrybucji. Uważamy, iż istnieje ryzyko dalszego wzrostu

opłat u dystrybutorów zewnętrznych, szczególnie po stronie banków, które szukają alternatywnych źródeł dochodów w obecnym środowisku niższych stóp procentowych. Ponadto widzimy ryzyko, iż w przypadku gorszych wyników inwestycyjnych Skarbiec Holding liczba kanałów dystrybucyjnych może się zmniejszać. Obecnie, uważamy iż Skarbiec jest adekwatnie zabezpieczony przed ryzykiem związanym z dystrybucją dzięki zdywersyfikowanemu kanałom, które uniezależniają grupę od jednego dystrybutora. Kolejnym zagrożeniem dla dystrybucji może być wprowadzenie MIFID II, chociaż zarząd Skarbiec Holding twierdzi iż spółka będzie adekwatnie przygotowana do nowych regulacji, a sama dyrektywa nie powinna mieć wpływu na biznes.

Ryzyko marży

Chociaż uważamy, iż spadek marży na funduszach detalicznych na polskim rynku w długim okresie jest bardzo prawdopodobny to dynamika tego spadku oraz skala może być istotnym czynnikiem ryzyka. Przez ostatnie 3 lata, marża (przychody po kick-back do średnich AUM) na produktach wysokomarżowych Skarbiec Holding utrzymywała się w przedziale 3,1-3,2%, zaś dla niskomarżowych w przedziale 1,0-1,1%. Uważamy, iż główne dostosowanie marży nastąpi po stronie aktywów wysokomarżowych. Czynnikiem przyspieszającym spadek marży może być zaostrzająca się konkurencja pośród

lokalnych graczy rynku TFI ale według nas przede wszystkim wejście na rynek zagranicznych podmiotów, których stawki za zarządzanie aktywami są na znacznie niższym poziomie przy porównywalnych produktach (np. fundusze rynków CEE).

Ryzyko mniejszych wypłat dywidendy

Widzimy niskie ryzyko wynikające ze zmniejszenia przez Grupę lub całkowitego zaniechania wypłat dywidend. Według nas, dywidendy mogą być ograniczone przez dekonunkturę na rynku akcji lub przez akwizycje. Dodatkowo, uważamy iż w przypadku pogarszającej się koniunktury na GPW, KNF może zmienić maksymalną dopuszczalną wypłatę dywidendy z obecnych 100%.

Ryzyko związane z przejęciami

Uważamy, iż Skarbiec dzięki wysokiemu zwrotowi z kapitałów własnych oraz braku zadłużenia będzie systematycznie poprawiać swoją pozycję kapitałową. Jednym z celów, na jakie może przeznaczyć Grupa nadwyżkowy kapitał jest akwizycja. Niemniej jednak, nie oczekujemy, aby akwizycja nastąpiła w najbliższym okresie. Potencjalna akwizycja może być źródłem ryzyka w przypadku niedostatecznego rozpoznania wartości przejmowanego podmiotu.

Wycena

Nasza wycena składa się z dwóch wieloetapowych modeli, bazujących na metodologii zysków ekonomicznych oraz zdyskontowanych dywidend oraz z wyceny porównawczej. Modele zysków ekonomicznych oraz zdyskontowanych dywidend oparte są na tych samych założeniach czasowych, które można podzielić na dwa etapy: Etap I (lata 2014-23) oraz Etap II (długoterminowa prognoza - kolejne 20 lat).

Założenia operacyjne do wyceny

Wszystkie nasze modele wyceny bazują na tych samych założeniach na lata 2014-2023. Uważamy, że ten 10-letni okres jest wystarczający, by uchwycić fazę dalszego wzrostu aktywów pod zarządzaniem, presji na marże brutto funduszy detalicznych, a także wzrastających kosztów dystrybucji. Nasze główne założenia operacyjne obejmują następujące zagadnienia:

- **Wzrost aktywów pod zarządzaniem (rynek):** Uważamy, iż aktywa pod zarządzaniem rosnać będą w średniorocznym tempie na poziomie 8,6% na wskaźniku 2014-2023 CAGR. Oczekujemy, iż tak dynamiczny wzrost będzie możliwy dzięki niskiej penetracji rynku polskiego. Aktywa pod zarządzaniem w Polsce do PKB stanowiły zaledwie 12% na koniec 2014 roku wobec 42% w krajach UE-17. Dodatkowo, uważamy, iż nastąpi wzrost udziału TFI w oszczędnościach z obecnych 9,5% do 10% w przeciągu 10 lat, co wspierać będzie napływy do funduszy inwestycyjnych. Substytucja będzie wspierana przez zmiany w systemie OFE, rosnącym PKB/capita oraz środowiskiem niskich stóp procentowych.

- **Wzrost aktywów pod zarządzaniem (Skarbiec):** Oczekujemy, iż aktywa pod zarządzaniem ogółem rosnać będą w tempie 5% w przeciągu następnych 10 lat (CAGR 2013-23) oraz w tempie 6,4% w przeciągu następnych 3 lat (CAGR 2013-16). Uważamy, iż Skarbiec Holding utraci rynek ze względu na fundusze dedykowane, gdzie Grupa obecnie posiada drugi najwyższy udział w rynku na trudnym do utrzymania poziomie 17,3%. Wzrost aktywów determinowany będzie przez fundusze detaliczne na średniorocznym poziomie (CAGR 2013-2023) 10,1% w przypadku funduszy wysokomarżowych oraz na poziomie 7,2% w przypadku funduszy niskomarżowych. Bazując na naszych prognozach uważamy, iż Skarbiec poprawi swój udział rynkowy w funduszach detalicznych.

- **Sytuacja makroekonomiczna:** Oczekujemy, iż PKB w Polsce będzie rosnać w tempie 3,8% w 2015 roku, 3,5% w 2016 roku oraz 3,3% w 2017 roku. Niski poziom inflacji, prognozowany przez nas na poziomie 1,0% na koniec 2015 roku, wspiera nasze oczekiwania odnośnie płaskich stóp procentowych. Oczekujemy, iż stopy procentowe zostaną na niezmiennym poziomie w 2015 oraz w 2016 roku. Finalnie oczekujemy, iż rentowności 10 letnich obligacji skarbowych wzrosną z poziomu 2,52% na koniec 2014 roku do 2,70% na koniec 2015 roku oraz do poziomu 2,90% na koniec 2015 roku.

- **Zmiana układu AUM:** Oczekujemy, iż struktura aktywów zmieni się w Skarbku w kierunku funduszy detalicznych. Uważamy, iż 78% udział funduszy dedykowanych w strukturze aktywów spadnie do 67,5% w przeciągu najbliższych 10 lat. Jednocześnie, oczekujemy iż

(mln PLN)	waga	Wycena /akcję
Zyski ekonomiczne	33%	57,1
DDM	33%	59,7
Wycena porównawcza	33%	63,1
Średnia 9M wycena		64,3

udział funduszy wysokomarżowych w aktywach ogółem wzrośnie z 12,1% na koniec 2013 roku do 18,8% na koniec 2023 roku.

- **Wzrost wynagrodzenia stałego (z tytułu zarządzania aktywami):** Oczekujemy, iż wzrost aktywów pod zarządzaniem oraz zmiana struktury aktywów pozytywnie zostaną odzwierciedlone w przychodach. Oczekujemy, iż przychody z funduszy wysokomarżowych pozostaną dominujące w strukturze, zaś ich udział w przychodach wzrośnie z 64% w 2013 do 74% w 2023, a udział zysków funduszy niskomarżowych spadnie z poziomu 29% do 21% w analogicznym okresie.

- **Opłata zmienna (success fee):** Szacujemy, iż opłata success fee będzie naliczana w kolejnych okresach. Opłatę naliczamy bazując na historycznym jej poziomie jak i na szacunkach. Oczekujemy, iż przez kolejne 10 lat opłata success fee będzie średniorocznie rosła na poziomie 5,0% (CAGR 2013-23).

- **Koszty dystrybucji:** Oczekujemy, iż koszty dystrybucji, wraz ze wzrostem aktywów pod zarządzaniem, wzrosną o 9,1% na wskaźniku 2013-23 CAGR. Jednocześnie, oczekujemy iż udział kosztów dystrybucji (z kick-backiem) w przychodach brutto wzrośnie z 49% w 2013 roku do 51% w 2023 roku.

- **Koszty pracownicze:** Oczekujemy, iż koszty pracownicze wzrosną średniorocznie o 2,2% w kolejnych 10 latach (CAGR). Niemniej jednak, oczekujemy stabilizacji kosztów pracowniczych w następnych 3 latach (+1% na CAGR 2013-16) ze względu na wygaśnięcie starego programu motywacyjnego (6% kosztów pracowniczych na koniec 2013 roku) oraz na niższe koszty zmienne (część kosztów zmiennych z 2012 roku została zaliczona w 2013 roku).

- **Stopa podatkowa:** Efektywna stopa podatkowa Skarbiec Holding w latach 2011-2013 znajdowała się w przedziale 20-21%. W naszych prognozach uwzględniliśmy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.

- **Dywidenda:** Zgodnie z zapowiedziami zarządu oczekujemy wypłaty dywidendy na poziomie 60% zysku skonsolidowanego w 2015 oraz 100% w kolejnych prognozowanych przez nas okresach.

Koszt kapitału

W celu obliczenia kosztu kapitału w Polsce przyjęliśmy następujące założenia: stopa wolna od ryzyka – 3,50%, premia za ryzyko rynkowe – 5,0%. Beta na poziomie 1,5.

Wycena metodą zysków ekonomicznych

W tej metodologii wartość firmy określa suma kapitału początkowego – NAV (skorygowanego o wartości niematerialne i prawne, które nie mają miejsca w Grupie Skarbiec) oraz wartość przyszłych zysków ekonomicznych tj. $[(\text{zwrot na TNAV} - \text{koszt kapitału}) \times \text{kapitał początkowy}]$. Poza różnicą pomiędzy ROE a kosztem

kapitału, wzrost aktywów jest tu głównym czynnikiem kreującym wartość. Po szczegółowej prognozie na lata 2014-23, uwzględniamy w wycenie długoterminową prognozę 20-letnią, w której ROE liniowo schodzi do kosztu kapitału.

