

piątek, 11 września 2020 | aktualizacja raportu

## Skarbiec Holding: akumuluj (podwyższona)

SKH PW; SKH1.WA | Finanse, Polska

### Rekordowa dywidenda na horyzoncie

Podwyższamy naszą cenę docelową do 26,86 PLN/akcję i rekomendację do akumuluj. Reakcja rynków kapitałowych podczas pandemii COVID-19 pozytywnie nas zaskoczyła, szczególnie na poziomie napływu aktywów do funduszy. Choć aktywa pod zarządzaniem wstępnie spadły w 1Q'20 do 2,68 mld PLN to ich odbicie do 3,29 mld PLN w 2Q'20 należy uznać za spektakularne. Coraz niższe stopy procentowe popchnęły klientów detalicznych do poszukiwania alternatywnych produktów oszczędnościowych, co też zostało zobrazowane przez gwałtowny spadek depozytów terminowych w sektorze (-15% R/R). Nasze prognozy obecnie nie zakładają podwyżek stóp procentowych, co naszym zdaniem pozytywnie będzie się przekładać na rynek funduszy inwestycyjnych w średnim terminie. Uważamy, że sektor bankowy tropem banków ze strefy Euro, dodatkowo będzie napędzał sprzedaż funduszy, aby przez wynik prowizyjny zrekomensować utracone przychody odsetkowe. Na 5 letnim CAGR (2019/20–2024/25) zakładamy wzrost funduszy Skarbca na średnim poziomie 7%. Naszą prognozę aktywów pod zarządzaniem podnieśliśmy o 27%-20%, przy czym rewizja nastąpiła głównie po stronie tych wysokomarżowych. Uważamy, że jednym z najważniejszych argumentów, oprócz dalszego wzrostu rynku, przemawiającym za inwestycją w walory Skarbca jest dywidenda, którą na rok obecny prognozujemy na poziomie 4,4 PLN/akcję, co przekłada się na 18% DY. W pozostałym okresie naszej prognozy zakładamy DY w przedziale 8%-10%.

### Podwyższamy nasze prognozy

Podnosimy naszą prognozę na aktywa pod zarządzaniem o 27%-20% (2019-28). Szczególnie pozytywnie zaskoczyły aktywa wysokomarżowe, które w Skarbca w 2Q'20 wyniosły 1,8 mld PLN czyli o 14,5% więcej niż rok wcześniej. W roku obrotowym 2019/20 podnosimy naszą prognozę na zysk netto aż o 86% głównie dzięki opłacie zmiennej, która powinna być 17 mln PLN wyższa niż wstępnie zakładaliśmy. W kolejnych latach oczekujemy, że udział wynagrodzenia zmiennego w przychodach spadnie z 29% w 2019/20 roku do 25%-28%. Nie zapominamy też o presji na wynagrodzenie stałe ze względu na coraz niższą opłatę za zarządzanie. Powoduje to, że rewizja w następnych dwóch latach już nie jest tak imponująca jak w 2020 r.

### Wyniki za 2Q'20 powinny zaskoczyć pozytywnie

Prognozujemy wynik Skarbiec Holding w 2Q'20 na poziomie 9,7 mln PLN. Uważamy, że Skarbiec zaksięguje znaczącą opłatę zmienną w 2Q na poziomie 13 mln PLN, w porównaniu do 1,3 mln PLN w 1Q'20. Wraz ze wzrostem aktywów pod zarządzaniem prognozujemy wzrost opłaty stałej do 15 mln PLN z 14,7 mln PLN w 1Q'20. Finalnie oczekujemy, na znaczący wzrost kosztów osobowych napędzany przez część zmienną związaną z opłatą zmienną.

### Bezkonkurencyjna dywidenda

Dywidenda w Skarbiec Holding jest wypłacana z roku kalendarzowego Skarbiec TFI, a ten w 2019 r. był bardzo dobry. Szacujemy, że pełna zdolność do wypłaty to około 40 mln PLN, ale uważamy, że Zarząd zdecyduje się na wypłatę 29,9 mln PLN, co przekłada się na DPS 4,4 PLN i DY 18%. W kolejnych latach zakładamy normalizację DY na poziomie 8%-10% po prognozowanym przez nas spadku opłaty zmiennej i stałej.

