



Raport na temat oferty publicznej spółki

SKARBIEC HOLDING S.A.

Podsumowanie warunków oferty	
Liczba akcji oferowanych	Do 3 160 000
Struktura oferty	5 listopada ustalenie i opublikowanie ostatecznej liczby akcji oferowanych oraz ceny emisyjnej
Wielkość transzy inwestorów indywidualnych	Do 10% liczby akcji oferowanych
Cena akcji w ofercie	Cena maksymalna 44 PLN
Okres przyjmowania zapisów w Transzy Inwestorów Instytucjonalnych	5.11 - 7.11.2014
Okres przyjmowania zapisów w Transzy Inwestorów Indywidualnych	27.10 - 03.11.2014
Przydział akcji inwestorom indywidualnym	Do 12.11.2014
Planowany pierwszy dzień notowań	Do 21.11.2014

Profil spółki

Skarbiec Holding S.A. jest właścicielem jednego z wiodących na polskim rynku towarzystw funduszy inwestycyjnych - Skarbiec TFI. Obecnie zarządza on 45 różnymi funduszami, subfunduszami oraz portfelami instrumentów finansowych. Jego łączne aktywa przekraczają obecnie 15 mld zł, co klasyfikuje go na piątym miejscu na krajowym rynku. Ponadto jest drugim największym, niezależnym TFI funkcjonującym w Polsce. Działając od 1997 roku Skarbiec TFI wyróżnia się innowacyjnością. Jako pierwsze TFI wprowadził na polski rynek m.in. fundusz parasolowy, fundusz inwestycyjny zamknięty, fundusz wierzycelności medycznych czy fundusz nieruchomości mieszkaniowych. Silna pozycja i rozpoznawalność marki pozwoliła na nawiązanie współpracy z JP Morgan Asset Management, z którym stworzono wspólnie fundusz parasolowy. Skarbiec TFI koncentruje działalność na terenie Polski i nie prowadzi



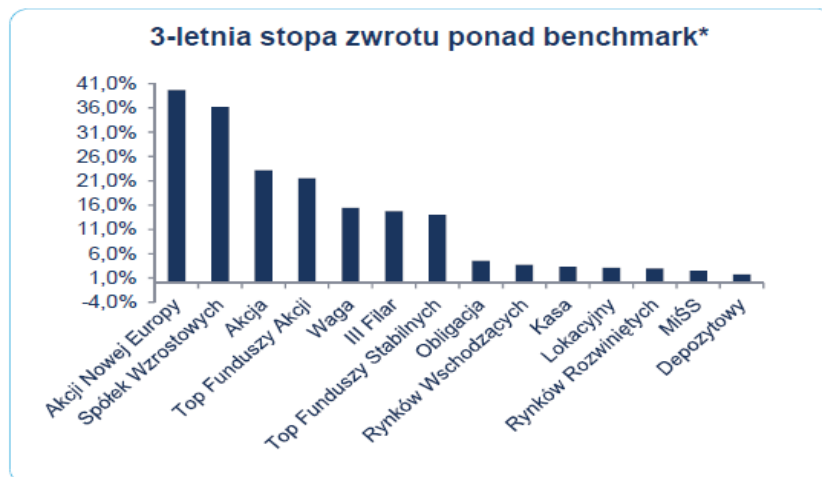
sprzedaży swoich produktów za granicą. Posiada jednak w swojej ofercie fundusze i subfundusze, które inwestują w aktywa zagraniczne.

Przedstawiciele Skarbiec Holding są zdania, że w przeciwieństwie do notowanych TFI (Altus i Quercus) ich spółka ma inny profil. Koncentruje się przede wszystkim na klientach poszukujących długoterminowej inwestycji o (co najważniejsze) ograniczonym ryzyku. Średnio każdy z ponad 46 tys. klientów Skarbcy ma ulokowane w funduszach rynku kapitałowego zarządzanych przez Skarbiec aktywa w wysokości blisko 68 tys. zł, a jego okres inwestowania wynosi blisko 9 lat. W opinii przedstawicieli Skarbiec Holding klienci Quercusa lub Altusa (oprócz z natury rzeczy krótszej inwestycji) są osobami poszukującymi średnio wyższych zwrotów, ale również w pewnej części akceptującymi straty wynikające z bardziej agresywnej strategii zarządzania. Są to inne grupy klientów, innego też wymagają produktu i inaczej są sprzedawane. Trzeba pamiętać, że choć w Polsce cały czas zbyt słabo rozwinięty, to segment klientów poszukujących umiarkowanych zwrotów jest w krajach Europy Zachodniej najsilniejszy.

Do najważniejszych przewag konkurencyjnych zaliczyć należy największą sieć dystrybucji wśród niezależnych TFI, szeroką paletę produktów oraz osiągnięte umiarkowane, ale ponadprzeciętne i powtarzalne wyniki inwestycyjne. Sprzedaż jednostek uczestnictwa w poszczególnych funduszach Skarbiec TFI prowadzona jest poprzez zewnętrznych dystrybutorów, do których zaliczymy 9 banków, 14 domów maklerskich, 16 ubezpieczycieli oraz 33 innych firm pośredniczących. Zarząd spółki wciąż widzi duży potencjał rozwoju sieci dystrybucyjnej. Skarbiec posiada też własne kanały sprzedaży jak np. internetowa platforma transakcyjna www.Skarbiec24.pl. Oferta funduszu jest jedną z najbardziej rozbudowanych na rynku i obejmuje m.in. fundusze akcyjne, dłużne, pieniężne, mieszane, jak również fundusze dedykowane rynkowi polskiemu, europejskiemu czy globalnemu. Można zatem stwierdzić, że Skarbiec posiada produkty na każdą sytuację makro i trend rynkowy. Zapewnia to elastyczność zarówno klientom decydującym się na zmianę strategii inwestycyjnej jak i dystrybutorom w zakresie sprzedaży. Z punktu widzenia akcjonariusza stabilizuje to przychody Grupy Skarbiec i uniezależnia od koniunktury na rynku krajowym i trendów wśród osób inwestujących w fundusze. W zakresie osiągniętych wyników inwestycyjnych w 2013 r. 16 spośród 21 funduszy aktywów finansowych i niefinansowych skierowanych



do szerokiego grona inwestorów, osiągnęło wyniki wyższe od benchmarku. Podobną tendencję pokazuje poniższy wykres przedstawiający 3-letnią stopę zwrotu poszczególnych funduszy vs. benchmark.



Źródło: Prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A.

Jakość funduszy Skarbiec TFI jest też wysoko oceniana przez niezależne Analizy Online.

Głównym źródłem przychodów Grupy Skarbiec jest opłata stała za zarządzanie, która w 2013 r. odpowiadała za 70% łącznych przychodów. Im większa jest średnia wartość zarządzanych aktywów przez fundusze Skarbca, tym większe wartościowo przychody wpływają z jej tytułu. Pozostała część przychodów pochodzi głównie z opłaty zmiennej (uzależnionej od wyników inwestycyjnych) od funduszy detalicznych. Po stronie kosztów za ponad 1/3 bazy kosztowej odpowiadają koszty stałe (m.in. wynagrodzenia i inne koszty operacyjne z wyłączeniem kosztów dystrybucji), których poziom jest w niewielkim stopniu zależny od wielkości zarządzanych aktywów. Istotnym elementem kosztów całkowitych są też koszty dystrybucji. Duży udział kosztów stałych przekłada się na efekt dźwigni operacyjnej. Oznacza to, że pozyskiwanie kolejnych aktywów pod zarządzanie powoduje systematyczny wzrost zyskowności.

Strategia Skarbiec TFI zakłada koncentrację na największym i najbardziej perspektywnym segmencie końcowych klientów, którzy poszukują stabilnego zwrotu przy ograniczonym ryzyku. Osiąganie stabilnych i systematycznych wyników inwestycyjnych to cel zespołu zarządzającego. Dotarcie do klientów ma zapewnić stale

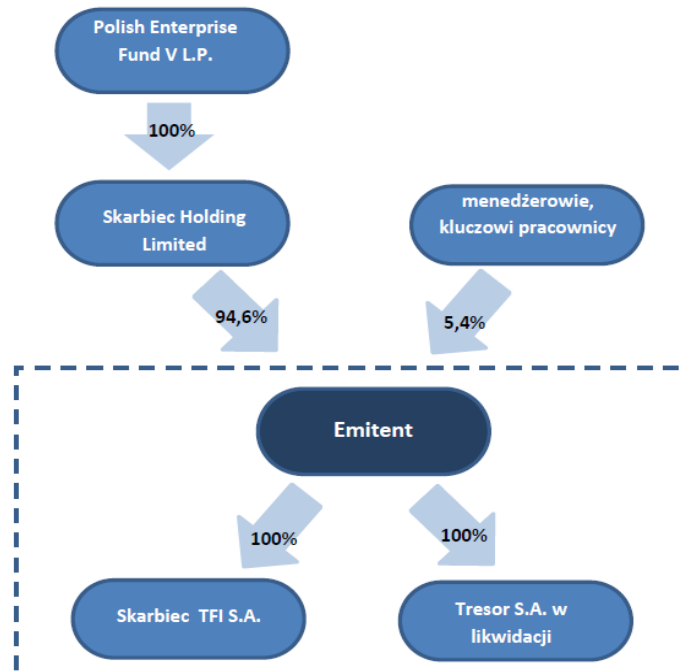


poszerzana sieć dystrybutorów, która oferuje pełną paletę produktów funduszu. Pozyskiwanie nowych dystrybutorów mają zapewnić atrakcyjne stawki ich wynagradzania oraz wiarygodność Skarbca poparta 17-letnią historią działalności.

Polityka w zakresie wypłaty dywidendy zakłada na lata 2014-2017 rekomendowanie przez Zarząd spółki co najmniej 75% zysku netto, dążąc do wypłaty 100%. Ostateczna decyzja określająca wysokość dywidendy za dany rok obrotowy, zależy będzie od Walnego Zgromadzenia. Za rok 2013 została wypłacona dywidenda w wysokości 100% zysku netto, a w przeliczeniu na jedną akcję było to 3,60 zł. Przy maksymalnej cenie z oferty, generowałyby to stopę dywidendy na poziomie 8,2%. Spółka zmieni od 2015 r. rok obrotowy na okres od początku lipca do końca czerwca. Rozwiązanie to zoptymalizuje przepływy gotówkowe w grupie, a dywidenda dla akcjonariuszy Skarbiec Holding będzie mogła być wypłacana szybciej. Potencjalna dywidenda za obecnie trwający (przedłużony) rok obrotowy będzie mogła być wypłacona najwcześniej w drugiej połowie 2015 roku.

Cel oferty publicznej

W ofercie Skarbiec Holding S.A. nie są sprzedawane nowe akcje, stąd do spółki nie wpłyną nowe środki pieniężne. Oferowane akcje to część pakietu akcji posiadanego dotychczas przez głównego akcjonariusza funduszu, jakim jest Skarbiec Holding Limited, który jest kontrolowany przez fundusz Polish Enterprise Fund V L.P. Poniżej przedstawiono obecny schemat właścicielski.



Źródło: Prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A.

Sprzedający argumentuje swoją decyzję o spieniężeniu niemal połowy posiadanego pakietu specyfiką działalności funduszy private equity. Jego przedstawiciele podkreślają, że są inwestorami w Skarbcu od 2007 r. i w tym czasie spółka poprawiła wyniki finansowe, znacznie rozwinęła sieć dystrybucji oraz umocniła swoją pozycję na rynku, a obecny zespół menadżerów i zarządzających ma zapewnić dalszy rozwój w dotychczasowym tempie. Zdaniem prezesa Skarbiec Holding częściowe wyjście z inwestycji przez fundusz private equity poprzez ofertę publiczną i wprowadzenie spółki na giełdę to możliwość pozyskania nowych, stabilnych inwestorów, którzy wezmą udział w dalszym rozwoju spółki.

IPO Skarbiec Holding będzie trzydziestą tego typu transakcją w historii funduszy private equity, którym doradza Enterprise Investors. Fundusz ten jest jedną z największych w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej grup funduszy private equity i venture capital. Do tej pory fundusze zarządzane przez Enterprise Investors zainwestowały łącznie 1,6 miliarda euro w 132 spółki z różnych sektorów gospodarki.



Akcjonariat przed i po ofercie

Przed ofertą Skarbiec Holding Limited (Sprzedający) posiada 94,6%, a pozostałe akcje (5,4%) są w rękach członków zarządu i kluczowych menadżerów Skarbiec Holding S.A. (akcje objęte w ramach programu motywacyjnego). Przy założeniu objęcia przez inwestorów wszystkich oferowanych akcji, dotychczasowy główny akcjonariusz będzie posiadał 48,3% udziałów, a nowi akcjonariusze będą posiadali 46,3% akcji. Nie zmieni się udział zaangażowania w akcjonariacie członków zarządu i kluczowych menadżerów.

Intencją Sprzedającego po ofercie jest pozostanie w strukturze właścicielskiej jeszcze przez pewien czas wraz z istotnym pakietem akcji. Skarbiec Holding Limited będzie obowiązywał lock-up (zobowiązanie do nie sprzedawania akcji) na pozostałą część akcji, które będzie posiadał po ofercie przez 360 dni, licząc od dnia przydziału akcji oferowanych inwestorom. Lock-up będzie obowiązywał też pracowników przez okres od 12 do 30 miesięcy (akcje objęte w ramach poprzedniego programu motywacyjnego nie zostaną dopuszczone do obrotu w ramach IPO). Z kolei Emitent, czyli Skarbiec Holding S.A. zadeklarował w prospekcie emisyjnym zobowiązanie do nie emitowania nowych akcji również przez 360 dni. Umowa lock-up zawiera jednak kilka wyjątków np. sprzedaż lub emisja po cenie o co najmniej 15% wyższej niż w ofercie, sprzedaż akcji w wezwaniu czy bezpośrednia sprzedaż do inwestora branżowego.

Akcjonariat przed ofertą		
	Liczba głosów i akcji	Udział w strukturze akcjonariatu i głosach
Skarbiec Holding Limited	6 456 250	94,6%
Zarząd + kluczowi pracownicy	365 427	5,4%
Akcjonariat po ofercie*		
	Liczba głosów i akcji	Udział w strukturze akcjonariatu i głosach



Skarbiec Holding Limited	3 296 250	48,3%
Zarząd + kluczowi pracownicy	365 427	5,4%
Nowi akcjonariusze	3 160 000	46,3%

** przy założeniu objęcia wszystkich oferowanych akcji przez nowych akcjonariuszy*

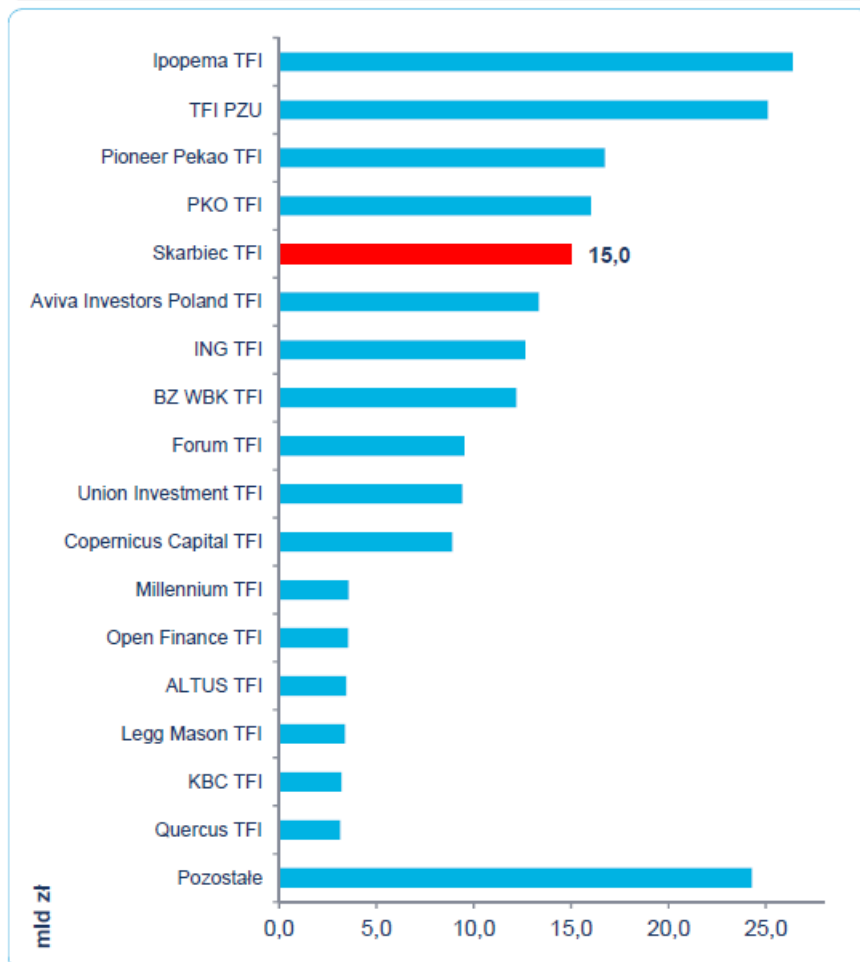
Warto w tym miejscu wspomnieć o nowym programie motywacyjnym dla kluczowych pracowników spółki. Zakłada on emisję do 348 620 nowych akcji w latach 2015-2020. Uzależniony jest on od wzrostu (dwucyfrowej dynamiki) zysku netto spółki w kolejnych latach. Akcję będą mogły być obejmowane w przyszłości po cenie z oferty IPO pomniejszoną o łączną wartość wypłaconych dywidend.

Otoczenie rynkowe

Skarbiec TFI na koniec września 2014 r. posiadał łączne aktywa pod zarządzaniem o wartości 15 mld zł i pod tym względem zajmował piątą pozycję w Polsce. Liderami rynku są Ipopema TFI oraz PZU TFI.



Aktywa funduszy zarządzanych przez TFI w Polsce na dzień 30 września 2014 r. (mld zł)



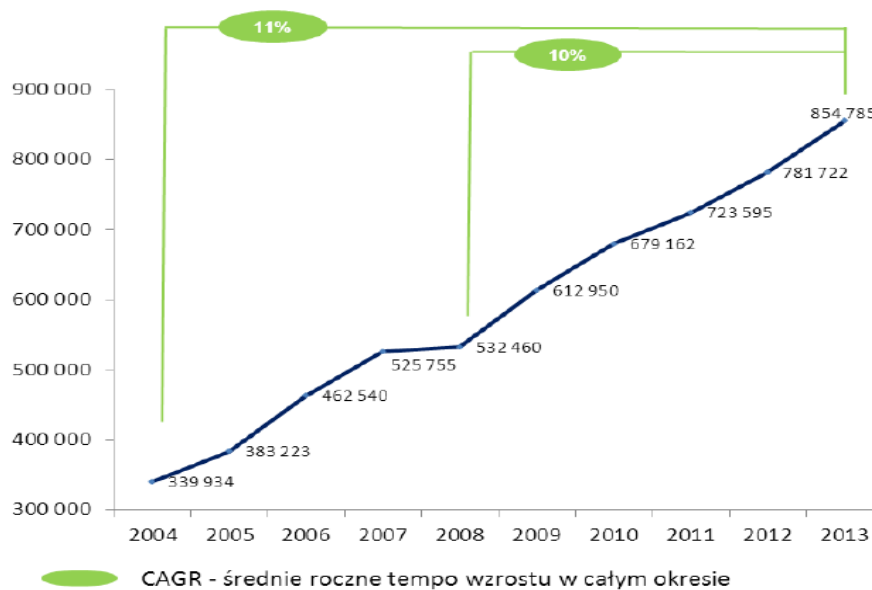
Źródło: Prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A. za IZFiA

Wartość aktywów pod zarządzaniem Skarbiec TFI systematycznie rośnie. Na koniec 2011 r. była to wartość 4,74 mld zł, rok później 9,93 mld zł, a na koniec 2013 r. 13,84 mld zł. Oznacza to, że w latach 2011-2013 wzrosły one o 192,2%. W okresie pierwszych dziewięciu miesięcy tego roku wzrost wyniósł 9,3%. Na koniec września 2014 r. najwięcej aktywów było zgromadzonych w funduszach dedykowanych (11,57 mld zł), a w funduszach aktywów finansowych i niefinansowych skierowanych do szerokiego grona inwestorów (3,42 mld zł). Portfele instrumentów finansowych miały wartość 146 mln zł.

Wielkość aktywów powierzanych funduszom inwestycyjnym detalicznym w dużej mierze zależy od poziomu oszczędności gospodarstw domowych. A ich wartość stabilnie rośnie

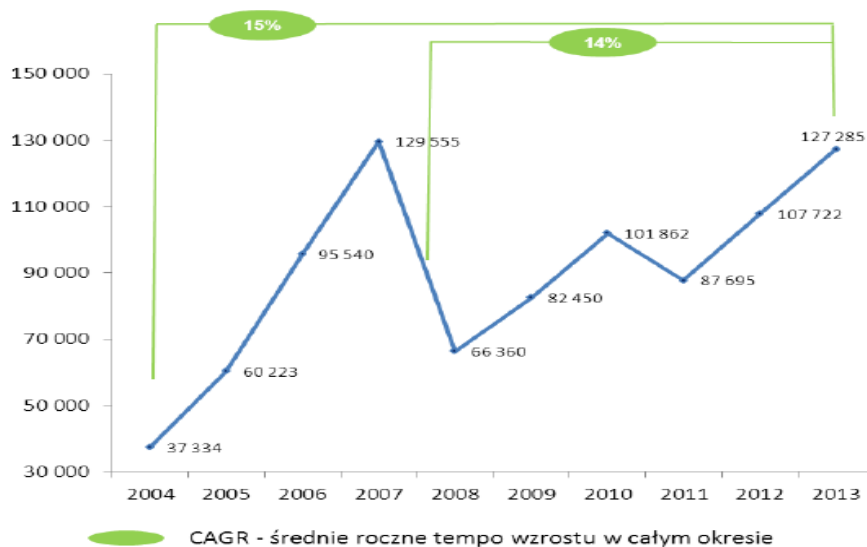


od wielu lat (patrz wykres poniżej). Średnie roczne tempo wzrostu (CAGR) od 2008 roku wynosi 10%. Na koniec 2013 r. oszczędności polskich gospodarstw domowych miały wartość 854,8 mld zł.



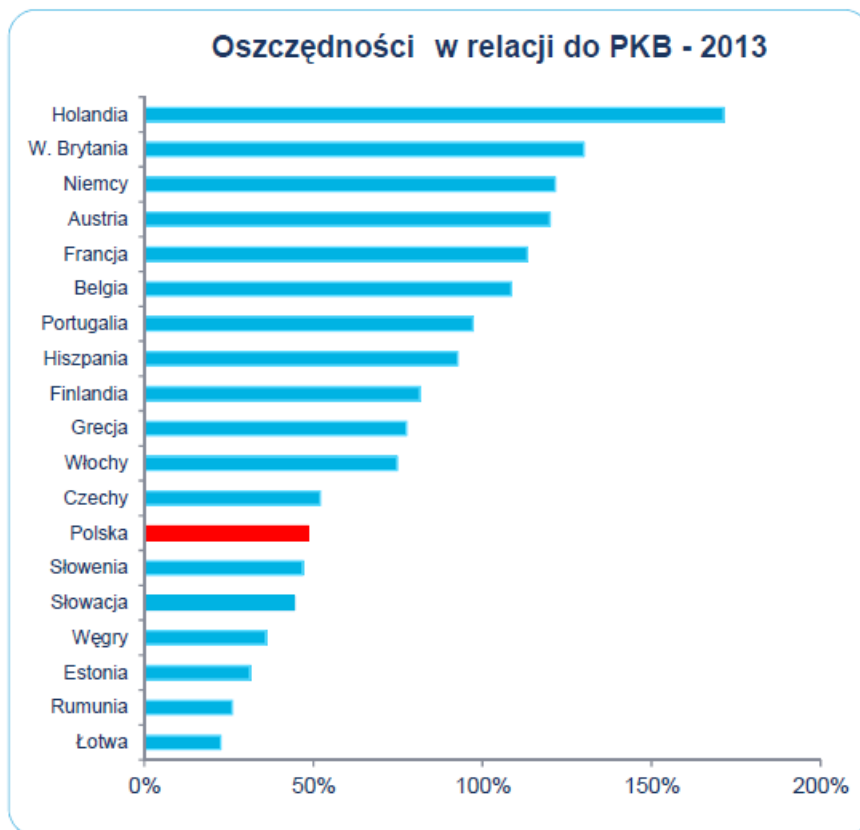
Źródło: *Prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A.*

Patrząc na wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych rynku kapitałowego w Polsce na koniec 2013 r. (127,3 mld zł) widzimy, że kształtowały się one na zbliżonym poziomie do 2007 roku. Ich średnioroczne tempo zmian w okresie lat 2008-2013 wyniosło 14%. Dodając wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych rynku niepublicznego na koniec 2013 r. (69,9 mld zł) otrzymamy łączną wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce - 189,9 mld zł. Można oczekiwać, iż w kolejnych latach dobrej koniunktury gospodarczej, zamożność i jednocześnie oszczędności Polaków będą rosły. Spowoduje to poszukiwanie alternatywnych form lokowania wolnych środków, szczególnie w czasach niskich stóp procentowych. Dodatkowo przeprowadzona ostatnio reforma emerytalna, zachęca do regularnego, prywatnego oszczędzania. Przy tych założeniach należy spodziewać się dalszych napływów do funduszy inwestycyjnych, a szczególnym zaufaniem mogą być obdarzane fundusze osiągające ponadprzeciętne stopy zwrotu. Poniższy wykres prezentuje wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych rynku kapitałowego w latach 2004-2013.



Źródło: Prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A.

Na tle krajów europejskich, poziom oszczędności w Polsce jest jeszcze wciąż niski. W rozwiniętych krajach Europy Zachodniej poziom oszczędności jest ponad dwukrotnie wyższy w relacji do wartości PKB. Najwyższą tego typu relacją mogą pochwalić się Holendrzy, a następnie mieszkańcy Wielkiej Brytanii, Niemiec i Austrii. Polacy na tle zachodnich sąsiadów, powierzają też mniej własnych oszczędności do zarządzania funduszom inwestycyjnym. Na koniec czerwca 2014 r. relacja aktywów funduszy inwestycyjnych do oszczędności w Polsce wynosił 25%. Dla porównania w Niemczech był to poziom 44%. Dane te pokazują potencjał wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych.



Źródło: Prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A. za EBC i Eurostat

Polski rynek funduszy inwestycyjnych, ze względu na stosunkowo krótki czas funkcjonowania, jest jeszcze młody w porównaniu do krajów rozwiniętych. Ostatnie lata to okres dynamicznego jego rozwoju. Tworzone są nowe towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz zwiększa się ilość oferowanych przez nich produktów. Na koniec 2013 r. w Polsce funkcjonowały 54 TFI, które zarządzały łącznie 929 funduszami. W porównaniu do końca 2008 r. jest to więcej odpowiednio o 15 TFI i 426 funduszy.

Więcej szczegółowych informacji na temat otoczenia rynkowego zawiera prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A.

Czynniki ryzyka:



Do najważniejszych czynników ryzyka dla badanej spółki należy zaliczyć:

- Ryzyko związane z otoczeniem makroekonomicznym - sprzedaż produktów funduszu jest powiązana z sytuacją makroekonomiczną Polski (dynamika PKB, poziom inflacji, stopa bezrobocia, poziom stóp procentowych, itd.). Negatywne otoczenie gospodarcze może mieć wpływ na poziom oszczędności gospodarstw domowych, a następnie na poziom umorzeń jednostek uczestnictwa, perspektywy rozwoju spółki i jej wyników finansowych. Z kolei gorsza sytuacja makroekonomiczna w krajach, w których fundusz lokuje swoje aktywa, może mieć przełożenie na wyniki inwestycyjne.
- Ryzyko koniunktury na rynkach kapitałowych - wyniki osiągnięte przez fundusz są też uzależnione od wahań koniunkturalnych (fazy hossy i bessy). Gorsza koniunktura wpływa zazwyczaj na obniżenie wyników inwestycyjnych i spadek zainteresowania usługami funduszy wraz z umorzeniami. Pochodną tego jest spadek wartości aktywów zarządzanych przez fundusz, co automatycznie przekłada się na niższe przychody z tytułu opłaty stałej za zarządzanie. Sposobem na minimalizację tego ryzyka realizowanym przez Skarbiec TFI jest dywersyfikacja produktowa.
- Ryzyko konkurencji - na polskim rynku funduszy stale powstają nowe TFI oraz kolejne fundusze. Rosnąca konkurencja może skutkować obniżeniem stawek opłat za zarządzanie i spadek udziału Skarbiec TFI w rynku.
- Ryzyko wyników inwestycyjnych - potencjalne pogorszenie wyników inwestycyjnych może mieć negatywny wpływ na wartość aktywów pod zarządzaniem oraz poziom sprzedaży netto produktów funduszu.
- Ryzyko związane z kanałami dystrybucji - Znaczna część sprzedaży produktów realizowana jest przez zewnętrznych dystrybutorów. Istnieje ryzyko niemożności zawierania umów z nowymi dystrybutorami bądź renegegowania lub rozwiązywania umów z dotychczasowymi dystrybutorami. Może mieć to negatywny wpływ na wyniki sprzedażowe produktów.
- Ryzyko regulacyjne - związane jest z potencjalnymi zmianami przepisów prawa i innych regulacji, które mogą mieć wpływ na działalność funduszu.



Analiza finansowa

Wybrane elementy sprawozdania finansowego Skarbiec Holding S.A. (tys. zł)	2012 r.	2013 r.	Okres 6m zakończony 30/06/2013	Okres 6m zakończony 30/06/2014
Przychody ze sprzedaży	59 026	101 349	43 023	44 688
Wynik z działalności operacyjnej	11 861	35 447	11 223 (12,0 mln zł)*	11 534 (13,7 mln zł)*
Zysk brutto	13 075	36 141	11 704 (12,4 mln zł)*	11 899 (14,1 mln zł)*
Zysk netto	10 276	28 923	9 283 (10,0 mln zł)*	9 297 (11,4 mln zł)*
Aktywa ogółem	76 690	104 882	b.d.	84 370
Kapitał własny	69 895	93 806	b.d.	72 360
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	8 428	31 502	10 728	10 905
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	2 850	-5 868	1 693	6 522
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-8 427	-6 553	-6 787	-32 365

Źródło: Prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A.

*dane skorygowane o koszty programu motywacyjnego oraz koszty IPO

Przychody spółki zależą w dużej mierze od wartości aktywów pod zarządzaniem. Wpływ na nie ma sprzedaż głównie jednostek uczestnictwa (oraz certyfikatów inwestycyjnych i innych produktów), poziom umorzeń jednostek przez dotychczasowych klientów oraz wyniki inwestycyjne osiągnięte przez poszczególne fundusze, które w krótkim terminie wpływają na wzrost sumy zarządzanych aktywów, a w długim terminie przyciągają nowych klientów. W pierwszym półroczu 2014 r. przychody wzrosły o 3,9% w stosunku do porównywalnego okresu roku poprzedniego. Największy wpływ na ten wynik miał wzrost przychodów z opłaty stałej do 34,9 mln zł (wobec 31,8 mln zł rok wcześniej), co było pochodną wyższej wartości łącznych aktywów pod zarządzaniem. Tym samym udział wpływów z opłaty stałej w tym okresie wyniósł 78% wszystkich przychodów spółki. Znacznie większy wzrost przychodów widzimy porównując rok 2013 do 2012. Wówczas



dynamika wyniosła 71,7%. Był to efekt istotnych wzrostów aktywów pod zarządzaniem w latach 2011-2012 oraz pobrania opłaty zmiennej (wyplacanej kwartalnie od końca 2012 r.) za zarządzanie w wysokości 24,6 mln zł, dzięki osiągnięciu bardzo dobrych wyników inwestycyjnych. Tym samym w całym 2013 r. Skarbiec TFI osiągnął znacznie wyższe zyski na każdym poziomie względem 2012 roku. Pierwsze półrocze 2014 r. na pierwszy rzut oka pod względem zyskowności było na bardzo zbliżonym poziomie wobec tego samego okresu roku poprzedniego. Jednak uwzględniając koszty jednorazowe w pierwszych półroczach 2013 i 2014 roku, do których zaliczymy koszty „starego” programu motywacyjnego i koszty IPO (1H2013 0,7 mln zł i 1H2014 2,2 mln zł) odnotujemy poprawę zysków. Ciężko na razie ocenić, czy w trwającym obecnie roku fundusz osiągnie ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne i będzie mógł odnotować wyższe wpływy z tytułu opłaty zmiennej, tak jak było to w roku poprzednim. W pierwszej połowie obecnego roku z jej tytułu Skarbiec TFI pobrał 5,8 mln zł (wobec 6,4 mln zł w porównywalnym okresie 2013 r.), a w trzecim kwartale 2014 r. 4,0 mln zł.

W rachunku zysków i strat pozycje koszty finansowe oraz przychody finansowe mają niewielkie wartości - spółka nie posiada kredytów i pożyczek, a w przychodach finansowych odnotowywane są przede wszystkim przychody z inwestycji własnych i odsetki od posiadanych środków pieniężnych. Niskie wartości ma również amortyzacja.

W rachunku przepływów pieniężnych, te pochodzące z działalności operacyjnej są co do wartości zbliżone do osiąganych zysków netto. Specyfiką funduszy jest brak dużych potrzeb kapitału obrotowego i tym samym dużych zmian jego wartości. Z powodu braku istotnych potrzeb inwestycyjnych, salda przepływów działalności inwestycyjnej nie mają wysokich sald w badanym okresie. Wyższe przepływy pojawiają się na działalności finansowej, gdzie widzimy w pierwszym półroczu 2014 r. wydatki na wykup akcji od akcjonariuszy niekontrolujących (łącznie 400 tys. akcji, które zostały umorzone w sierpniu tego roku) oraz wyplacane dywidendy w kolejnych okresach.

Wybrane elementy bilansu Skarbiec Holding S.A. (tys. zł)	30.06.2014
Aktywa trwałe	56 173



Rzeczowe aktywa trwałe	1 777
Wartości niematerialne	51 991
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży	1 588
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	817
Aktywa obrotowe	26 107
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	10 508
Aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy	3 947
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11 652
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	2 090
Kapitał własny	72 360
Zobowiązania długoterminowe	553
Rezerwy	113
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	440
Zobowiązania krótkoterminowe	11 457
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	5 736
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	849
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	221
Rozliczenia międzyokresowe	4 651
Suma bilansowa	84 370

Źródło: Prospekt emisyjny Skarbiec Holding S.A.

Wartość aktywów trwałych na koniec czerwca 2014 r. wynosiła 56,2 mln zł, co stanowiło ok. 2/3 sumy bilansowej. Zdecydowanie największy udział w tej grupie aktywów mają wartości niematerialne (52 mln zł), wartość firmy z tytułu nabycia Skarbiec TFI. W aktywach obrotowych dominują należności z tytułu dostaw i usług (należne kwoty z tytułu opłat za zarządzanie) oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty. Zmniejszeniu względem końca 2013 r. o blisko 15 mln zł uległa szczególnie ta ostatnia pozycja. Było to spowodowane wypłatą dywidendy oraz skupem akcji własnych.



W strukturze pasywów warto podkreślić duży udział kapitału własnego, który wynosi blisko 86%. Wartość kapitałów własnych w ciągu pierwszych 6 miesięcy tego roku spadła o 21,4 mln zł, a przyczyna była ta sama, co w przypadku spadku środków pieniężnych. Tak jak już było wcześniej podkreślone, spółka nie korzysta z kredytów i pożyczek. Głównym składnikiem kapitału obcego są zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz rozliczenia międzyokresowe.

Wybrane wskaźniki dla Skarbiec Holding S.A.	30.06.2014
Rentowność operacyjna	25,8%
Rentowność netto	20,8%
ROE	25,7%
ROA	22%
Udział kapitału własnego w sumie bilansowej	85,8%
Dług netto	- 11 mln zł
Wskaźnik płynności bieżącej	2,28

Źródło: Obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych danych finansowych Skarbiec Holding S.A.

Specyfika działalności TFI nie rodzi potrzeby wnikliwego badania i kontrolowania wskaźników obrotowości majątku czy wielkości i zmian kapitału obrotowego. Pod względem wskaźników rentowności operacyjnej i netto pierwsze półrocze 2014 r. wypada na bardzo zbliżonym poziomie względem pierwszego półrocza roku poprzedniego. Różnice w tej grupie wskaźników są mniejsze od 1 punktu procentowego - wynik netto był na niemal identycznym poziomie, a poziom przychodów wyższy o 3,9%. Przy obliczaniu ROE i ROA użyto zysku netto zannualizowanego. Dług netto jest ujemny, a podstawowy wskaźnik płynności pokazuje lekką nadpłynność (stosując normy z literatury ekonomicznej dla tego wskaźnika wynoszące 1,2-2,0), co potwierdza duże zdolności do wypłaty dywidendy.

Analiza porównawcza



W ramach oferty IPO Skarbiec Holding S.A. zostanie zaoferowanych łącznie 3 160 000 akcji. Maksymalna cena akcji została ustalona na poziomie 44 zł. Daje to wartość oferty w kwocie 139 mln zł. Intencją sprzedającego jest zaoferowanie w transzy inwestorów indywidualnych około 10% oferowanych akcji.

Poniższe zestawienie pokazuje, jak przy tej cenie wypadają wskaźniki rynkowe dla wybranych spółek z branży. Do grupy porównawczej wybraliśmy dwa Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych notowane na GPW - Altus TFI i Quercus TFI.

Wybrane wskaźniki	Altus TFI	Quercus TFI	Skarbiec Holding S.A. (przy cenie 44 zł)
Wartość aktywów pod zarządzaniem TFI (na dzień 30.09.2014) Warto dodać aktywa finansowe	5 893 mln zł	3 129 mln zł	15 131 mln zł
Zysk netto (za okres 01.07.2013-30.06.2014)	42,5 mln zł	48,2 mln zł	28,9 mln zł
Rentowność netto (1H2014)	39,9%	30,5%	20,8%
C/Z	13,2	8	10,4
C/WK	18,5	11,1	4,1
Kapitalizacja (na dzień 24.10.2014)	558,5 mln zł	384,4 mln zł	300,1 mln zł

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych finansowych spółek.

Skarbiec TFI pod względem wartości aktywów pod zarządzaniem zdecydowanie przewyższa pozostałe dwa podmioty. Podkreślić jednak należy, że Skarbiec TFI posiada duży udział aktywów w funduszach rynku niepublicznego (niskie opłaty w stosunku do funduszy masowych, ale ich niezależność od koniunktury stabilizuje przychody całej Grupy). Według danych na koniec sierpnia 2014 r. była to wartość 11,5 mld zł, a dla porównania Altus TFI posiadał w tym segmencie 1,1 mld zł. Pod względem rentowności netto liczonej dla pierwszego półrocza 2014 r. najwyższy wskaźnik wśród grupy porównawczej osiągnął Altus TFI. Z kolei porównując osiągnięty zysk netto z okresu 12



miesiący zakończonych w czerwcu 2014 r. najlepiej wypada Quercus TFI. Biorąc pod uwagę wskaźnik C/Z, Skarbiec Holding S.A. z wartością 10,4 wypada w połowie grupy porównawczej. Znacznie niższą wartość dla tej spółki notuje wskaźnik C/WK. Przy maksymalnej cenie z oferty (44 zł) kapitalizacja Skarbiec Holding S.A. wyniesie 300,1 mln zł i będzie niższa od funduszy z wybranej grupy porównawczej.

Podsumowanie

Skarbiec Holding S.A. jest właścicielem jednego z wiodących na polskim rynku towarzystw funduszy inwestycyjnych - Skarbiec TFI. Jego łączne aktywa przekraczają obecnie 15 mld zł, co klasyfikuje go na piątym miejscu na krajowym rynku. Ponadto jest drugim największym, niezależnym TFI funkcjonującym w Polsce. Średnioroczne tempo wzrostu aktywów TFI wynosi 15%, czyli szybciej niż przyrost oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Rozwojowi funduszu może sprzyjać dodatkowo reforma emerytalna, która zachęca do regularnego, prywatnego oszczędzania. Bodźcem do poszukiwania atrakcyjniejszych metod inwestycyjnych są też obecne, niskie stopy procentowe.

W 2013 r. Skarbiec Holding osiągnął zysk netto w wysokości 28,9 mln zł przy przychodach ze sprzedaży wynoszących 101,3 mln zł. Wskaźnik ROE wyniósł 30,8%. Wyniki finansowe pierwszego półrocza 2014 r. były na zbliżonym poziomie w porównaniu do roku poprzedniego. Korzystna struktura przepływów pieniężnych przy niskich potrzebach inwestycyjnych, daje możliwości do corocznego wypłacania całości bądź większej części generowanego rocznie zysku netto. Polityka dywidendy na lata 2014-2017 zakłada przeznaczenie na dywidendę co najmniej 75% zysku netto, dążąc do poziomu 100%. Za rok 2013, Skarbiec Holding wypłacił dywidendę na jedną akcję w kwocie 3,6 zł, co przy maksymalnej cenie z oferty IPO dawałoby stopę dywidendy na poziomie 8,2%.

Wyniki finansowe roku obecnego i kolejnych okresów będą zależały w dużej mierze od pobieranej wartości opłaty stałej uzależnionej od wysokości aktywów będących pod zarządzaniem Skarbca TFI oraz od opłaty zmiennej, która z kolei uzależniona jest od



wyników inwestycyjnych i również bazy aktywów pod zarządzaniem. Warto pamiętać, że w roku poprzednim fundusz odnotował duży przychód z tytułu właśnie opłaty zmiennej.

Oferowane akcje stanowiące 46,3% kapitału zakładowego, to część pakietu akcji posiadanego dotychczas przez głównego akcjonariusza funduszu, jakim jest Skarbiec Holding Limited, który jest kontrolowany przez fundusz Polish Enterprise Fund V L.P. Sprzedający argumentuje swoją decyzję o spieniężeniu niemal połowy posiadanego pakietu specyfiką działalności funduszy private equity i deklaruje pozostanie w strukturze właścicielskiej jeszcze przez pewien czas wraz z istotnym pakietem akcji.

Rafał Irzyński

Główny analityk SII

rirzynski@sii.org.pl

Autorzy niniejszej opinii nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem, ani innymi podmiotami oferującymi lub pośredniczącymi w emisji.

Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autorów i nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autorzy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.

Jedynym prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o ofercie publicznej akcji Skarbiec Holding S.A. jest opublikowany Prospekt Emisyjny Skarbiec Holding S.A. dostępny między innymi w formie elektronicznej na stronie internetowej Spółki: www.skarbiecholding.pl.