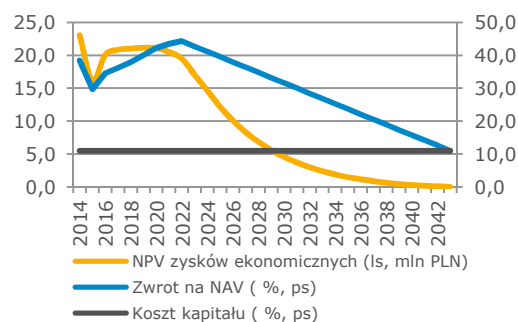
Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2014*	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
KW (początek okresu)	93,4	105,9	116,6	125,9	131,4	136,0	140,6	145,5	149,4	152,5
Zysk netto	35,9	31,4	40,2	45,5	49,9	54,5	59,3	63,2	66,3	67,1
Dywidendy	-19,0	-21,4	-31,4	-40,2	-45,5	-49,9	-54,5	-59,3	-63,2	-66,3
Pozostałe zmiany	-4,4	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KW (koniec okresu)	105,9	116,6	125,9	131,4	136,0	140,6	145,5	149,4	152,5	153,4
Zwrot na KW (początek okresu)	38,4	29,7	34,5	36,1	37,9	40,1	42,2	43,4	44,4	42,7
Koszt kapitału	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Spread	27,4	18,7	23,5	25,1	26,9	29,1	31,2	32,4	33,4	31,7
Zyski ekonomiczne	25,6	19,8	27,4	31,6	35,4	39,5	43,8	47,2	49,8	48,3
Czynnik dyskontujący	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35
Zdyskontowane zyski ekonomiczne	23,1	16,1	20,0	20,8	21,0	21,1	21,1	20,5	19,5	17,0

*2014: 01/01/2014 – 30/06/2015

	(mln PLN)	%
Początkowy TNAV	93,4	25,1%
Etap I (2014-2023)	200,2	53,8%
Etap II - 20-lat	78,3	21,1%
Wartość godziwa na 1/2014	372,0	100,0%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	34,9	
Wartość godziwa	406,9	
Rozwodnienie (program menadżerski)	-17,4	
Obecna wartość godziwa	389,5	
Liczba akcji	6,8	
Wycena na akcję	57,1	
9M cena docelowa	61,8	

Źródło: Dom Maklerski mBanku



Wycena metodą zdyskontowanych dywidend

W tej metodologii wielkość dywidendy oparta jest na szczegółowych założeniach modelu, w tym prognozy Zarządu Grupy odnośnie wypłaty dywidendy. W Etapie II, nasz model DDM jest zintegrowany z modelem zysków

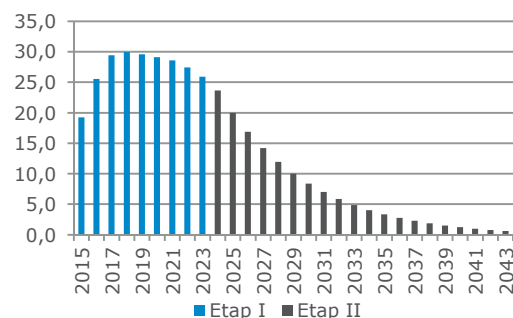
ekonomicznych, gdzie wzrost kapitałów własnych jest determinowany przez naszą prognozę wypłaty dywidendy na poziomie 100%. Wartość rezydualna oparta jest na I etapowym modelu Gordona.

Metoda zdyskontowanych dywidend

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dywidendy	21,4	31,4	40,2	45,5	49,9	54,5	59,3	63,2	66,3
% wypłaty	60	100	100	100	100	100	100	100	100
Czynnik dyskontujący	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39
Zdyskontowane dywidendy	19,3	25,5	29,4	30,0	29,6	29,1	28,6	27,4	25,9

	(mln PLN)	%
PV Dywidend (Etap I)	244,8	62,4%
PV Dywidend (Etap II)	142,2	36,2%
PV wartości rezydualnej	5,6	1,4%
Wartość godziwa na 7/2014	392,5	100,0%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	33,1	
Wartość godziwa	425,6	
Rozwodnienie (program menadżerski)	-18,3	
Obecna wartość godziwa	407,3	
Liczba akcji	6,8	
Wycena na akcję	59,7	
9M cena docelowa	64,6	

Źródło: Dom Maklerski mBanku



Analiza wrażliwości

Poniżej przedstawiamy wrażliwość średniej (przyjętej tylko na potrzeby analizy wrażliwości) wyceny metodologią zysków ekonomicznych oraz zdyskontowanych dywidend oraz wrażliwość wyceny porównawczej na zmianę success

fee. Do analizy przyjęliśmy dwa warianty a) zmiana udziału success fee w średnich aktywach oraz b) zmiana średnich aktywów.

Analiza wrażliwości wycen DDM oraz zysków ekonomicznych

Zmiana success fee / średnie AUM
(0,5% w 2014/15P)

Zmiana AUM		-0,5%	-0,25%	0,0%	+0,25%	+0,5%
Zmiana AUM	-20%	34,6	44,9	55,1	65,4	75,6
	-10%	34,9	46,0	57,1	68,1	79,2
	0%	35,1	46,8	58,4	70,0	81,6
	+10%	35,3	47,7	60,0	72,3	84,6
	+20%	35,6	48,8	62,0	75,1	88,2

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Analiza wrażliwości wyceny porównawczej

Zmiana success fee / średnie AUM
(0,5% w 2014/15P)

Zmiana AUM		-0,5%	-0,25%	0,0%	+0,25%	+0,5%
Zmiana AUM	-20%	41,2	49,9	58,7	67,5	76,2
	-10%	43,4	52,1	60,9	69,7	78,4
	0%	45,6	54,3	63,1	71,9	80,6
	+10%	47,8	56,5	65,3	74,1	82,8
	+20%	50,0	58,7	67,5	76,3	85,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą sporządziliśmy w oparciu o wskaźnik P/E oraz kapitalizacja/AUM zagranicznych spółek, specjalizujących się w zarządzaniu aktywami. Jednocześnie zauważamy, iż wskaźnik kapitalizacja / AUM może być zaburzony przez niehomogeniczną strukturę AUM w grupie porównawczej. Ponadto, spółki w naszej grupie porównawczej charakteryzuje dużo szersze spektrum oferowanych usług, a także dywersyfikacja geograficzna inwestycji obejmująca zarówno rynki wschodzące jak i rozwinięte. Fundusze inwestycyjne w naszej grupie porównawczej znajdują się na znacznie bardziej rozwiniętych rynkach.

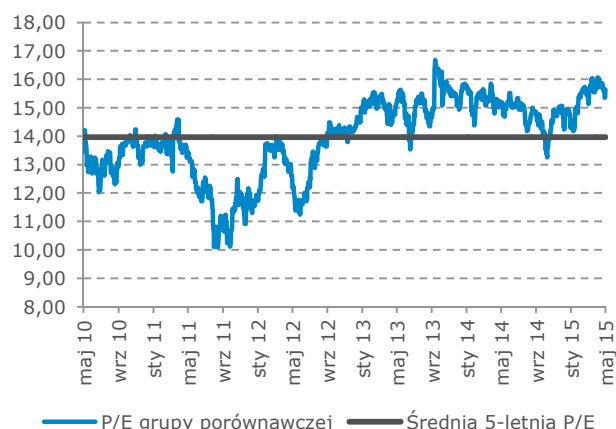
Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	Przedział		Średnia	Waga
P/E	506,4	576,7	541,6	50%
Kapitalizacja/AUM	328,4	310,5	319,4	50%
Średnia wycena			430,5	
Wycena/akcję (PLN)			63,1	

Źródło: Bloomberg, Dom maklerski mBanku

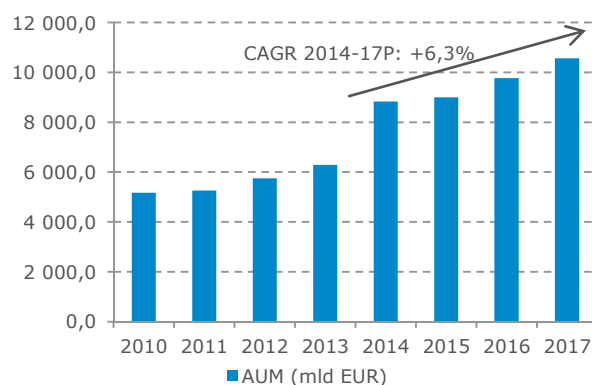
Spółki porównywalne notowane są na wskaźniku 12M forward P/E 15,6x, z 11,6% premią do swojej historycznej średniej na poziomie 14,0x. Premia odzwierciedla wzrost notowań spółek porównywalnych, który miał miejsce od początku roku. Niemniej jednak, rynek oczekuje, iż aktywa pod zarządzaniem analizowanej przez nas grupy porównawczej wzrosną o 6,3% w przeciągu kolejnych 3 lat (wskaźnik CAGR).

12M Forward P/E spółek porównywalnych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wzrost AUM spółek porównawczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

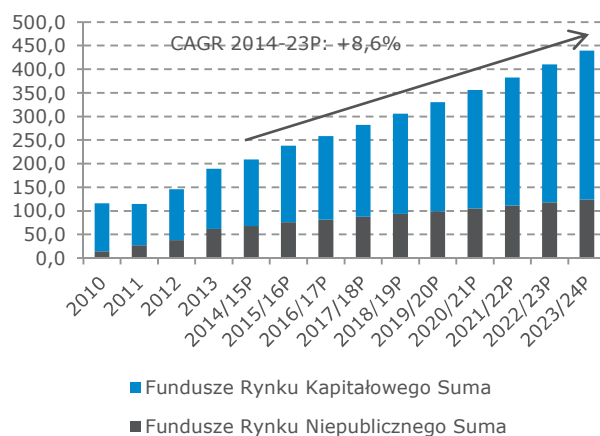
Metoda porównawcza

	Mcap (mln EUR)	P/E (x)		P/BV (x)		Marketcap/ AUM (%)	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
Skarbiec Holding*		12,3	10,4	8,1	3,1		
Quercus	131	16,5	15,7	10,0	9,3	b.d.	b.d.
Altus	176	42,6	17,6	3,4	3,3	b.d.	b.d.
Średnia polskie fundusze		16,6	15,4	6,7	6,3	b.d.	b.d.
Blackrock	53 649	18,0	15,8	2,1	2,0	1,2%	1,1%
Franklin Resources	28 147	14,0	13,4	2,5	2,3	3,6%	3,4%
T Rowe Price	18 566	16,6	15,2	3,9	3,6	2,6%	2,5%
Invesco	15 304	15,2	13,0	1,6	1,5	2,1%	1,9%
Schroders	12 341	18,4	16,7	3,8	3,4	2,7%	2,5%
Affiliated Managers	10 624	16,1	14,2	4,1	3,5	0,0%	0,0%
Aberdeen AM	8 181	13,4	12,4	2,9	2,7	1,8%	1,7%
Investec	7 486	15,0	12,9	1,5	1,4	5,5%	4,9%
Legg Mason	5 344	16,1	12,1	1,3	1,2	0,9%	0,8%
Och-Ziff Capital mgmt.	5 274	8,5	7,5	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Eaton Vance Management	4 306	17,0	14,8	7,6	6,0	b.d.	b.d.
Henderson Group	4 304	16,7	14,3	2,7	2,6	3,4%	3,0%
GAM Holding	3 239	16,8	14,6	1,6	1,5	2,7%	2,5%
Ashmore Group	3 169	15,0	15,7	3,4	3,2	4,3%	4,1%
Janus Capital	2 875	17,3	13,9	1,9	1,7	b.d.	b.d.
Jupiter AM	2 826	15,9	14,4	4,3	2,9	5,6%	5,1%
AllianceBernstein	2 664	14,5	12,7	b.d.	b.d.	0,0%	0,0%
Brewin Dolphin	1 359	18,9	15,8	4,3	3,7	2,6%	2,5%
Liontrust AM	180	14,3	11,1	4,9	3,8	2,9%	2,5%
Mediana		16,1	14,3	3,4	2,9	2,0%	1,9%