(mln PLN)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Wynagrodzenie stałe	80,90	78,26	63,31	62,00	58,75
Wynagrodzenie zmienne	15,24	33,24	27,00	22,33	24,68
Przychody	101,50	112,89	91,57	85,63	84,81
Koszty operacyjne	78,10	74,99	62,19	63,67	64,98
Zysk netto	19,61	31,17	24,03	18,68	16,95
Wzrost AUM detal. (R/R)	12,6%	-21,7%	-4,7%	15,2%	6,4%
P/E (x)	8,6	5,4	7,0	9,0	9,9
P/BV (x)	1,6	1,6	1,4	1,5	1,5
DYield	10,6%	18,0%	2,0%	17,8%	10,1%

Cena bieżąca	24,70 PLN
Cena docelowa	26,86 PLN
Kapitalizacja	168,5 mln PLN
Free float	85,55 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,3 mln PLN

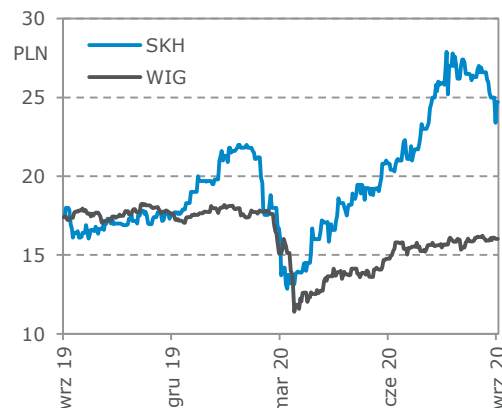
### Struktura akcjonariatu

Aoram sp. z o.o.	32,99%
Copernicus Capital TFI	16,24%
Metlife OFE	7,32%
Pozostali akcjonariusze	43,45%

### Profil spółki

Skarbiec Holding jest grupą, w skład której wchodzi Skarbiec TFI. Skarbiec TFI powstało w 1997 roku i jest jednym z najdłużej działających funduszy inwestycyjnych na polskim rynku. Skarbiec TFI zarządza 45 funduszami i subfunduszami, portfelami instrumentów finansowych, w których zgromadzono aktywa o wartości około 4 mld zł. Skarbiec TFI zajmuje na rynku czołowe miejsce pod względem wartości aktywów pod zarządzaniem w Polsce i jest drugim największym, niezależnym TFI działającym w Polsce. Jednocześnie spółkę charakteryzuje ponadprzeciętna dywidenda, której stopę szacujemy w przedziale 8%-10% w kolejnych 9 latach.

### Kurs akcji SKH na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
SKH	26,86	21,20	akumuluj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
SKH	24,70	26,86	+8,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	19/20P	20/21P	21/22P
Wynagrodzenie stałe	-3,2%	3,4%	0,6%
Wynagrodzenie zmienne	179,9%	-0,2%	0,6%
Przychody	20,0%	2,5%	0,7%
Koszty razem	1,5%	1,5%	-0,1%
Zysk netto	85,5%	5,4%	3,2%

### Analitik:

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

**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  
**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  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:  
**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające ze skutków wykorzystania przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank 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.

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.

mBank 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem oraz podmiotem z jego grup kapitałowej umowę o świadczenie usług maklerskich. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta oraz podmiotu z jego grup kapitałowej wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 11 września 2020 o godzinie 08:40. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 11 września 2020 o godzinie 08:40.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank 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 Biurze maklerskim mBanku 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmienności analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**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.

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

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

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wyliczona w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:****Skarbiec Holding**

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-03-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	21,20	21,20	21,20	29,34
kurs z dnia rekomendacji	21,40	19,05	18,80	17,20

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)