

piątek, 31 sierpnia 2018 | aktualizacja raportu

Skarbiec Holding: kupuj (podtrzymana)

SKH PW; SKH1.WA | Finanse, Polska

Sowita dywidenda i akwizycje

Obniżamy naszą cenę docelową do 36,86 PLN/akcję pozostawiając rekomendację kupuj. Rewizja ceny docelowej wynika z propozycji Ministerstwa Finansów stopniowego obniżenia opłaty stałej do 2,0% w 2022 roku (wobec 3,0% proponowanych wcześniej) oraz również z powodu wolniejszego wzrostu rynku w średnim terminie. Pozytywną informacją jest dalsza możliwość pobierania opłaty zmiennej przez fundusze inwestycyjne, co nie zawsze było uwzględniane w wycenie rynkowej Skarbca w przeszłości oraz współpraca z Trigon TFI, która powinna pozytywnie przełożyć się na rentowność. W naszych prognozach szacujemy, że opłata zmienna stanowić będzie 16% w roku obrotowym 2018/19 i spadnie do 9% przychodów w roku obrotowym 2026/27. Obecnie zakładamy wzrost AUM Skarbca w średniorocznym tempie +10,5% przez kolejne 9 lat przy wzroście 7,0% rynku, co przełoży się na rosnący udział rynkowy z 2,6% obecnie do 3,1% w 2026 roku. Oczekujemy, że przez cały okres naszej prognozy Skarbiec Holding płacić będzie sowitą dywidendę ze wskaźnikiem DYield w przedziale 12-18%.

Rynek z dużym potencjałem

Szacujemy, że aktywa pod zarządzaniem w strefie euro na koniec 2017 roku stanowiły 56% zagregowanego PKB wobec 14,1% w Polsce. Na koniec 2018 roku oczekujemy, że stosunek aktywów do PKB spadnie w Polsce do 13%. W naszym modelu Polska konwerguje do penetracji strefy euro, opierając się na wzroście zamożności Polaków określonej jako PKB per capita przez kolejne 44 lata. Oznacza to, że szacujemy średnioroczny wzrost AUM na lokalnym rynku w tempie +7,0% na kolejne lata.

Spadek opłaty stałej to nie tylko zagrożenie

W najnowszym projekcie ustawy Ministerstwo Finansów chce, aby maksymalna opłata za zarządzanie funduszami wyniosła 3,5% w 2019 roku, 3,0% w 2020, 2,5% w 2021 oraz 2,0% w 2022. Zmiany w ustawie oraz prognoza dla rynku spowodowały, że obniżyliśmy naszą prognozę opłaty stałej o 18-39% a zmiennej o 10-24%. Jednocześnie uważamy, że koszty dystrybucji analogicznie do opłaty stałej również powinny spaść. Paradoksalnie, wprowadzenie nowych regulacji przyspieszy konsolidację rynku i ułatwi Skarbcowi osiągnięcie strategicznego poziomu 8 mld PLN AUM w 2020 roku.

Współpraca z Trigon TFI

Skarbiec Holding rozpoczął strategiczną współpracę z Trigon TFI na mocy, której przejmie zarządzanie 5 portfelami funduszy. Przenoszenie funduszy będzie odbywać się etapami co oznacza, że w krótkim okresie SKH będzie otrzymywać opłatę za ich zarządzanie. Na koniec lipca Trigon TFI posiadał 1,6 mld PLN AUM rynku kapitałowego, ale uważamy, że część zarządzana przez SKH będzie w pierwszym etapie znacznie mniejsza. Wstępnie współpracę oceniamy pozytywnie, szczególnie w świetle spadających opłat, ale jej finalną ocenę przedstawimy po poznaniu końcowych warunków.

Dywidenda i wycena

Wskaźnik DYield szacujemy na poziomie 18% w roku obecnym oraz w przedziale 12-18% w kolejnych 9 latach. Uważamy, że ze względu na nadal wysoką rentowność oraz dywidendę, SKH nie powinien być notowany z aktualnym 6% i 21% dyskontem na wskaźnikach 2019 P/E oraz P/BV.

(mIn PLN)	15/16	16/17	17/18P	18/19P	20/21P
Wynagrodzenie stałe	67,06	69,57	80,00	81,85	87,31
Wynagrodzenie zmienne	1,76	31,42	14,50	16,20	14,32
Przychody	75,39	109,23	99,73	103,70	107,71
Koszty operacyjne	60,06	69,24	76,55	77,63	80,27
Zysk netto	12,99	32,47	19,53	21,93	23,08
Wzrost AUM detal. (R/R)	-15,8%	34,9%	12,6%	9,8%	11,1%
P/E (x)	13,3	5,3	8,8	7,9	7,5
P/BV (x)	1,9	1,7	1,9	1,9	1,9
Dividend yield (%)	12,3%	12,2%	18,1%	11,8%	13,0%

Cena bieżąca	25,30 PLN
Cena docelowa	36,86 PLN
Kapitalizacja	172,59 mln PLN
Free float	115,65 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,59 mln PLN

Struktura akcjonariatu

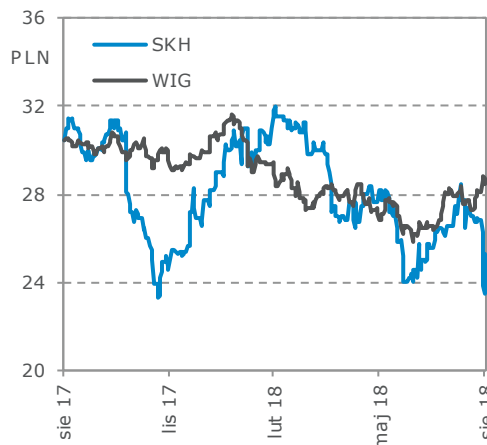
Aoram sp. z o.o.	32,99%
Metlife OFE	7,32%
PKO OFE i DFE	5,25%
NN OFE	5,00%

Pozostali akcjonariusze 49,44%

Profil spółki

Skarbiec Holding jest grupą, w ramach której funkcjonuje 5. największe TFI pod względem aktywów pod zarządzaniem w Polsce. Skarbiec Holding ma ambicje podwojenia aktywów niededykowanych pod zarządzaniem do poziomu 8 mld PLN w 2020 roku oraz potrojenia segmentów produktowych i czterokrotnego zwiększenia kanałów dotarcia do klientów. Jednocześnie spółkę charakteryzuje ponadprzeciętna dywidenda, której stopę szacujemy w przedziale 12-18% w kolejnych 9 latach.

Kurs akcji SKH na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
SKH	36,86	56,30	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
SKH	25,30	36,86	+45,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Wynagrodzenie stałe	-2,6%	-12,0%	-18,4%
Wynagrodzenie zmienne	+14,6%	+10,6%	-10,6%
Przychody	-0,4%	-8,7%	-16,9%
Koszty razem	+6,6%	-2,3%	-9,5%
Zysk netto	-17,7%	-22,9%	-32,1%

Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
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 Domu Maklerskiego mBanku:

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 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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 31 sierpnia 2018 o godzinie 08:32. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 31 sierpnia 2018 o godzinie 08:32.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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 Domu Maklerskiego 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) – wycena 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 Skarbiec Holding wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	56,30
kurs z dnia rekomendacji	30,60

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemicka@mbank.pl

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