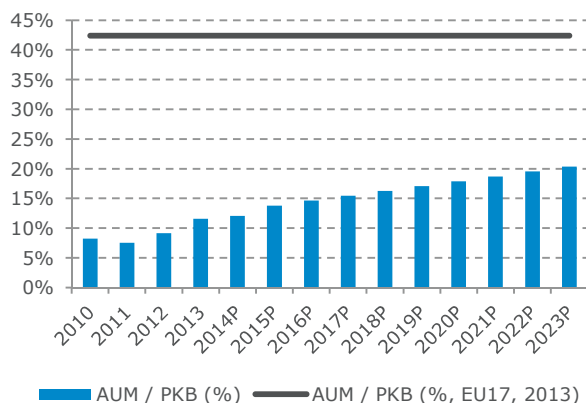
Rynek

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce rozwija się dynamicznie, notując średnioroczny wzrost na poziomie 13,1% przez ostatnie 9 lat. Na koniec marca 2015 roku, wartość aktywów pod zarządzaniem ogółem funduszy inwestycyjnych wynosiła 220 mld PLN, z czego 151 mld PLN w funduszach rynku kapitałowego, a 69 mld PLN w funduszach rynku niepublicznego. Uważamy, iż pomimo dynamicznej ekspansji, rynek prezentuje nadal duży potencjał wzrostu, dzięki niskiej penetracji funduszy w porównaniu do krajów Europy rozwiniętej. Dodatkowo, rozwojowi sprzyjać będzie coraz bardziej aktywna oraz długoterminowa alokacja oszczędności w fundusze w celu dywersyfikacji źródeł emerytury. Szacujemy, iż przez kolejne 9 lat rynek rozwijać się będzie w średniorocznym tempie na poziomie 9% systematycznie domykając lukę penetracji do krajów Europy rozwiniętej.

Aktywa pod zarządzaniem (mld PLN)



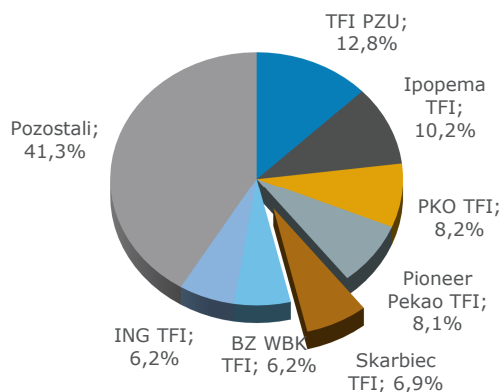
Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

AUM do PKB (%)

Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

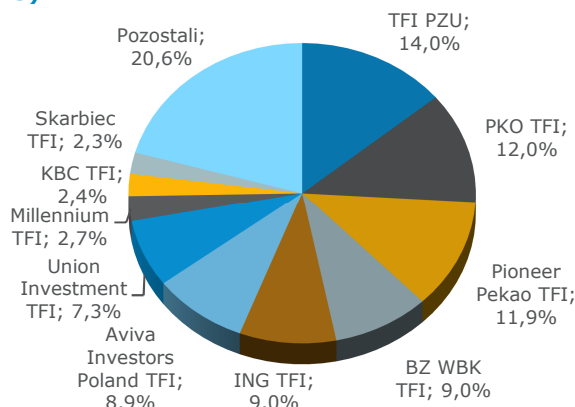
Liderzy rynku

Największy udział w rynku aktywów pod zarządzaniem na koniec marca 2015 posiadało PZU TFI (12,8%), Ipopema TFI (10,2%), PKO TFI (8,2%), Pioneer TFI (8,1%), a następnie Skarbiec TFI (6,9%). Zaostrzająca się konkurencja na polskim rynku sprawiła, iż obecnie nie ma wyraźnego lidera, gdzie na koniec 2004 roku 3 największych graczy posiadało 54% udział w rynku z wyraźną przewagą Pioneer TFI (udział na poziomie 34,1%). Uważamy, iż postępująca konkurencja oraz wyrównanie na rynku TFI jest pozytywne i stwarza lepsze środowisko konkurencyjne.

Udział w rynku AUM ogółem (marzec 2015)

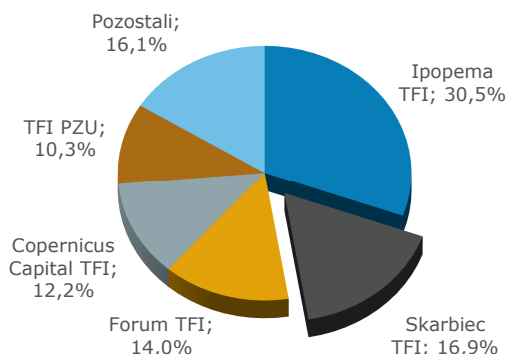
Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Rynek funduszy kapitałowych w przeciągu ostatnich 5 lat rósł w średniorocznym tempie 10,9% (CAGR). Obecnie liderem rynku jest TFI PZU, z udziałem na poziomie 14,0%, przed PKO TFI (12,0%), Pioneer Pekao TFI (11,9%), BZ WBK TFI (9,0%). Na koniec marca 2015 roku, Skarbiec był 10 największym TFI spośród 34 na rynku.

Udział w rynku funduszy kapitałowych (marzec 2015)

Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Rynek funduszy niepublicznych w przeciągu ostatnich 5 lat rósł w średniorocznym tempie na poziomie 42,7% i był główną siłą napędową aktywów pod zarządzaniem ogółem. Obecnie rynek funduszy rynku niepublicznego jest mało zdywersyfikowany a 5 największych graczy posiadało na koniec marca 2015 84% rynku. Do największych funduszy należy zaliczyć Ipopema TFI (udział na poziomie 30,5% na koniec marca 2015), Skarbiec TFI (16,9%), Forum TFI (14,0%), Copernicus TFI (12,2%) oraz TFI PZU (10,3%).

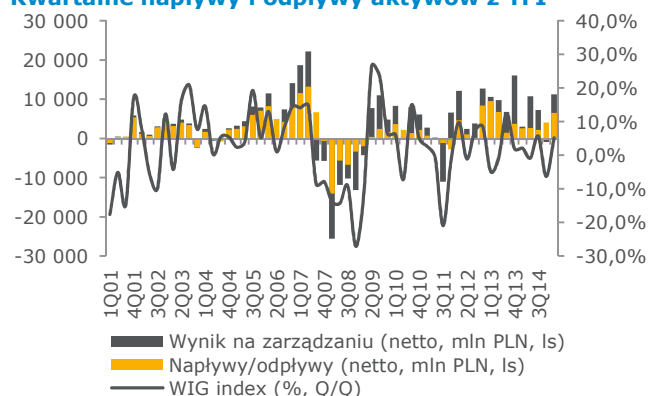
Udział w rynku funduszy niepublicznych (lipiec 2014)

Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Napływy do funduszy

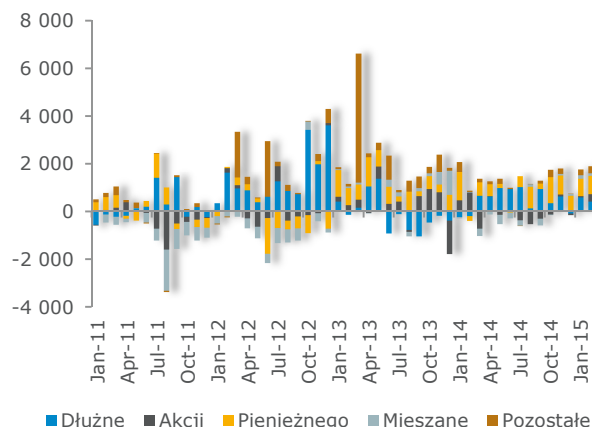
Pomiędzy marcem 2012 a marcem 2015 roku do polskich funduszy inwestycyjnych napłynęło 317,4 mld PLN nowych środków (detaliczne i dedykowane fundusze) przy jednoczesnych umorzeniach na poziomie 265,1 mld PLN z wynikiem netto na poziomie +52,2 mld PLN. Napływy netto były głównie kreowane przez fundusze dłużne (+20 mld PLN) oraz fundusze rynku pieniężnego (+12 mld PLN) przy jednoczesnych napływach w funduszach akcji (+3,8 mld PLN) oraz odpływach w mieszanych (-1,8 mld PLN). Od początku 2015 roku do marca br. napływy do funduszy inwestycyjnych wyniosły 27,3 mld PLN przy umorzeniach na poziomie 20,8 mld PLN dając wynik netto na poziomie +6,5 mld PLN. W odróżnieniu do średniej, napływy netto do funduszy w obecnym roku nie przeważały po stronie bezpiecznych funduszy dłużnych oraz pieniężnych (+2,5 mld PLN) ale po stronie funduszy mieszanych oraz funduszy akcji (+3,5 mld PLN). Napływy netto od początku bieżącego roku do funduszy akcyjnych (styczeń-marzec) wspomagane były przez zachowanie się indeksu WIG (+5,2%).

Kwartałne napływy i odpływy aktywów z TFI



Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Napływy i odpływy aktywów z TFI według kategorii funduszy (mln PLN)

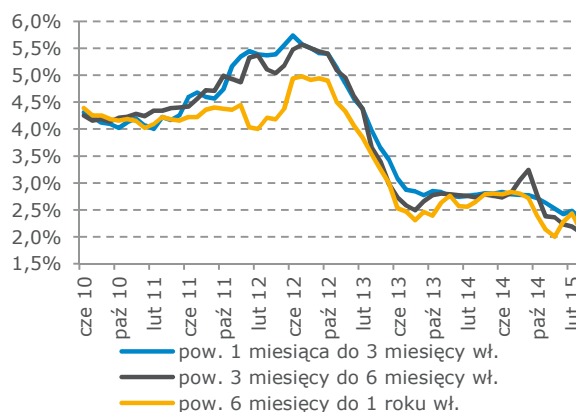


Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Perspektywy nastrojają optymizmem

Wraz ze wzrostem PKB per capita oczekujemy wzrostu inwestycji w TFI, a także w rynki kapitałowe. Na koniec 2014 roku, Polacy zainwestowali 9,5% oszczędności w fundusze inwestycyjne, kiedy w krajach Europy rozwiniętej udział ten wynosi około 11%. W naszym modelu konwergencja w strukturze oszczędności gospodarstw domowych do rynków kapitałowych w kierunku krajów Europy rozwiniętej zasila napływy do funduszy inwestycyjnych w kolejnych latach. Ponadto uważamy, iż wraz ze wzrostem zamożności społeczeństwa, część Polaków wybierze fundusze inwestycyjne jako alternatywne źródło inwestycji emerytalnej do OFE. W krótkim okresie oczekujemy, iż niskie środowisko stóp procentowych w Polsce będzie wspierać napływy do TFI. Średnie oprocentowanie nowych umów depozytowych obniżyło się z poziomu 5,4% w 3Q'12 (przed rozpoczęciem cyklu obniżek stóp procentowych) do 2,3% obecnie, zmniejszając atrakcyjność takich instrumentów. Dodatkowo uważamy, iż polskie banki w obliczu coraz niższych przychodów odsetkowych oraz prowizyjnych (obcięcie opłaty interchange) będą szukały alternatywnych źródeł dochodów pochodzących na przykład ze sprzedaży jednostek funduszy inwestycyjnych.

Oprocentowanie nowych umów depozytowych



Źródło: NBP, Dom Maklerski mBanku

Wysokie opłaty nie do utrzymania

Polskie fundusze inwestycyjne utrzymują wysokie stawki za zarządzanie aktywami rynku kapitałowego (fundusze akcyjne i mieszane). Porównując przychody do średnich aktywów pod zarządzaniem opłata wynosi około 4%, kiedy w Europie Zachodniej jest to jedynie około 2%. Uważamy, iż tak jak marże odsetkowe w przypadku systemu bankowego, tak i w przypadku TFI opłaty dążą do średnich europejskich. Oczekujemy, iż marże brutto spadną przede wszystkim ze względu na rosnącą konkurencję na rynku polskim poprzez wejście zagranicznych funduszy. Fundusze zagraniczne, które obecnie zarządzają portfelami inwestującymi na rynkach wschodzącej Europy oferują znacznie niższą opłatę za zarządzanie niż polskie odpowiedniki (np. fundusz Barings Emerging Europe z opłatą na poziomie 0,8%). Niemniej jednak nie oczekujemy, aby pełna konwergencja nastąpiła w przeciągu następnych 10 lat tak jak nie oczekujemy, aby rynek zbliżył się znacząco pod względem penetracji do rynków zachodnich. Ponadto uważamy, iż spadek opłat będzie w dużej mierze rekompensowany przez wzrastające aktywa pod zarządzaniem, których wzrost w kolejnych 9 latach szacujemy na średniorocznym tempie 9,3% w przypadku funduszy rynku kapitałowego.

Dane makroekonomiczne

Sytuacja makroekonomiczna w Polsce przedstawia się nadal bardzo pozytywnie. Według naszych prognoz wzrost gospodarczy w Polsce powinien wynieść 3,8% w 2015 roku, 3,5% w 2016 oraz 3,3% w 2017 roku znacznie powyżej wzrostu prognozowanego dla strefy EURO (1,5-1,6% w latach 2015-16P). Jednocześnie oczekujemy wzrostu rentowności obligacji 10-letnich z poziomu 2,52% do 2,7-2,9% w latach 2015-16P. Finalnie, oczekujemy iż pozytywna sytuacja makroekonomiczna powinna pozytywnie przełożyć się na stopę bezrobocia, która prognozujemy na poziomie 10% w 2015 oraz 9,5% w 2016.

Prognozy wskaźników makroekonomicznych

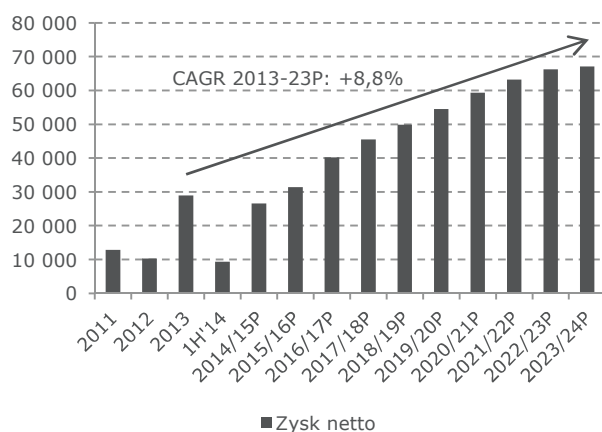
(%)	2013	2014	2015P	2016P
Wzrost PKB r/r	1,7	3,3	3,8	3,5
EUR/PLN (na koniec roku)	4,15	4,29	3,90	4,05
CHF/PLN (na koniec roku)	3,39	3,57	3,55	3,68
CPI	0,7	-1,0	1,0	2,0
Stopa referencyjna NBP (na koniec roku)	2,50	2,00	1,50	1,50
Stopa bezrobocia (na koniec roku)	13,4	11,5	10,3	9,5

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wyniki i prognozy Skarbiec Holding

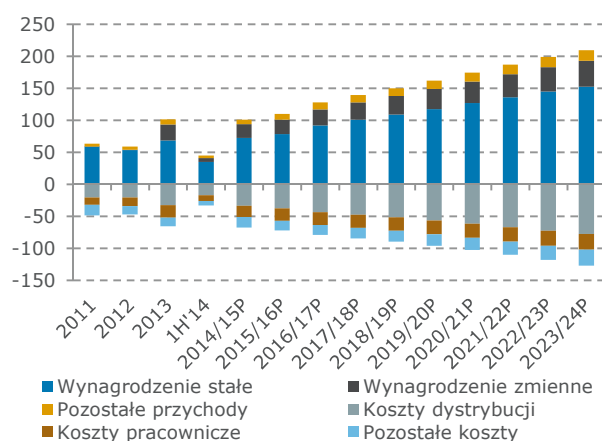
Zysk netto Skarbca w przeciągu ostatnich trzech lat wzrastał średniorocznie o 13% (CAGR) i oczekujemy, iż wraz z napływem nowych funduszy wysoka dynamika zysku netto zostanie podtrzymana. Na znaczącą poprawę wyniku kluczowy wpływ miał wynik z tytułu wynagrodzenia zmiennego (tzw. success fee), który wzrósł z poziomu 0,5 mln PLN w 2012 roku do 12,5 mln PLN w kalendarzowym roku 2014 (oczekiwany na poziomie 27 mln PLN w 2014/15 obrotowym). Niemniej jednak, na uwagę również zasługuje wzrost przychodów z tytułu wynagrodzenia stałego, które przez ostatnie 3 lata wzrastało średniorocznie w tempie 7%. Największą zmienną po stronie kosztowej są koszty dystrybucji, które w przeciągu ostatnich 3 lat średniorocznie wzrastały na poziomie 18% i średnio stanowią około 1/3 przychodów. Skarbiec charakteryzuje się wysokim zwrotem z kapitałów własnych, który w przeciągu ostatnich 3 lat kształtował się w przedziale 15-35%.

Zysk netto Skarbiec Holding (mln PLN)



Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Przychody i koszty Skarbiec Holding (mln PLN)



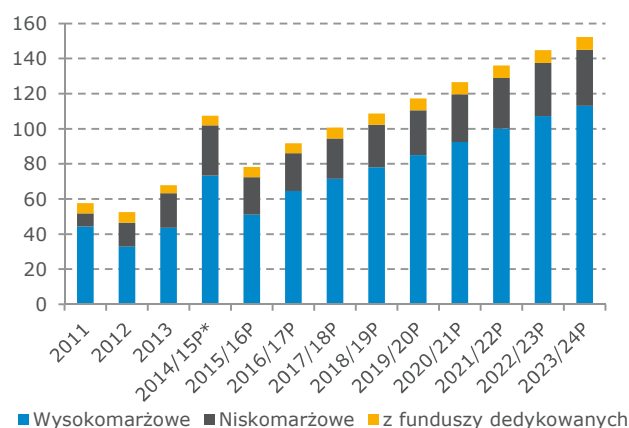
Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Przychody

Przychody z tytułu wynagrodzenia stałego

Przychody z tytułu wynagrodzenia stałego Skarbca wzrosły o 3,6% R/R w 2014 roku (kalendarzowym) i o 7% przez ostatnie 4 lata (CAGR 2011-14 kalendarzowe). Przychody z tytułu wynagrodzenia są ściśle powiązane z wielkością oraz ilością funduszy inwestycyjnych. Na koniec 2014 roku 62% przychodów pochodziło z tytułu aktywów wysokomarżowych, 23% niskomarżowych, a jedynie 5% z tytułu aktywów dedykowanych. Oczekujemy, iż udział przychodów z tytułu funduszy wysokomarżowych wzrośnie w przeciągu kolejnych 10 lat do 74%, jako że stopniowy spadek marży brutto na funduszach będzie rekompensowany poprzez wzrost AUM. Oczekujemy, iż w przeciągu kolejnych 10 lat przychody z tytułu wynagrodzenia stałego wzrastać będą średniorocznie na poziomie 8,3% i napędzane będą głównie przez napływ nowych aktywów. Wzrost rynkowych AUM determinowany jest w naszych prognozach przez strukturę oszczędności w Polsce a także penetrację rynku. Uważamy, iż w długim okresie struktura oszczędności Polaków ulegnie konwergencji w kierunku krajów Europy rozwiniętej (9,5% udział TFI w Polsce wobec około 11% w krajach Europy rozwiniętej), a to z kolei przełoży się na pozytywne napływy do funduszy. Drugim czynnikiem, jaki bierzemy pod uwagę w naszych prognozach jest poziom penetracji rynku. Aktywa pod zarządzaniem w Polsce stanowią jedynie 12,1% PKB, kiedy w krajach EU 17 stanowią około 42% PKB. O ile uważamy, iż struktura oszczędności może się zbliżyć do poziomu 10% w przeciągu 9 lat to oczekujemy, iż penetracja AUM w Polsce wzrośnie jedynie do poziomu 20% pozostawiając duży potencjał wzrostu na kolejne lata.

Kompozycja wynagrodzenia stałego (mln PLN)



*18 miesięcy

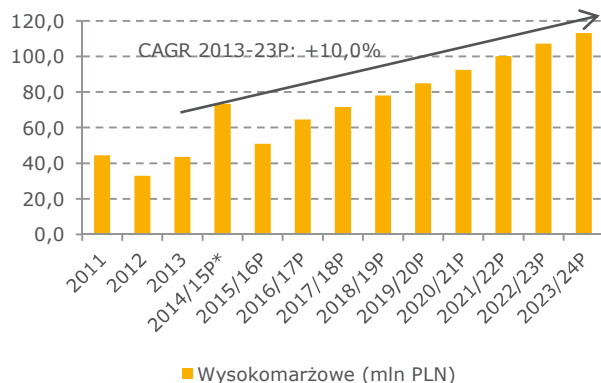
Źródło: Grupa Skarbiec (2011-13), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Przychody z tytułu funduszy wysokomarżowych

Przychody Skarbiec Holding z tytułu funduszy wysokomarżowych (po kick-backu) wzrosły o 3% w 2014 oraz o 32,5% w 2013 roku. Poprawie wyników towarzyszył wzrost średnich aktywów pod zarządzaniem (aktywa funduszy akcji, mieszanych oraz alternatywnych) na poziomie +2% R/R. Marża osiągnięta na funduszach wysokomarżowych przez ostatnie 3 lata kształtowała się w przedziale 3,1-3,2% uwzględniając kick-back oraz 3,5-3,6% przed kick-back. Oczekujemy, iż przychody z tytułu funduszy wysokomarżowych wzrosną w tempie 14,0% w

przebiegu następnych 3-let (CAGR 2013-16) oraz w tempie 10,0% w przebiegu następnych 10 lat (CAGR 2013-23), zaś udział przychodów z tytułu funduszy wysokomarżowych wzrośnie z poziomu 64% w 2013 do 74% w 2023 roku.

Przychody z funduszy wysokomarżowych



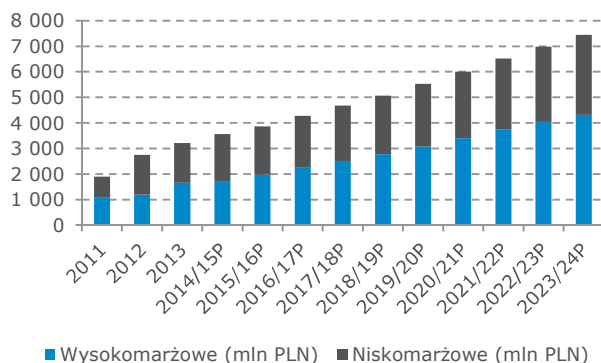
*18 miesięcy

Źródło: Grupa Skarbiec (2011-13), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-23)

Aktywa pod zarządzaniem (fundusze wysokomarżowe)

Uważamy, iż udział funduszy wysokomarżowych w napływach na rynku jak i w Skarbcu TFI będzie wyższy wobec niskomarżowych z uwagi na szukanie alternatywy dla lokowania oszczędności w środowisku niskich stóp procentowych, wzrastającej świadomości społecznej i lokowania pieniędzy na okres emerytury, a także niskiego udziału inwestycji Polaków w instrumenty rynku kapitałowego wobec krajów bardziej rozwiniętych. Aktywa pod zarządzaniem ogółem Skarbcu przez ostatnie 5 lat rosły w tempie 25,1% (CAGR 2009-14). Oczekujemy, iż wzrost AUM ogółem Skarbcu w przebiegu następnych 10 lat średniorocznie wynosić będzie 5,3% (CAGR 2013-23), z czego wzrost funduszy wysokomarżowych na poziomie 10,1%, niskomarżowych na poziomie 7,2% oraz dedykowanych na poziomie 3,8%. Jednocześnie oczekujemy, iż udział funduszy wysokomarżowych w aktywach ogółem wzrośnie z poziomu 12,1% na koniec 2013 roku do 19% w 2023 roku. Zmiana struktury aktywów powinna pozytywnie przełożyć się na wzrost przychodów pomimo oczekiwanej stopniowej presji na marżę, spowodowanej przez konkurencję.

Detaliczne AUM Skarbiec TFI

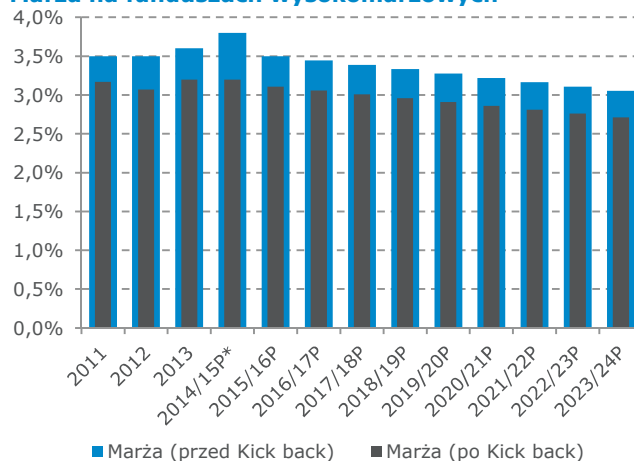


Źródło: IZFiA, mDom Maklerski

Marża (fundusze wysokomarżowe)

Oczekujemy, iż spadek marży (liczonej jako przychody do średnich aktywów) w przypadku funduszy wysokomarżowych będzie łagodny i wyniesie 0,5 p.p. z poziomu 3,2% (po kick-backu) na koniec 2013 roku do 2,7% w 2023. Wraz z konwergencją aktywów pod zarządzaniem do średnich europejskich oczekujemy adekwatnego dostosowania także po stronie marż. Oczekujemy, że marża zostanie dostosowana do poziomu Europy rozwiniętej ze względu na przewidywane przez nas wejście na polski rynek konkurencyjnych funduszy zagranicznych a co za tym idzie walkę cenową o klienta. Wejście funduszy konkurencyjnych uzasadniamy nadal znacznie wyższą opłatą za zarządzanie w kraju wobec zagranicy. Niemniej jednak nie oczekujemy, aby spadek był znaczący ze względu na nadal niską penetrację rynku oraz stosunkowo wysokie opłaty za dystrybucję. Ponadto, spadająca marża zostanie według nas zrekompensowana w wystarczający sposób przez wzrost aktywów pod zarządzaniem.

Marża na funduszach wysokomarżowych

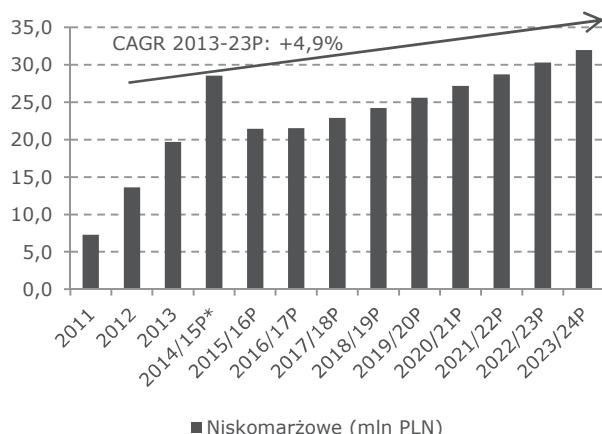


Źródło: Grupa Skarbiec (2011-13), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Przychody z tytułu funduszy niskomarżowych

Przychody z tytułu funduszy niskomarżowych (po kick-back) wzrosły o 44,9% w 2013 roku oraz o 14% w 2014 roku. Dynamiczny wzrost przychodów był poparty wzrostem średnich aktywów pod zarządzaniem (fundusze pieniężne, obligacji i aktywów niefinansowych) na poziomie 48,8% w 2013 roku oraz na poziomie 5,1% w 2014 roku. Pomimo dynamicznego wzrostu przychodów jak i aktywów pod zarządzaniem, fundusze niskomarżowe stanowiły jedynie 31,3% wynagrodzenia stałego ogółem w 2014 roku. Oczekujemy, iż w okresie 9 lat udział wynagrodzenia z tytułu funduszy niskomarżowych spadnie do poziomu 21,0% na korzyść funduszy wysokomarżowych. Jednocześnie oczekujemy wzrostu przychodów na poziomie 3,0% w przebiegu następnych 3 lat oraz 4,9% w przebiegu następnych 10 lat (CAGR).

Przychody z funduszy niskomarkowych Skarbca



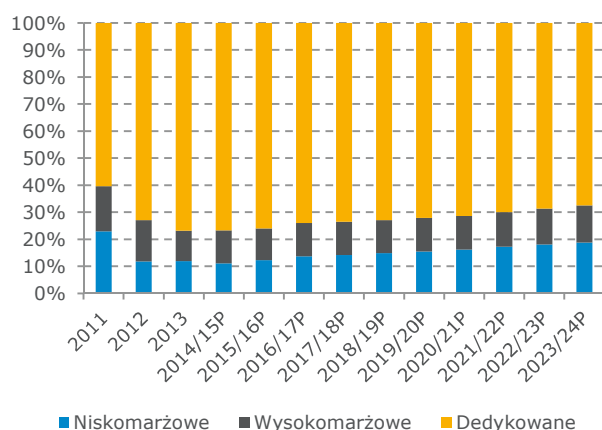
*18 miesięcy

Źródło: Grupa Skarbiec (2011-13), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-23)

Aktywa pod zarządzaniem (fundusze niskomarkowe)

Oczekujemy, iż aktywa pod zarządzaniem w okresie kolejnych 10 lat wzrosną na wskaźniku CAGR o 7,2%. Fundusze niskomarkowe pozostają atrakcyjną alternatywą dla funduszy wysokomarkowych w momencie dekonjunkury. Historycznie napływy jak i wyniki funduszy wspierane były przez coraz niższe rentowności obligacji, odzwierciedlające cięcia stóp procentowych w Polsce. Oczekujemy, iż wraz ze wzrostem rentowności obligacji napływy do funduszy dłużnych wyhamują w najbliższym okresie na rzecz funduszy wysokomarkowych. Od końca 2013 roku do końca 1Q'15 rentowność 10-letnich obligacji skarbowych spadła z 4,3% do 2,3%, zaś na koniec roku oczekujemy rentowności na poziomie 2,7% a następnie 2,9% w 2016.

Zmiana kompozycji aktywów pod zarządzaniem Skarbca



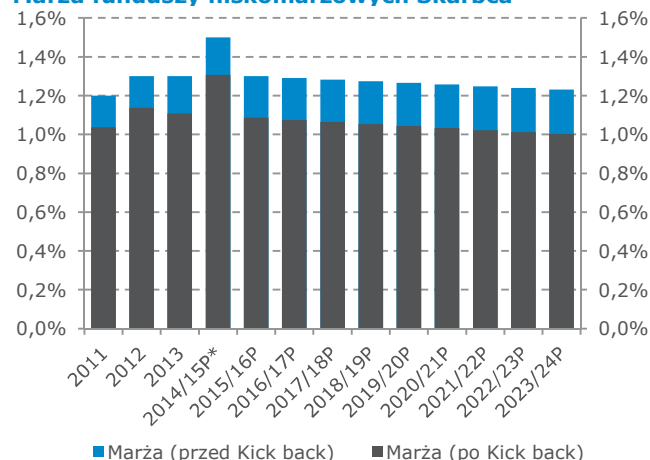
Źródło: Grupa Skarbiec (2011-13), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Marża (fundusze niskomarkowe)

Marża na funduszach niskomarkowych (przychody/średnie aktywa pod zarządzaniem) znajdowała się w przedziale 1,2-1,3% w latach 2011-2013 przed kick-back oraz na poziomie 1,0-1,1% po kick-backu. Oczekujemy, iż spadek marży osiągniętej na funduszach obligacji, pieniężnych oraz aktywów niefinansowych będzie znacznie bardziej ograniczony niż na funduszach akcji. Prognozujemy, iż na

koniec 2023 roku marża na ww. funduszach wyniesie 1,0% po kick-back oraz 1,2% przed kick-back.

Marża funduszy niskomarkowych Skarbca



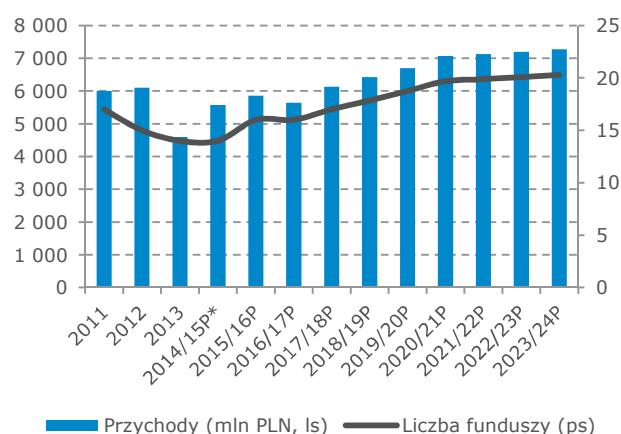
*18 miesięcy

Źródło: Grupa Skarbiec (2011-13), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Przychody z tytułu funduszy dedykowanych

Na koniec 2014 roku fundusze dedykowane stanowiły 78% aktywów pod zarządzaniem Skarbca TFI. Niemniej jednak, przychody stanowiły jedynie 6,4% wynagrodzenia stałego oraz 4,5% przychodów netto. Przychody z funduszy dedykowanych w odróżnieniu od detalicznych wysoko- oraz niskomarkowych nie są powiązane z wielkością aktywów pod zarządzaniem, tym samym zapewniając stabilne źródło dochodów. Ilość funduszy w przeciągu ostatnich 4 lat spadła z 17 do 12, zaś średni przychód przypadający na fundusz nieznacznie się obniżył z 0,35 mln PLN w 2011 roku do 0,33 mln PLN w 2014 roku. Skarbiec jest drugim największym TFI na rynku funduszy dedykowanych z udziałem rynkowym na poziomie 17%. Uważamy, iż tak wysoki udział jest nie do utrzymania i prognozujemy jego spadek do poziomu 12% w 2023 roku, jednocześnie zwiększając ilość funduszy do 20.

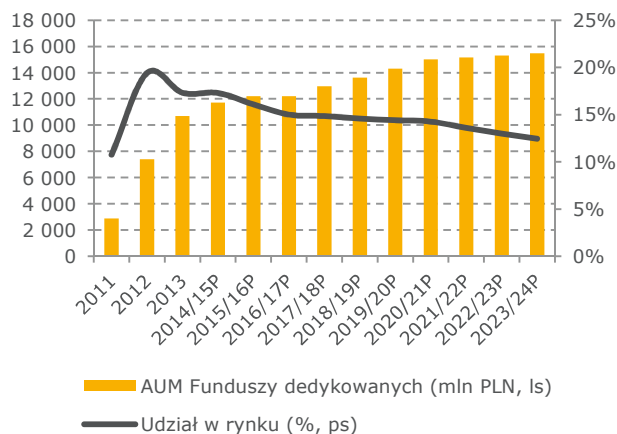
Przychody vs. liczba funduszy dedykowanych Skarbca



*18 miesięcy

Źródło: Grupa Skarbiec (2011-13), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Udział w rynku funduszy dedykowanych Skarbca

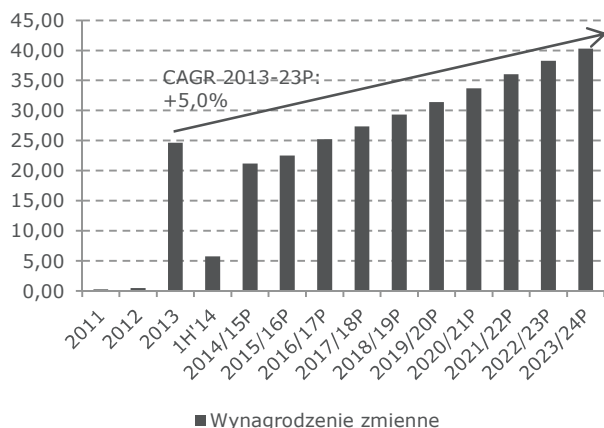


Źródło: Grupa Skarbiec (2011-2013), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Przychody z wynagrodzenia zmiennego

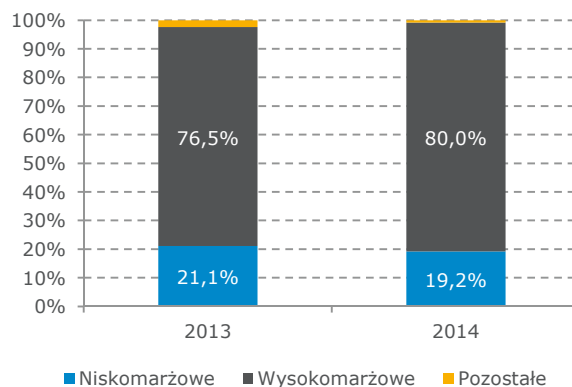
Wynagrodzenie zmienne miało istotny wpływ na wyniki Skarbca w 2013 roku i stanowiło 24% przychodów netto z tytułu zarządzania aktywami oraz znacznie mniejszy w 2014 roku stanowiąc 14% przychodów netto. Wynagrodzenie zmienne zależne jest od wyników inwestycyjnych funduszy. W 2014 roku 99% przychodów z opłaty zmiennej za zarządzanie generowane było przez fundusze detaliczne z czego 80% (77% w 2013) przez fundusze wysokomarżowe, a 19% (21% w 2013) przez fundusze niskomarżowe. Choć opłata w tak dużym wymiarze została naliczona dopiero w 2013 roku to symulacja przeprowadzona przez Skarbiec wskazała, iż opłata byłaby w znaczący sposób naliczona również w wynikach TFI w latach 2007, 2009, 2010 oraz 2012. Bazując na średnim poziomie success fee do aktywów pod zarządzaniem w latach ubiegłych, a także wyższych niż benchmark wyników zespołu Skarbca TFI przez ostatnie 5 lat, oczekujemy kontynuacji naliczania opłaty w latach kolejnych, chociaż uważamy, iż wynik z 3Q'13 kiedy to opłata wyniosła 17,3 mln PLN będzie bardzo trudny do powtórzenia. Oczekujemy, iż udział success fee w przychodach kolejnych lat pozostanie na prawie niezmiennym poziomie 19%, co implikuje 10-letni CAGR na poziomie 5,0%.

Wynagrodzenie zmienne Skarbca (mln PLN)



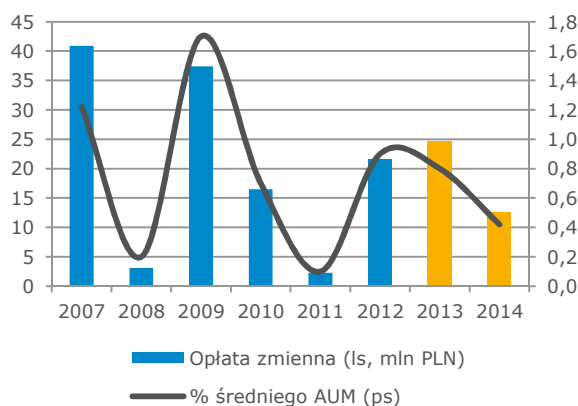
Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Struktura opłaty zmiennej Skarbca (%)



Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Symulacja Success fee w latach poprzednich



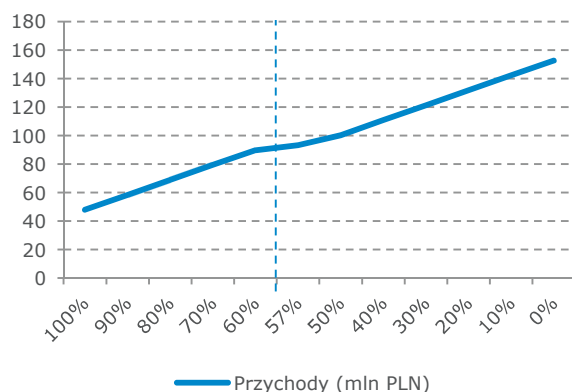
Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Analiza wrażliwości

Zmiana struktury AUM

Według analizy wrażliwości, wzrost udziału AUM funduszy wysokomarżowych w ogólnej strukturze w bezpośredni sposób przekłada się na przychody. Obecnie fundusze te stanowią 57% aktywów, co przekłada się na przychody na poziomie 93,3 mln PLN. Wzrost udziału funduszy wysokomarżowych do poziomu 100% powoduje wzrost przychodów do 152,6 mln PLN (+64%), zaś spadek udziału do poziomu 0% powoduje spadek przychodów z opłaty za zarządzanie o 48,7% do 47,9 mln PLN.

Przychody w zależności od udziału niskomarżowych funduszy w strukturze AUM Skarbca

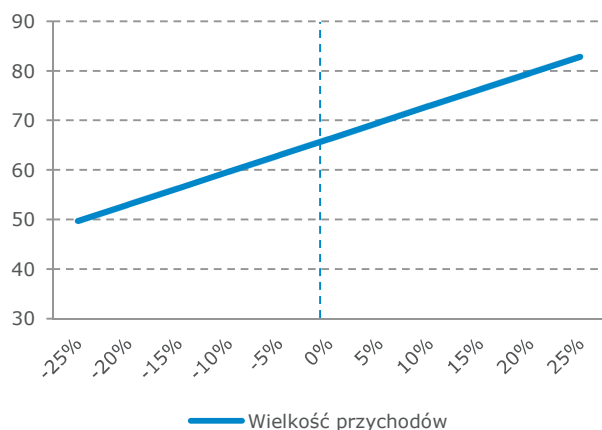


Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Zmiana wielkości AUM

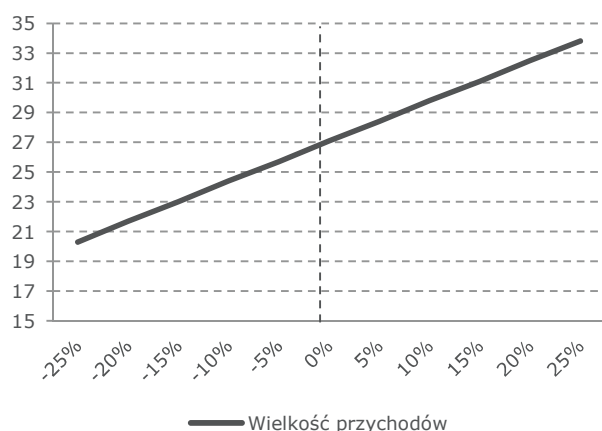
Zmiana wielkości AUM funduszy wysokomarżowych o 25% przekłada się na wzrost przychodów z poziomu 66,2 mln PLN do 82,8 mln PLN. Jednocześnie wzrost aktywów pod zarządzaniem funduszy niskomarżowych o 25% przekłada się na wzrost przychodów z poziomu 27,1 mln PLN w scenariuszu bazowym do 33,8 mln PLN.

Przychody w zależności od średnich AUM funduszy wysokomarżowych Skarbcza (mln PLN)



Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Przychody w zależności od średnich AUM funduszy niskomarżowych Skarbcza (mln PLN)

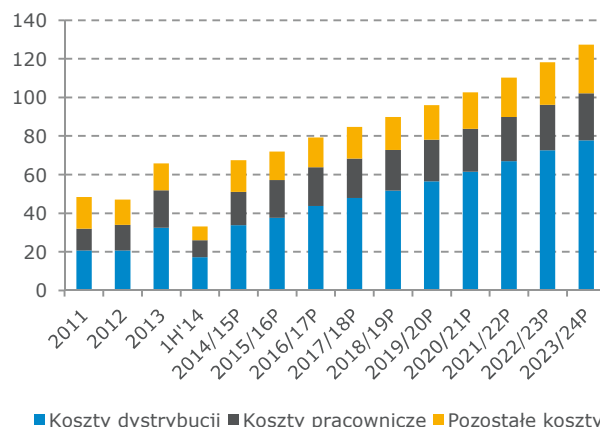


Źródło: Grupa Skarbiec, Dom Maklerski mBanku

Koszty operacyjne

Koszty operacyjne wzrosły w 2014 roku o 1,9% R/R do poziomu 67,0 mln PLN, zaś przez ostatnie 3 lata o 11,4% (CAGR). Największą częścią kosztów operacyjnych są koszty dystrybucyjne (51,1% kosztów ogółem), a następnie koszty pracownicze (26,0% kosztów ogółem). Niższa opłata success fee w 2014 roku (kalendarzowym) spowodowała, iż wskaźnik kosztów operacyjnych do przychodów netto z tytułu zarządzania aktywami wzrósł do poziomu 73,6% z 64,9% w 2013 roku. Dodatkowo, w kosztach za 2014 rok znajduje się około 1,6 mln PLN kosztów jednorazowych związanych z IPO rozłożonych na 0,6 mln PLN w 1H'14 oraz 1,0 mln PLN w 2H'14. Oczekujemy, iż wraz z uśrednieniem opłaty success fee oraz bez kosztów jednorazowych wskaźnik kosztów do dochodów ulegnie stopniowej poprawie z poziomu 73,6% na koniec 2014 roku (kalendarzowego) do 60,8% w 2023 roku (obrotowego).

Koszty operacyjne Skarbcza (mln PLN)



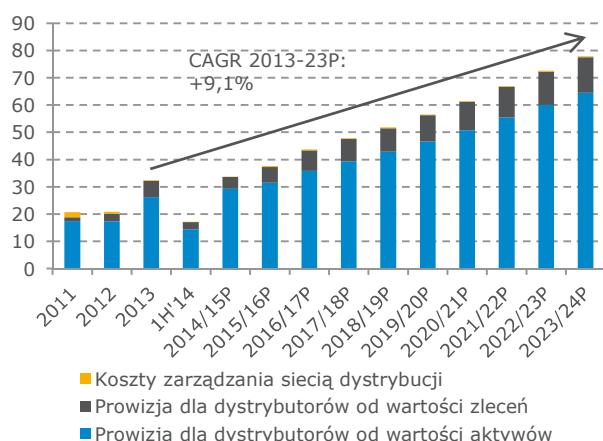
Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Koszty dystrybucji

Na koniec 2013 roku koszty dystrybucji stanowiły aż 49,3% kosztów operacyjnych, zaś na koniec 2014 (kalendarzowego) 51,1%. Największą składową kosztów dystrybucji są prowizje dla dystrybutorów od wartości aktywów, czyli tzw. retrocesje (85% na koniec 2014 roku). Według naszych szacunków, retrocesje do średnich detalicznych aktywów pod zarządzaniem wyniosły 0,90% w 2014, 0,88% w 2013 roku oraz 0,75% w 2012 roku. Oczekujemy wzrostu retrocesji na średniorocznym poziomie 9,4% przez kolejne 10 lat (CAGR 2013-23) oraz nieznaczne wzrostu wskaźnika kosztów dystrybucji (z kick-back) do dochodów z poziomu 49% w 2013 do 51% w 2023. Wzrost tego wskaźnika w dużej mierze jest zależny od wzrostu aktywów funduszy wysokomarżowych (akcji, mieszanych), gdzie poziom retrocesji jest najwyższy. Jednocześnie oczekujemy, iż koszty dystrybucji ogółem wzrosną o 9,1% w przeciągu kolejnych 10 lat (CAGR).

Poziom kosztów dystrybucji w funduszach zagranicznych (Europa Zachodnia & USA) znajduje się w szerokim przedziale 4%-47%. Według danych z Bloomberg, przedział otwierają fundusze amerykańskie na poziomie 4-6% kosztów dystrybucji do dochodów (tj. BlackRock czy T Rowe), zaś zamykają europejskie na poziomie 41-47% (tj. GAM czy Invesco). Niski poziom opłat dystrybucyjnych w USA wynika z lokalnych regulacji. Według EFAMA, najwyższe retrocesje oddawane są do ubezpieczycieli oraz banków (odpowiednio 55% i 53%), zaś najmniejsze do firm doradczych (44%). Uważamy, iż do momentu nie wytworzenia przez polskie TFI własnych kanałów dystrybucyjnych lub wprowadzenia odpowiednich regulacji, które ustanowią limit dla opłat, retrocesje na polskim rynku będą w dalszym ciągu rosły. Naszą tezę obrazują zbiorcze dane KNF, które ukazują, iż koszty dystrybucji do przychodów z tytułu zarządzania funduszami od 2012 do 2014 roku wzrosły z poziomu 43,5% do 44,3%. Dodatkowo, na wzrost opłat dystrybucyjnych, naszym zdaniem, ma wpływ nadal rosnąca liczba funduszy, które są uzależnione od dystrybucji zewnętrznej.

Koszty dystrybucji (mln PLN)

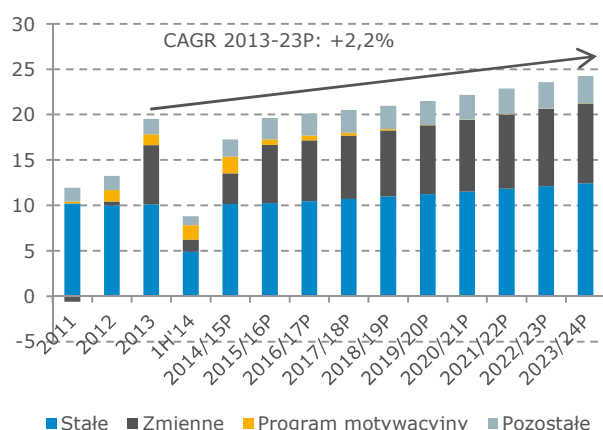


Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Koszty pracownicze

Koszty pracownicze stanowią 26,0% kosztów operacyjnych Grupy, przez co są drugą największą pozycją po kosztach dystrybucji. Koszty związane z wynagrodzeniami spadły o 26% w 2014 roku ze względu na wyższą część zmienną związaną z brakiem rezerwy na premie za rok 2012 ujętą w kosztach w 2013 roku. Oczekujemy, iż w kolejnych latach część zmienna, zależna od wyników zarządzania, będzie wzrastała w tempie 3,1% średniorocznie (CAGR 2013-2023). Wzrost części stałej wynagrodzeń szacujemy na poziomie inflacji, co przekłada się na średnioroczny wzrost na poziomie 2,1% (CAGR 2013-2023). Jednocześnie oczekujemy, iż koszt nowego programu motywacyjnego będzie znacznie niższy (-71% R/R w 2015 roku) niż obecnie wygasający.

Koszty pracownicze (mln PLN)



Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-2023)

Akcje Zarządu oraz kluczowych pracowników

W czerwcu ubiegłego roku Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Skarbiec Holding uchwaliło konwersję starego programu motywacyjnego na akcje. Zmieniony program motywacyjny umożliwił objęcie akcji kluczowym pracownikom Grupy. W ramach programu, każdemu z uczestników zostały przyznane niezbywalne prawa do objęcia akcji Skarbiec Holding po cenie emisyjnej 0,80 PLN na akcję. W ramach programu motywacyjnego została objęta cała pula akcji w ilości 365 427. Akcje obejmowane przez uczestników nie będą mogły być zbywalne przez uczestników w następujących terminach: I) I transza (30% puli tj. 109 626 akcji) – lock up na 12 miesięcy od IPO; II transza (30% puli tj. 109 626 akcji) – lock up na 18 miesięcy od IPO; III transza (40% puli tj. 146 175 akcji) – lock up na 30 miesięcy od IPO. Akcje mogą być zbyte w przypadku wezwania przy przekroczeniu jednego z progów 33% lub 66% w głosach. Pula akcji przyznana w ramach programu motywacyjnego stanowi 5,4% wszystkich głosów.

Nowy program motywacyjny (od VI 2015 do VI 2019)

Nowy program motywacyjny obowiązywać będzie od 30 czerwca 2015 do 30 czerwca 2019. W ramach nowego programu motywacyjnego, pracownicy uznani za kluczowych wraz z Zarządem Spółki będą mogli objąć do 348 620 warrantów subskrypcyjnych na akcje. Warranty zostaną podzielone na 4 transze po max. 87 155 sztuk, przy czym w każdej z transz utworzona zostanie dodatkowa pula rezerwowa warrantów o wielkości 29 % danej transzy. Program oparty jest na KPIs tj. warunki finansowe (wzrost wskaźnika EPS, osiągnięcie minimalnego skonsolidowanego zysku netto) oraz lojalnościowe (okres pełnienia funkcji). Cena emisyjna, po jakiej mogą zostać objęte akcje zostanie określona i będzie równa cenie sprzedaży Akcji Oferowanych w Ofercie minus dywidenda na akcję za dany okres. Szacowany koszt nowego programu motywacyjnego to około 1 mln PLN w 2014/15 oraz 0,9 mln PLN w 2015/16r.

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2011	2012	2013	1H'14	2014/ 15P	2015/ 16P	2016/ 17P	2017/ 18P	2018/ 19P
Zarządzanie funduszami inwestycyjnymi	58,9	53,9	93,2	40,7	93,8	100,8	117,0	128,0	138,0
- wynagrodzenie stałe	58,6	53,4	68,6	34,9	72,6	78,3	91,7	100,6	108,7
- wynagrodzenie zmienne	0,3	0,5	24,6	5,8	21,2	22,5	25,2	27,3	29,3
Pozostałe przychody związane z zarządzaniem	2,7	3,6	6,7	2,8	5,1	6,5	8,5	9,1	9,6
Pozostałe	1,6	1,5	1,5	1,2	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4
Przychody	63,2	59,0	101,3	44,7	100,9	109,6	127,8	139,4	150,0
Amortyzacja	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7
Koszty dystrybucji	-20,7	-20,8	-32,4	-17,2	-33,8	-37,6	-43,7	-47,8	-51,8
Koszty świadczeń pracowniczych	-11,4	-13,2	-19,5	-8,8	-17,3	-19,6	-20,1	-20,5	-21,0
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-15,8	-12,4	-13,3	-6,8	-15,9	-14,2	-14,9	-15,7	-16,5
Koszty operacyjne	-48,5	-47,0	-65,8	-33,1	-67,4	-72,0	-79,3	-84,7	-89,9
Pozostałe przychody operacyjne	0,1	0,2	0,4	0,6	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5
Pozostałe koszty operacyjne	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-1,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Zysk z działalności operacyjnej	14,8	11,9	35,4	11,5	32,2	37,8	48,6	54,9	60,2
Przychody finansowe	1,9	1,6	0,8	0,5	0,4	1,2	1,2	1,4	1,5
Koszty finansowe	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Wynik na aktywach dostępnych do sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udziały w zyskach jednostek stowarzyszonych	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	16,1	13,1	36,1	11,9	32,4	38,8	49,7	56,1	61,6
Podatek dochodowy	-3,2	-2,8	-7,2	-2,6	-5,8	-7,4	-9,4	-10,7	-11,7
Zysk netto	12,9	10,3	28,9	9,3	26,6	31,4	40,2	45,5	49,9

Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-18)

Bilans

(mln PLN)	2011	2012	2013	1H'14	2014/ 15P	2015/ 16P	2016/ 17P	2017/ 18P	2018/ 19P
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,66	7,51	26,59	11,65	36,65	36,94	45,26	48,62	50,24
Należności z tytułu dostaw i usług	5,90	7,57	9,65	10,51	10,61	10,61	11,88	13,55	15,44
Aktywa finansowe	8,29	3,35	14,47	5,54	16,64	27,45	28,00	29,12	30,28
Rzeczowe aktywa trwałe	1,17	1,31	1,35	1,78	1,42	1,52	1,64	1,78	1,94
Wartości niematerialne	52,15	52,06	51,97	51,99	51,88	51,80	51,71	51,62	51,54
Inne aktywa	3,08	4,90	0,86	2,91	0,90	0,98	1,07	1,17	1,27
Aktywa ogółem	75,24	76,69	104,88	84,37	118,11	129,30	139,57	145,86	150,73
Obligacje, pożyczki i kredyty	0,30	0,41	0,59	0,66	1,27	1,30	1,71	1,89	1,58
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	3,18	5,00	6,11	5,74	6,17	6,23	6,29	6,35	6,42
Pozostałe pasywa	3,52	1,38	4,38	5,61	4,78	5,21	5,67	6,18	6,74
Zobowiązania ogółem	6,99	6,80	11,08	12,01	12,22	12,73	13,67	14,43	14,74
Udziały niekontrolujące	0,00	0,00	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitały Własne	68,25	69,90	93,41	72,36	105,89	116,57	125,89	131,43	135,99
Pasywa ogółem	75,24	76,69	104,88	84,37	118,11	129,30	139,57	145,86	150,73

Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-18)

Wskaźniki rynkowe

	2011	2012	2013	1H'14	2014/ 15P	2015/ 16P	2016/ 17P	2017/ 18P	2018/ 19P
Wzrost (% , R/R)									
Aktywa detaliczne	b.d.	41,7%	24,3%	14,5%	10,6%	8,1%	10,9%	9,3%	8,3%
Aktywa dedykowane	b.d.	156,8%	44,4%	43,5%	-0,2%	4,1%	0,0%	6,3%	5,0%
AUM ogółem	b.d.	113,9%	39,5%	36,1%	2,1%	5,1%	2,6%	7,0%	5,9%
Aktywa	-7,6%	1,9%	36,8%	b.d.	40,0%	9,5%	7,9%	4,5%	3,3%
Przychody	b.d.	-6,6%	71,7%	3,9%	-2,0%	8,6%	16,6%	9,1%	7,6%
Wynagrodzenie stałe	b.d.	-8,9%	28,4%	9,7%	1,3%	7,9%	17,2%	9,7%	8,0%
Koszty dystrybucji	b.d.	0,4%	56,2%	9,6%	-0,6%	11,2%	16,3%	9,5%	8,2%
Koszty operacyjne	b.d.	-3,0%	39,9%	3,6%	0,8%	6,7%	10,2%	6,7%	6,2%
Zysk netto	b.d.	-20,3%	181,5%	0,2%	-8,2%	18,3%	28,0%	13,0%	9,7%
Marże (mln PLN)									
Marża funduszy wysokomarżowych (przed kick back)	3,5%	3,5%	3,6%	b.d.	3,8%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%
Marża funduszy wysokomarżowych (po kick back)	3,2%	3,1%	3,2%	b.d.	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%
Marża funduszy niskomarżowych (przed kick back)	1,2%	1,3%	1,3%	b.d.	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Marża funduszy niskomarżowych (po kick back)	1,0%	1,1%	1,1%	b.d.	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Wskaźniki (%)									
ROE	21,6%	14,9%	35,4%	22,4%	28,3%	28,3%	33,2%	35,3%	37,3%
ROA	16,4%	13,5%	31,9%	19,6%	25,1%	25,4%	29,9%	31,9%	33,6%
Wskaźnik D/E (x)	41,6%	0,4%	0,6%	0,9%	0,6%	1,2%	1,1%	1,4%	1,4%
Koszty operacyjne / przychody netto	76,7%	79,7%	64,9%	74,1%	66,8%	65,6%	62,1%	60,7%	59,9%
Efektywna stopa podatkowa (%)	19,8%	21,4%	20,0%	21,9%	17,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
EPS (PLN)	1,89	1,51	4,24	b.d.	3,90	4,61	5,90	6,66	7,31
BPS (PLN)	10,00	10,25	13,69	b.d.	15,52	17,09	18,45	19,27	19,93
DPS (PLN)	0,00	0,51	0,98	b.d.	2,79	3,13	4,61	5,90	6,66
P/E (x)	25,3	31,8	11,3	b.d.	12,3	10,4	8,1	7,2	6,5
P/BV (x)	4,8	4,7	3,5	b.d.	3,1	2,8	2,6	2,5	2,4
Dividend Yield (%)	0,0%	1,1%	2,0%	b.d.	5,8%	6,6%	9,6%	12,3%	13,9%

Źródło: Grupa Skarbiec (2011-1H'14), prognozy Domu Maklerskiego mBanku (2014-18)

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w opracowaniu:

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Zdyskontowanych dywidend – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Skarbiec Holding.

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszczyk

dyrektor

tel. +48 22 438 24 02

kamil.klisczyk@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 438 24 05

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigel

tel. +48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mdm.pl

media, IT

Piotr Zybała

tel. +48 22 438 24 04

piotr.zybala@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

tel. +48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mdm.pl

handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron

dyrektor

tel. +48 22 697 48 95

piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA

tel. +48 22 697 48 47

lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

Departament analiz

ul. Senatorska 18

00-075 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl