

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 przewidywany 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

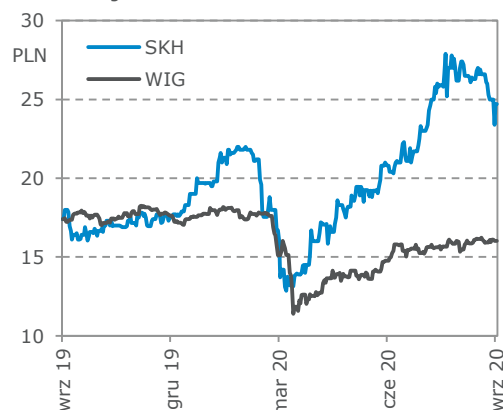
Aoram sp. z o.o.	32,99%
Copernicus Capital TFI	16,24%
Metlife OFE	7,32%

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

Prognoza wyników kwartalnych

(mln PLN)	2Q'19	1Q'20	2Q'20P	R/R	Q/Q
Zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, w tym:	28,45	15,98	28,58	0,5%	78,9%
- wynagrodzenie stałe	17,26	14,71	15,40	-10,8%	4,6%
- wynagrodzenie zmienne	11,19	1,27	13,19	17,9%	940,7%
Pozostałe przychody związane z zarządzaniem	0,66	0,35	0,13	-79,7%	-61,3%
Pozostałe	-0,14	0,00	0,03	n.m.	n.m.
Przychody ze sprzedaży	28,97	16,33	28,75	-0,8%	76,1%
Amortyzacja	-0,02	-0,45	-0,06	301,7%	-85,7%
Koszty dystrybucji	-6,50	-6,59	-6,69	2,9%	1,5%
Koszty świadczeń pracowniczych	-5,28	-3,37	-7,29	38,1%	116,4%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-4,07	-3,86	-3,17	-22,2%	-17,9%
Koszty razem	-15,87	-14,27	-17,21	8,5%	20,6%
Pozostałe przychody operacyjne	0,29	0,02	0,41	n.m.	n.m.
Pozostałe koszty operacyjne	-0,02	-0,06	0,22	n.m.	n.m.
Zysk z działalności operacyjnej	13,37	2,02	12,16	-9,0%	502,3%
Przychody finansowe	0,13	0,20	-0,05	n.m.	n.m.
Koszty finansowe	-0,02	-0,13	0,23	n.m.	n.m.
Zysk brutto	13,46	2,09	12,34	-8,3%	489,5%
Podatek dochodowy	-2,66	-0,50	-2,66	-0,1%	427,4%
Zysk netto	10,80	1,59	9,69	-10,3%	509,1%

Źródło: Skarbiec Holding, P – prognoza mBanku

Wycena

Nasza wycena składa się z trzech wieloetapowych modeli, bazujących na metodologii zysków ekonomicznych, zdyskontowanych dywidend oraz wycenie porównawczej. Modele zysków ekonomicznych oraz zdyskontowanych dywidend oparte są na tych samych założeniach czasowych, które można podzielić na dwa etapy: Etap I (lata 2019-28) oraz Etap II (długoterminowa prognoza – kolejne 20 lat). Cenę docelową akcji Skarbiec Holding szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 26,86 PLN.

Wycena metodą zysków ekonomicznych

W tej metodologii wartość firmy określa suma kapitału początkowego – NAV oraz wartość przyszłych zysków ekonomicznych, tj. [(zwrot na TNAV - koszt kapitału) x kapitał początkowy].

(PLN)	waga	cena
Zyski ekonomiczne	33%	26,69
DDM	33%	28,45
Wycena porównawcza	33%	20,04
cena wynikowa		25,06
cena docelowa za 9 m-cy		26,86

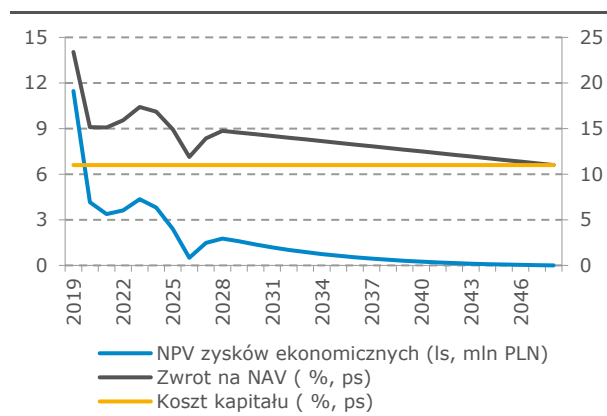
Poza różnicą pomiędzy ROE a kosztem kapitału, wzrost aktywów jest tu głównym czynnikiem kreującym wartość. Po szczegółowej prognozie na lata 2019-28, uwzględniamy w wycenie długoterminową 20-letnią prognozę, w której ROE liniowo schodzi do kosztu kapitału.

Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
KW (początek okresu)	102,7	123,3	112,1	111,9	121,6	129,9	142,8	152,4	133,8	142,8
Zysk netto	24,0	18,7	16,9	17,8	20,5	19,7	27,3	28,5	24,6	27,3
Dywidendy	-3,4	-29,9	-17,1	-14,3	-15,1	-15,9	-17,7	-24,6	-15,6	-17,7
Pozostałe zmiany	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KW (koniec okresu)	123,3	112,1	111,9	115,5	127,0	133,8	152,4	156,3	142,8	152,4
Zwrot na KW (początek okresu)	23,4	15,2	15,1	15,9	16,9	15,2	19,1	18,7	18,4	19,1
Koszt kapitału	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Spread	12,4	4,2	4,1	4,9	5,9	4,2	8,1	7,7	7,4	8,1
Zyski ekonomiczne	12,7	5,1	4,6	5,5	7,1	5,5	11,6	11,8	9,9	11,6
Czynnik dyskontujący	0,90	0,81	0,73	0,66	0,53	0,43	0,35	0,32	0,39	0,35
Zdyskontowane zyski ekonomiczne	11,5	4,2	3,4	3,6	3,8	2,4	4,1	3,7	3,9	4,1

*Lata obrotowe; 2019 = 2019/20

	(mln PLN)	%
Początkowy TNAV	102,7	60,4%
Etap I (2019-2028)	43,6	25,6%
Etap II – 20-lat	23,9	14,0%
Wartość godziwa na początek	170,2	100,0%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	18,7	
Wartość godziwa	188,9	
Rozwodnienie (program menadżerski)	-6,8	
Obecna wartość godziwa	182,1	
Liczba akcji (mln szt.)	6,8	
Wycena na akcję (PLN)	26,7	
9M cena docelowa (PLN)	28,9	



Wycena metodą zdyskontowanych dywidend

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

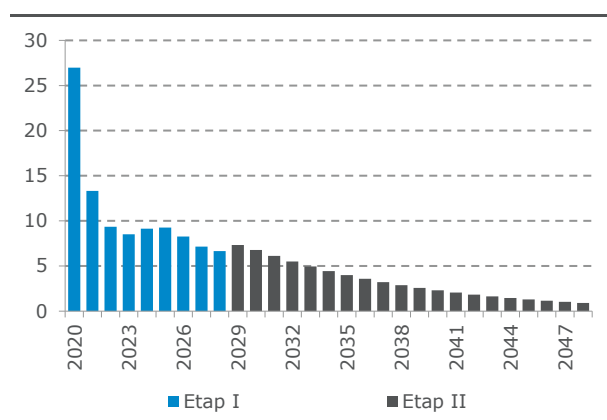
gdzie wzrost kapitałów własnych jest determinowany przez naszą prognozę wypłaty dywidendy na poziomie 100%. Wartość rezydualna oparta jest na I etapowym modelu Gordona.

Metoda zdyskontowanych dywidend

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Dywidendy	3,4	29,9	17,1	14,3	15,1	15,9	17,7	24,6	15,6	17,7
% wypłaty	11	125	91	84	76	83	72	90	79	72
Czynnik dyskontujący	1,00	0,90	0,81	0,73	0,59	0,48	0,39	0,35	0,43	0,39
Zdyskontowane dywidendy	3,4	27,0	13,9	10,4	9,0	7,6	6,9	8,7	6,8	6,9

*Lata obrotowe; 2019 = 2019/20

	(mln PLN)	%
PV Dywidend (Etap I)	99,4	53,5%
PV Dywidend (Etap II)	76,4	41,1%
PV wartości rezydualnej	10,0	5,4%
Wartość godziwa na początek	185,8	100,0%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	15,7	
Wartość godziwa	201,5	
Rozwodnienie (program menadżerski)	-7,4	
Obecna wartość godziwa	194,0	
Liczba akcji (mln szt.)	6,8	
Wycena na akcję (PLN)	28,4	
9M cena docelowa (PLN)	30,8	



Wycena porównawcza

	P/E			P/BV			MCAP/AUM		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Blackrock	18,8	17,2	15,5	2,6	2,5	2,4	1,1%	1,0%	1,0%
T Rowe Price	15,2	13,8	12,7	4,1	3,8	3,5	2,3%	2,2%	2,0%
Franklin Resources	8,1	8,2	7,9	1,0	0,9	0,9	1,3%	1,0%	1,0%
Schroders	16,2	15,1	14,1	1,9	2,2	2,2	1,4%	1,4%	1,2%
Standard Life	17,0	14,6	13,4	0,9	0,9	1,1	1,1%	1,0%	1,0%
Invesco	6,8	6,3	6,4	0,4	0,4	0,4	0,0%	0,0%	0,0%
Legg Mason	13,9	15,9	14,0		1,2	1,1	0,6%	0,6%	0,5%
Eaton Vance Management	11,6	11,1	9,7	3,4	3,4	3,3	0,9%	0,8%	0,7%
Ashmore Group	15,2	15,8	14,8	3,2	3,1	2,9	4,4%	4,1%	3,7%
Henderson Group	7,8	8,1	7,5	0,8	0,8	0,7	1,1%	1,0%	1,0%
Affiliated Managers	5,7	5,3	5,0	1,1	1,2	1,2	0,5%	0,5%	0,5%
AllianceBernstein	10,2	9,1	8,0				0,4%	0,4%	0,4%
Investec	2,8	5,1	4,1	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
Jupiter AM	10,1	9,2	8,3	1,7	1,6	1,6	2,4%	2,2%	2,0%
Liontrust AM	22,8	20,9	17,0	11,9			4,9%	3,6%	3,2%
Brewin Dolphin	12,0	11,2	10,6	2,4	2,2		1,6%	1,4%	1,3%
Fiera Capital	7,8	6,5	7,2	2,0	2,1	2,1	0,0%	0,0%	0,0%
GAM Holding		25,9	30,2	0,7	0,7	0,7	0,3%	0,2%	0,2%
Mediana	11,6	11,1	10,1	1,8	1,4	1,2	1,2%	1,1%	1,1%

Źródło: Bloomberg, mBank

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
Zarządzanie funduszami inwestycyjnymi	91,6	68,8	101,0	96,1	111,5	90,3	84,3	83,4	87,4
- wynagrodzenie stałe	73,3	67,1	69,6	80,9	78,3	63,3	62,0	58,7	62,0
- wynagrodzenie zmienne	18,3	1,8	31,4	15,2	33,2	27,0	22,3	24,7	25,4
Pozostałe przychody związane z zarządzaniem	5,6	5,0	6,8	4,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9
Pozostałe	1,9	1,6	1,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Przychody	99,1	75,4	109,2	101,5	112,9	91,6	85,6	84,8	88,8
Amortyzacja	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-1,4	-1,6	-1,8	-2,1
Koszty dystrybucji	-36,3	-32,3	-34,4	-41,5	-34,3	-25,0	-26,2	-26,1	-27,7
Koszty świadczeń pracowniczych	-17,2	-11,7	-16,3	-19,8	-24,6	-19,7	-19,3	-20,1	-20,6
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-15,4	-15,5	-18,1	-16,2	-15,6	-16,1	-16,5	-17,0	-17,5
Koszty operacyjne	-69,5	-60,1	-69,2	-78,1	-75,0	-62,2	-63,7	-65,0	-68,0
Pozostałe przychody operacyjne	0,1	0,4	0,1	23,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Pozostałe koszty operacyjne	-1,0	-0,2	-0,4	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Zysk z działalności operacyjnej	28,6	15,5	39,7	-0,2	38,4	29,9	22,5	20,4	21,5
Przychody finansowe	0,4	0,8	0,5	23,9	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Koszty finansowe	0,0	-0,1	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik na aktywach dostępnych do sprzedaży	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udziały w zyskach jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	29,0	16,2	40,3	24,3	38,8	30,4	23,1	20,9	22,0
Podatek dochodowy	-6,0	-3,2	-7,8	-4,7	-7,6	-6,4	-4,4	-4,0	-4,2
Zysk netto	23,0	13,0	32,5	19,6	31,2	24,0	18,7	16,9	17,8

Bilans

(mln PLN)	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	31,71	16,29	34,57	50,07	53,91	76,95	65,48	67,82	69,55
Należności z tytułu dostaw i usług	10,28	8,56	17,88	11,65	19,43	11,66	11,42	11,42	11,42
Aktywa finansowe	10,22	13,39	8,94	0,36	1,50	1,52	1,53	1,55	1,56
Rzeczowe aktywa trwałe	1,78	1,31	1,03	1,06	0,69	4,94	8,47	11,35	13,44
Wartości niematerialne	51,95	52,08	52,16	52,16	52,11	52,09	52,09	52,13	52,19
Inne aktywa	3,68	6,26	2,66	2,18	4,16	8,33	8,33	8,33	8,33
Aktywa ogółem	109,63	97,90	117,24	117,48	131,81	155,48	147,32	152,59	156,49
Obligacje, pożyczki i kredyty	0,74	0,48	0,26	0,10	0,01	5,40	8,45	12,74	7,41
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	6,76	5,06	6,73	8,78	4,76	4,81	4,86	4,91	4,96
Pozostałe pasywa	4,47	3,02	9,42	6,20	23,79	21,41	21,41	22,48	28,10
Zobowiązania ogółem	11,97	8,56	16,41	15,07	28,57	31,62	34,72	40,13	40,47
Udziały niekontrolujące	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitały własne	97,66	89,34	100,83	102,41	103,24	123,86	112,60	112,46	116,02
Pasywa ogółem	109,63	97,90	110,54	117,48	105,18	155,48	147,32	152,59	156,49

Wskaźniki rynkowe

	14/15	15/ 16	16/17	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
Wzrost (R/R)									
Aktywa detaliczne	4,3%	-15,8%	34,9%	12,6%	-21,7%	-4,7%	15,2%	6,4%	5,9%
Aktywa dedykowane	-2,2%	11,6%	15,3%	-83,8%	-82,9%	150,0%	0,0%	0,0%	0,0%
AUM ogółem	-0,8%	5,2%	19,0%	-63,4%	-43,1%	11,5%	11,7%	5,1%	4,7%
Aktywa	29,9%	-10,7%	19,8%	0,2%	12,2%	18,0%	-5,2%	3,6%	2,6%
Przychody	15,7%	-23,9%	44,9%	-7,1%	11,2%	-18,9%	-6,5%	-1,0%	4,7%
Wynagrodzenie stałe	18,3%	-8,5%	3,7%	16,3%	-3,3%	-19,1%	-2,1%	-5,2%	5,6%
Koszty dystrybucji	38,4%	-11,0%	6,6%	20,7%	-17,4%	-27,2%	5,0%	-0,5%	6,2%
Koszty operacyjne	9,2%	-13,6%	15,3%	12,8%	-4,0%	-17,1%	2,4%	2,1%	4,6%
Zysk netto	23,1%	-43,5%	149,9%	-39,6%	58,9%	-22,9%	-22,2%	-9,3%	5,1%
Marże									
Marża funduszy wysokomarż. (przed kick back)	3,8%	3,5%	3,5%	3,6%	3,4%	2,9%	2,5%	2,0%	2,0%
Marża funduszy niskomarż. (przed kick back)	3,2%	3,1%	3,1%	3,2%	3,0%	2,6%	2,2%	1,8%	1,8%
Wskaźniki									
ROE	25,6%	13,9%	34,1%	19,3%	30,3%	21,2%	15,8%	15,1%	15,6%
ROA	22,6%	12,5%	31,2%	19,4%	31,6%	18,4%	12,3%	11,3%	11,5%
Wskaźnik D/E (x)	0,6%	0,8%	0,5%	0,3%	0,1%	0,0%	4,4%	7,5%	11,3%
Koszty operacyjne / przychody netto	70,2%	79,7%	63,4%	76,9%	66,4%	67,9%	74,4%	76,6%	76,5%
Efektywna stop podatkowa (%)	20,7%	19,8%	19,4%	19,4%	19,7%	21,0%	19,0%	19,0%	19,0%
EPS (PLN)	3,37	1,90	4,76	2,88	4,57	3,52	2,74	2,48	2,61
BPS (PLN)	14,32	13,10	14,78	15,01	15,13	18,16	16,51	16,49	17,01
DPS (PLN)	2,79	3,12	3,08	2,62	4,45	0,50	4,39	2,50	2,09
P/E (x)	7,3	13,0	5,2	8,6	5,4	7,0	9,0	9,9	9,5
P/BV (x)	1,7	1,9	1,7	1,6	1,6	1,4	1,5	1,5	1,5
Dividend Yield (%)	11,3%	12,6%	12,5%	10,6%	18,0%	2,0%	17,8%	10,1%	8,5%

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

PRZEWAGAŻENIE (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:

KUPUJ – 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, Sygnty, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie 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

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 lub związane z wykorzystaniem 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, Sygnty, 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.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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

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 Biurze maklerskim mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego 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.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl