



Dom Maklerski BDM S.A.

QUERCUS TFI

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 6,20 PLN

24 MARCA 2021, 07:00 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Quercus TFI od zalecenia Kupuj z ceną docelową PLN 6,20/akcję. Quercus TFI zarządza aktywami o wartości 3,3 mld PLN i ma 1,7% udziału w rynku detalicznych funduszy inwestycyjnych. W obliczu historycznie niskich stóp procentowych oczekujemy dynamicznego wzrostu AUM, (36/19% w 2021/22), który pozwoli na solidny wzrost zysków w ciągu najbliższych trzech lat (zakładamy 13% CAGR w 2020-2023P). Oczekujemy też wypłaty wysokiej i powtarzalnej dywidendy/buy-backu (DY 5,9% z zysku za 2020 r.), a przejęcie Xeliona uważamy za krok w stronę przyspieszenia rozwoju.

Dynamicznie odbudowujące się napływy - W pierwszych dwóch miesiącach 2021 r. napływy do Quercus TFI wyniosły PLN 452m i były istotnie wyższe niż rok (PLN 114m) oraz dwa lata temu (PLN -15m). Największe napływy zyskał Quercus Ochrony Kapitału (PLN 158m) oraz Quercus Dłużny Krótkoterminowy (PLN 116m). Odpływy w tym czasie zanotowały jedynie dwa fundusze.

Oczekujemy dynamicznego wzrostu AUM - W naszych prognozach zakładamy, że AUM Quercus TFI wzrosną o 36/19% r/r w 2021/22 (wobec 14% wzrostu w okresie grudzień'20-luty'21). Oczekujemy, że wzrost aktywów będzie napędzany z jednej strony przez historycznie niskie stopy procentowe, a z drugiej przez solidne stopy zwrotu osiągnięte przez fundusze Quercus TFI.

Przejęcie DI Xelion krokiem w stronę przyspieszenia rozwoju - W grudniu 2020 r. Quercus TFI podpisał przedwstępny umowę nabycia 100% udziałów w DI Xelion, który jest największym niezależnym dystrybutorem funduszy inwestycyjnych w Polsce. Transakcja pozwoli Quercus TFI nie tylko na rozwinięcie działalności w zakresie dystrybucji funduszy, ale także na wzmocnienie własnych kanałów sprzedaży. Widzimy również potencjał do istotnej poprawy wyników finansowych Xeliona w długim okresie.

Zakładamy 16/7% r/r wzrostu zysku netto w 2021/22 - Oczekujemy, że rosnące AUM przyczynią się do wzrostu przychodów z opłaty stałej (19/3% r/r w 2021/22), co przy opłacie zmiennej w wysokości PLN 11,6/10,8m oraz rosnących kosztach ogółem znajdzie odzwierciedlenie we wzroście zysku netto o 16/7% r/r w 2021/22. Oczekujemy także ponownego przyspieszenia dynamiki zysków w 2023P (16% r/r).

Emisja akcji pozwoli na dywidendę/buy-back - W celu sfinansowania akwizycji Xeliona Quercus przeprowadził emisję 5,5m akcji, z której pozyskał PLN 23,1m. Emisja akcji pozwoli Quercusowi na kontynuację dotychczasowej polityki dywidendowej zakładającej regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami. Z zysku za 2020 r. oczekujemy wskaźnika wypłaty dywidendy w wysokości 99%, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 5,9%.

Quercus TFI – wybrane dane, 2018-2023P

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
AUM	2 512	2 686	2 889	3 929	4 682	5 123
Zmiana r/r (%)	-46%	7%	8%	36%	19%	9%
Zysk netto	-10,2	19,6	17,9	20,8	22,2	25,7
Zmiana r/r (%)	-130%	-292%	-9%	16%	7%	16%
ROE (%)	-22%	38%	29%	28%	26%	29%
P/E (x)	na	14,5	15,3	14,5	13,6	11,7
P/BV (x)	6,8	4,6	4,6	3,5	3,4	3,3
DY(%)	0,0%	0,0%	7,1%	5,9%	6,8%	7,3%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzającego raport.

Podstawowe dane

Rekomendacja	Kupuj
Cena docelowa [PLN]	6,20
Cena rynkowa [PLN]	4,97
Potencjał do wzrostu / spadku	25%
Poprzednia rekomendacja	Na
Poprzednia cena docelowa	Na
Kapitalizacja [PLNm]	274
Min (52) [PLN]	1,97
Max (52) [PLN]	5,08
Liczba akcji [mln. szt.]	60,7
Stopa zwrotu za 3 mc	50%
Stopa zwrotu za 6 mc	42%
Stopa zwrotu za YTD	36%

Struktura akcjonariatu:

Sebastian i Anna Buczek	23,2%
Q1 FIZ	9,6%
NN OFE	7,3%
Pozostali	59,9%

Michał Fidelus

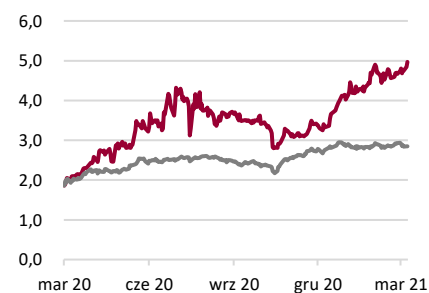
michal.fidelus@bdm.com.pl

tel. 666-073-972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Quercus TFI vs. WIG – relatywny kurs akcji, 12M



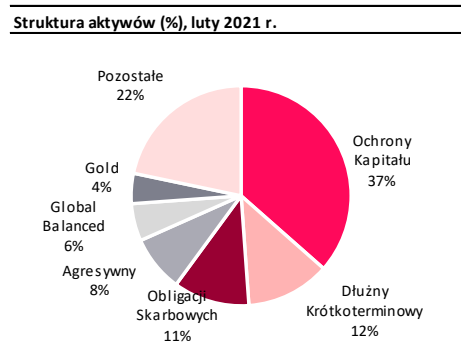
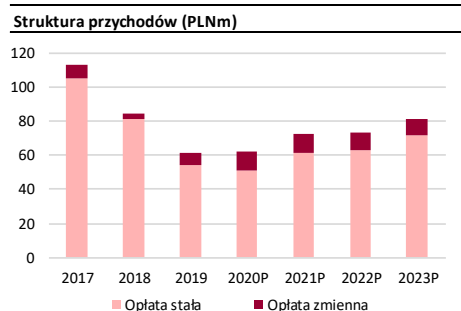
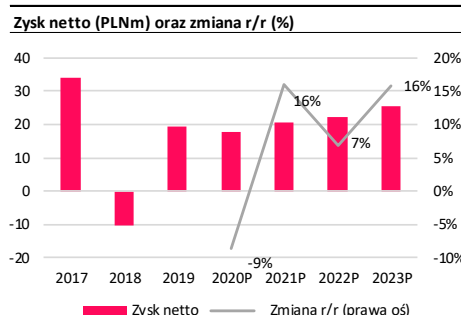
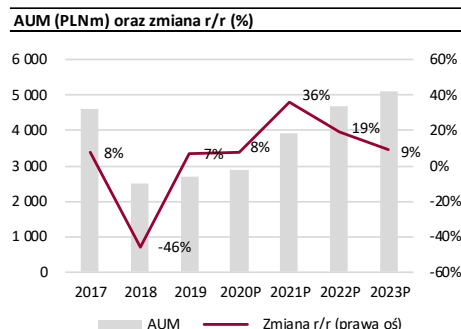
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	4
KLUCZOWE CZYNNIKI RYZYKA	6
WYCENA	7
PROGNOZY NA LATA 2021-2023	10
STRUKTURA AUM, OPŁATY ZA ZARZĄDZANIE, NAPŁYWY I STOPY ZWROTU	13
PRZEJĘCIE XELIONA KROKIEM W STRONĘ PRZYSPIESZENIA ROZWOJU	19
ODBUDOWUJĄCE SIĘ NAPŁYWY DO TFI	21
FUNDUSZE INWESTYCYJNE DOBRĄ ALTERNATYWĄ DLA LOKOWANIA KAPITAŁU	23

Wybrane dane i prognozy finansowe

Rachunek wyników	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	119,1	85,8	61,0	62,0	82,6	120,9	132,4
Oplata stała	104,9	81,3	54,4	51,2	61,0	62,7	71,4
Oplata zmienna	8,2	3,4	6,6	10,8	11,6	10,8	9,8
Koszt wytworzenia	-8,2	-10,2	-12,1	-11,4	-12,8	-13,6	-13,9
Zysk brutto ze sprzedaży	110,9	75,6	48,9	50,6	69,8	107,3	118,5
Koszty sprzedaży	-64,7	-44,7	-26,1	-26,6	-29,8	-30,3	-34,4
Koszty ogólnego zarządu i pozostałe	-5,1	-5,2	-5,1	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4
Koszty ogółem	-69,8	-49,9	-31,1	-31,6	-44,9	-81,2	-88,1
Zysk ze sprzedaży	41,1	25,7	17,8	19,0	24,8	26,2	30,4
Pozostałe przychody netto	0,1	-8,9	1,7	-1,3	0,0	0,0	0,0
EBIT	41,2	16,8	19,6	17,8	24,8	26,2	30,4
Przychody finansowe netto	0,9	-22,0	3,7	4,1	0,8	1,2	1,3
Zysk brutto	42,1	-5,2	23,3	21,8	25,6	27,4	31,7
Podatek dochodowy	-8,0	-5,0	-3,7	-3,9	-4,9	-5,2	-6,0
Zysk netto	34,0	-10,2	19,6	17,9	20,8	22,2	25,7
Skorygowany zysk netto	34,0	21,1	15,7	17,9	20,8	22,2	25,7
Bilans	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Rzeczowe aktywa trwałe	1,0	0,7	0,8	1,6	6,3	5,1	3,9
Długoterminowe akt. finansowe i pozostałe	3,6	26,1	30,1	34,9	54,7	54,5	54,3
Aktywa trwałe	4,7	26,8	31,0	36,5	61,0	59,6	58,2
Należności krótkoterminowe	19,8	10,7	13,7	14,4	27,1	28,8	31,5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	39,8	25,9	38,2	30,4	42,6	43,6	45,8
Aktywa obrotowe	62,5	39,1	54,4	47,7	74,8	78,1	83,5
Aktywa razem	67,2	65,9	85,4	84,2	135,8	137,7	141,7
Kapitał zakładowy	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Kapitał zapasowy	11,1	11,1	11,1	11,1	34,4	34,6	34,8
Pozostałe kapitały rezerwowe	1,4	35,4	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Zysk/Strata netto	34,0	-10,2	19,6	17,9	20,8	22,2	25,7
Kapitał własny ogółem	52,2	42,0	61,6	59,9	86,1	87,7	91,4
Rezerwy na zobowiązania	0,8	9,4	8,5	8,5	10,5	9,7	8,9
Zobowiązania krótkoterminowe	11,6	8,4	4,4	4,5	23,6	24,4	25,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	14,9	23,9	23,8	24,2	49,7	50,0	50,3
Pasywa razem	67,2	65,9	85,4	84,2	135,8	137,7	141,7
Rachunek przepływów pieniężnych	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	34,0	-10,2	19,6	17,9	20,8	22,2	25,7
Amortyzacja	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5	2,5	2,5
Pozostałe	-0,7	58,7	-7,5	-0,5	6,5	-1,9	-2,9
Przepływy z działalności operacyjnej	33,7	26,4	12,4	17,9	27,8	22,7	25,3
Wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych	1,8	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Nakłady inwestycyjne	-0,3	-0,1	-0,6	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3
Wydatki na aktywa finansowe i pozostałe	-1,9	-40,6	0,0	-5,0	-20,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,4	-40,1	-0,1	-6,0	-21,0	-1,1	-1,1
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	23,1	0,0	0,0
Dywidenda/podział zysku	-28,4	0,0	0,0	-19,6	-17,7	-20,6	-22,0
Przepływy z działalności finansowej	-28,7	-0,2	-0,1	-19,6	5,4	-20,6	-22,0
Przepływy pieniężne	4,6	-13,9	12,2	-7,7	12,1	1,1	2,2
Środki pieniężne na początek okresu	35,3	39,8	25,9	38,2	30,4	42,6	43,6
Środki pieniężne na koniec okresu	39,8	25,9	38,2	30,4	42,6	43,6	45,8
Wybrane dane	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
AUM (PLNm)	4 614	2 512	2 686	2 889	3 929	4 682	5 123
Zmiana r/r (%)	8%	-46%	7%	8%	36%	19%	9%
Średnie AUM (PLNm)	4 450	3 563	2 599	2 787	3 409	4 306	4 903
Zmiana r/r (%)	15%	-20%	-27%	7%	22%	26%	14%
ROE (%)	69%	-22%	38%	29%	28%	26%	29%
ROA (%)	54%	-15%	26%	21%	19%	16%	18%
Marża zysku netto (%)	29%	-12%	32%	29%	25%	18%	19%
Marża na średnich AUM (%)	0,73%	-0,27%	0,76%	0,72%	0,60%	0,51%	0,52%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back (%)	99%	0%	0%	100%	99%	99%	99%
Stopa dywidendy (%)	10,0%	0,0%	0,0%	7,1%	5,9%	6,8%	7,3%
Liczba akcji (m)	57,3	57,3	57,3	55,2	60,7	60,7	60,7
P/E (x)	8,4	na	14,5	15,3	14,5	13,6	11,7
P/BV (x)	5,5	6,8	4,6	4,6	3,5	3,4	3,3

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.



Czynniki ryzyka

Dla rynku TFI w Polsce widzimy następujące ryzyka: 1) ryzyko rynkowe, 2) ryzyko makroekonomiczne, 3) ryzyko odpływu środków na skutek słabych stóp zwrotu z zarządzanych funduszy, 4) ryzyko regulacyjne, 5) ryzyko wzrostu stóp procentowych, 6) ryzyko presji cenowej ze strony dystrybutorów. Dodatkowo, dla Quercus TFI widzimy następujące ryzyka: 1) istotna zależność wyników i AUM od największego funduszu, 2) relatywnie "czułe" na stopy zwrotu aktywa, 3) hossy/bessa na rynku akcji może skutkować silnymi napływami/odpływami a tym samym znacznie lepszymi/gorszymi niż zakładane wynikami finansowymi spółki, 4) utrata kluczowych zarządzających, 5) nie udana realizacja przejęcia DI Xelion.

Podsumowanie inwestycyjne

- **Znana marka na rynku TFI z 1,7% udziałem w ryku** - Quercus TFI zarządza aktywami o wartości PLN 3,3 mld i ma 1,7% udziału w rynku detalicznych funduszy inwestycyjnych. W strukturze AUM – według klasyfikacji IZFiA – największą pozycję stanowią fundusze dłużne (60%), ale istotny udział mają także fundusze absolutnej stopy zwrotu (15%) oraz akcyjne (14%). Kluczowym funduszem jest *Quercus Ochrony Kapitału*, którego udział w AUM ogółem stanowi 37%.
- **Dynamicznie odbudowujące się napływy** - W pierwszych dwóch miesiącach 2021 r. saldo nabyć i umorzeń w Quercus TFI wyniosło PLN 452m i było istotnie wyższe niż rok (PLN 114m) oraz dwa lata temu (PLN -15m). Największe napływy od początku roku zyskał *Quercus Ochrony Kapitału* (PLN 158m) oraz *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (PLN 116m). Odpływy w tym czasie zanotowały jedynie dwa fundusze: *Quercus Multistrategy FIZ* (PLN -13m) oraz *Quercus Gold* (PLN -2m).
- **Oczekujemy 36/19% wzrostu AUM w 2021/22 r...** - W naszych prognozach zakładamy, że AUM ogółem Quercus TFI wzrosną o 36% r/r w 2021 r. oraz o 19% r/r w 2022 r. (wobec 14% wzrostu w okresie grudzień'20-luty'21). Oczekujemy, że wzrost aktywów pod zarządzaniem będzie generowany przede wszystkim przez rosnące AUM funduszy *Quercus Ochrony Kapitału* (29/18% w 2021/22 r.), *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (81/26%), *Quercus Agresywny* (65/36%), *Quercus Obligacji Skarbowych* (45/16%) oraz *Quercus Global Balanced* (61/26% r/r).
- **... czemu sprzyjać będą niskie stopy procentowe...** - Na koniec września 2020 r. fundusze inwestycyjne stanowiły zaledwie 9% oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Jednocześnie, według danych OECD, Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów i gotówki w aktywach finansowych gospodarstw domowych i niższym od średniej udziałem funduszy inwestycyjnych. Biorąc pod uwagę z jednej strony historycznie niskie stopy procentowe, a z drugiej wciąż relatywnie małe zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi jako formą lokowania kapitału, oczekujemy, że udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności Polaków będzie się stopniowo zwiększać. Oczekujemy, że relatywnie najszybciej będą rosły aktywa funduszy inwestycyjnych opartych na rynku długu. Spodziewamy się także wzrostu napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych, chociaż uważamy, że będzie to proces stopniowy i rozłożony w czasie.
- **...oraz solidne stopy zwrotu zarządzanych funduszy...** - W 2020 r. zdecydowana większość funduszy Quercus TFI uzyskała wynik istotnie lepszy od indeksu WIG, a najlepsze fundusze wypracowały stopę zwrotu w okolicach 30% (*Agresywny*, *Global Growth* oraz *Multistrategy FIZ*). Również w pierwszych dwóch miesiącach 2021 r. stopy zwrotu większości funduszy Quercus TFI opartych na rynkach akcji są wyraźnie lepsze od WIG. Zwracamy jednocześnie uwagę, że według serwisu *Analizy.pl* (stan na 17 marca) fundusz *Quercus Agresywny* ze stopą zwrotu od początku roku na poziomie 15,7% był trzecim najlepszym funduszem akcji polskich (oraz 5-tym w okresie 12M ze stopą zwrotu 103%).
- **Przejęcie DI Xelion krokiem w stronę przyspieszenia rozwoju.** W grudniu 2020 r. Quercus TFI podpisał przedwstępną umowę nabycia 100% udziałów w DI Xelion, który jest największym niezależnym dystrybutorem funduszy inwestycyjnych w Polsce i obsługuje klientów o aktywach c. PLN 4 mld. W naszym przekonaniu transakcja jest korzystna dla spółki, ponieważ pozwoli na rozwinięcie działalności w zakresie dystrybucji funduszy, co – szczególnie w środowisku niskich stóp procentowych – może zwiększyć potencjał wzrostu aktywów pod zarządzaniem. Dodatkowo, w środowisku niepewności w zakresie dystrybucji funduszy wynikającej z MIFID II, wzmocnienie własnych kanałów sprzedaży pozwoli Quercusowi w nieco większym stopniu uniezależnić się od bankowego kanału dystrybucyjnego. Ponadto, w przypadku utrzymania niskich stóp procentowych w dłuższym okresie, widzimy potencjał do znaczącego wzrostu wyników DI Xelion. W naszych prognozach uwzględniamy konsolidację DI Xelion od 4Q21.
- **Zakładamy 16/7% r/r wzrost zysku netto w 2021/22 r.** - Oczekujemy, że rosnące AUM przyczynią się do wzrostu przychodów z opłaty stałej (19% r/r w 2021 r. oraz 3% r/r w 2022 r.), co przy opłacie zmiennej w wysokości PLN 11,6/10,8m oraz rosnących kosztach ogółem znajdzie odzwierciedlenie we wzroście EBIT o 40/5% r/r oraz wzroście zysku netto o odpowiednio 16% r/r w 2021 r. oraz 7% r/r w 2022 r. Niższa

dynamika wzrostu zysku netto w 2022 r. będzie efektem ograniczenia opłaty zmiennej na FIO do 2,0%. Już w 2023 r. oczekujemy jednak przyspieszenia dynamiki wzrostu wyniku netto do 16% r/r.

- **Emisja akcji pozwoli na dywidendę/buy-back w 2021 r.** W celu sfinansowania akwizycji Xeliona Quercus przeprowadził emisję 5,5m akcji po cenie PLN 4,20 za akcję, z której pozyskał PLN 23,1m. Emisja akcji pozwoli Quercusowi na kontynuację dotychczasowej polityki dywidendowej zakładającej regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami. Z zysku za 2020 r. oczekujemy wskaźnika wypłaty dywidendy w wysokości 99%, co implikuje stopę dywidendy w wysokości 5,9%.
- **Zakładamy powtarzalną i wysoką dywidendę/buy-back także w kolejnych latach.** W przeszłości Quercus TFI regularnie dzielił się zyskiem z akcjonariuszami. Wyjątkiem były lata 2018 i 2019 r., w których – ze względu na zdarzenia jednorazowe – wypłaty zysków nie było. Biorąc pod uwagę stopniową odbudowę AUM oraz zysków, w naszych prognozach zakładamy, że w latach 2022/2023 wskaźnik wypłaty dywidendy (lub ekwiwalentny buy-back) wyniesie blisko 100%, co implikuje stopę dywidendy w wysokości odpowiednio 6,8/7,3%.
- **Odbudowujące się napływy do TFI.** Wybuch pandemii oraz spadek stóp procentowych w Polsce w istotny sposób wpłynęły na trendy w zakresie napływu środków do funduszy detalicznych TFI. Po silnych zawirowaniach w marcu i kwietniu 2020 r. klienci wybierają przede wszystkim rozwiązania oparte na rynku dłużu, do których trafia od 60% do niemal 100% napływów. W ostatnim czasie zauważalny jest jednak również stopniowy wzrost napływów do bardziej ryzykownych klas aktywów. W lutym 2021 r. napływy do funduszy akcji wyniosły PLN 0,8 mld (wobec PLN 0,6 mld w styczniu), a do funduszy mieszanych PLN 0,9 mld (wobec PLN 0,9 mld w styczniu). Oczekujemy, że zbliżone tendencje będą się utrzymywać także w kolejnych miesiącach. Uważamy, że największe napływy będą w dalszym ciągu trafiać do funduszy dłużnych, które z jednej strony oferują bardziej konkurencyjną stopę zwrotu niż lokaty bankowe, a z drugiej charakteryzują się relatywnie niższym poziomem ryzyka. Spodziewamy się jednak również utrzymania lub stopniowego wzrostu napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych.
- **Atrakcyjna wycena** - Na naszych prognozach Quercus TFI jest wyceniany na 14,5/13,6x 2021/22 P/E tj., z odpowiednio 7% dyskontem oraz na równi z zagranicznymi spółkami porównywalnymi. Biorąc pod uwagę solidny oczekiwany wzrost zysków w najbliższych latach, wysoką i powtarzalną dywidendę/buy-back, a także rosnącą niezależność w zakresie dystrybucji dzięki przejęciu DI Xelion, uważamy obecną wycenę spółki za atrakcyjną.
- **Wytyczne ESMA wyzwaniem, ale i szansą** - Wytyczne ESMA dotyczące wynagrodzenia zmiennego za zarządzanie wpłyną na zasady pobierania opłaty zmiennej przez TFI także w Polsce. Z punktu widzenia Quercus TFI nowe wytyczne stanowią jednak zarówno wyzwanie, jak i szansę. Z jednej strony prawdopodobne jest, że generowanie opłaty zmiennej będzie uzależnione od stopy zwrotu nie tylko w ostatnim roku, ale także w dłuższym okresie (np. 5 lat). Z drugiej jednak możliwe jest, że maksymalne ograniczenie opłaty zmiennej, które obecnie funkcjonuje w wielu funduszach, zostanie zniesione.
- **Ograniczony wpływ capu na opłatę stałą za zarządzanie** - Zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z grudnia 2018 r. maksymalna wysokość wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem nie może przekraczać 3,5% od 2019 r., 3,0% od 2020 r., 2,5% od 2021 r. oraz 2,0% od 2022 r. Obniżki opłat za zarządzanie będą negatywne dla Quercus TFI (jak również dla całego rynku), jednak ich wpływ na wynik netto spółki będzie relatywnie nie duży. W naszych prognozach uwzględniamy niższe opłaty zarówno w 2021 r., jak i w 2022 r.

Kluczowe czynniki ryzyka

- **Biznes zależny od koniunktury rynkowej w Polsce i na świecie** – Stopy zwrotu osiągane przez fundusze inwestycyjne są ściśle uzależnione od sytuacji na rynkach finansowych w Polsce i na świecie. Silna korekta lub długotrwałe osłabienie wybranych klas aktywów mogłyby spowodować istotne pogorszenie stóp zwrotu osiąganych przez fundusze, co z kolei skutkowałoby znaczącymi odpływami z funduszy oraz pogorszeniem wyników finansowych Quercus TFI.
- **Ryzyka regulacyjne** – Działalność TFI zarówno w Polsce, jak i zagranicą jest ściśle regulowana przez organy nadzoru oraz ustawodawców, czego przykładem są m.in. MIFID II, ostatnie ograniczenia wysokości opłaty za zarządzanie w Polsce, czy też regulacje ESMA dot. zasad pobierania opłaty zmiennej. Zwracamy uwagę, że potencjalne nowe regulacje, lub ograniczenia dotyczące działalności TFI mogą spowodować obniżenie przychodów z prowadzonej działalności lub/oraz wzrost kosztów.
- **Wzrost stóp procentowych** – Historycznie niskie stopy procentowe są w naszym przekonaniu istotnym bodźcem skłaniającym gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa do przenoszenia oszczędności z banków do TFI. Widzimy ryzyko, że wzrost stóp procentowych wynikający chociażby z rosnącej presji inflacyjnej, mógłby istotnie zmniejszyć atrakcyjność produktów oferowanych przez TFI w porównaniu z lokatami bankowymi, co mogłoby znaleźć odzwierciedlenie w znaczących odpływach z funduszy inwestycyjnych.
- **Ryzyko powolnej odbudowy gospodarki** – Pandemia COVID-19 znacząco osłabiła realną gospodarkę, jednak powszechne wprowadzenie szczepień pozwoliło na relatywnie szybki powrót do aktywności gospodarczej. Widzimy ryzyko, że istotnie wolniejsze niż zakładane tempo szczepień, a tym samym znacznie słabsze tempo odbudowy gospodarki światowej może wywołać ponowne perturbacje na rynkach oraz wpłynąć na wzrost awersji do ryzyka przez klientów TFI.
- **Nieudane przejęcie DI Xelion** – W naszych prognozach zakładamy, że akwizycja DI Xelion będzie miała miejsce z końcem 2021 r. a przejęcie będzie miało pozytywny wpływ na działalność oraz wyniki Quercus TFI zarówno w 2022 r., jak i w 2023 r. Nieudana akwizycja, lub jej brak stanowiłby ryzyko dla realizacji naszych prognoz.

Wycena

Wyceny akcji Quercus TFI dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych, metodę porównawczą oraz model ROE-P/BV. Przyjmując odpowiednio 50/25/25% wagę dla powyższych metod otrzymujemy wycenę Quercus TFI na poziomie PLN 6,20 za akcję, co oznacza 25% potencjał wzrostu.

Quercus TFI - Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

	Wycena	Waga
Metoda ZZR	6,70	50%
Metoda porównawcza	5,20	25%
Model ROE-P/BV	6,20	25%
12M TP	6,20	
Cena obecna	4,97	
Potencjał wzrostu	25%	

Źródło: BDM S.A.

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2020 r. (uwzględniających zrealizowaną emisję akcji), do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,0%, Beta 1,1 oraz premię za ryzyko 5,0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 8,5%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3,0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 30%. Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę Quercus TFI na poziomie PLN 6,70/akcję.

Quercus TFI – Model zdyskontowanych zysków rezydualnych

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	Terminal
Zysk netto	17,9	20,8	22,2	25,7	27,0	28,3	29,2
Zmiana r/r(%)		16%	7%	16%	5%	5%	3%
Kapitał własny*	83,0	86,1	87,7	91,4	93,0	94,6	95,7
Wskaźnik wypłaty dywidendy (%)		99%	99%	99%	99%	99%	90%
ROE (%)	21,6%	24,6%	25,5%	28,7%	29,3%	30,2%	30,0%
Koszt kapitału własnego (%)	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Nadwyżka ROE nad koszt kapitału (%)	13,1%	16,1%	17,0%	20,2%	20,8%	21,7%	21,5%
Zysk rezydualny		14	15	18	19	20	20
Zdyskontowany zysk rezydualny		13	13	15	14	14	255
Stopa wzrostu (g) w długim okresie (%)	3,0%						
Suma zdyskontowanych zysków rez.	69						
Wartość rezydualna	371						
Zdyskontowana wartość rezydualna	255						
Kapitał własny na koniec 2020 r.	83						
Bieżąca wartość spółki	407						
Liczba akcji (m)	60,7						
Bieżąca wartość/akcję	6,70						
Cena rynkowa (PLN)	4,97						
Potencjał wzrostu/spadku (%)	35%						

* Na koniec 2020 r. z uwzględnieniem emisji akcji PLN 23,1m. Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

Quercus TFI – Wrażliwość wyceny metodą ZZR na zmianę parametrów ROE oraz COE

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

COE (koszt kapitału własnego)		ROE w długim terminie				
		20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
	7,5%	5,7	7,0	8,2	9,5	10,7
	8,0%	5,2	6,3	7,4	8,5	9,6
	8,5%	4,7	5,7	6,7	7,7	8,7
	9,0%	4,4	5,3	6,1	7,0	7,9
	9,5%	4,1	4,9	5,7	6,5	7,3

Źródło: BDM S.A.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność banków. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w kapitale własnym, w tym również wypłacaną dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

Wycena porównawcza

Wyceny porównawczej dokonujemy względem spółek zagranicznych w oparciu o wskaźnik P/E na lata 2021 oraz 2022 (z wagą odpowiednio 60% oraz 40%). Metoda porównawcza implikuje wycenę Quercus TFI na poziomie PLN 5,20/akcję.

Quercus TFI – Zagraniczne spółki porównawcze

x o ile nie zaznaczono inaczej

Spółka	Kraj	MCAP (EURm)	AuM (EURm)	P/E		P/BV		ROE	
				2021	2022	2021	2022	2021	2022
ASHMORE GROUP PLC	GB	3 308	92 047	14,2	15,4	3,2	3,1	24%	21%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	8 504	114 508	25,1	28,2	12,9	12,7	54%	47%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	1 744	65 547	10,9	10,4	1,8	1,7	17%	15%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 744	101 104	8,6	7,8	1,4	1,3	18%	19%
SCHRODERS PLC	GB	10 931	641 402	16,0	15,0	2,6	2,4	14%	14%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	5 338	585 849	9,2	9,0	na	na	19%	20%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	US	3 465	561 063	12,8	11,6	na	na	7%	9%
APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC	US	18 134	372 586	18,2	12,6	10,3	8,2	110%	107%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	US	3 539	129 060	11,3	10,3	na	na	121%	na
BLACKROCK INC	US	94 487	7 097	19,9	18,0	3,0	2,8	16%	17%
BLACKSTONE GROUP INC/THE	US	74 279	505 977	23,7	20,7	7,2	6,8	32%	37%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	11 035	201 038	16,4	13,0	5,5	5,0	30%	33%
EATON VANCE CORP	US	7 224	442 845	19,5	17,8	6,3	na	38%	63%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	12 752	1 210	10,2	9,8	1,4	1,2	13%	16%
INVESCO LTD	US	9 701	1 104	9,8	9,2	0,8	0,8	10%	10%
KKR & CO INC	US	35 579	205 873	19,4	16,4	1,9	1,7	10%	10%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	33 047	1 202	14,2	13,8	4,3	3,8	32%	29%
WADDELL & REED FINANCIAL-A	US	1 310	61 204	15,0	16,8	2,0	2,0	13%	11%
WISDOMTREE INVESTMENTS INC	US	796	55 126	20,1	17,9	2,3	2,2	11%	12%
PERPETUAL LTD	AU	1 211	17 404	16,3	14,1	2,0	2,0	13%	14%
AMP LTD	AU	3 095	160 488	15,1	13,5	1,1	1,2	7%	8%
IOOF HOLDINGS LTD	AU	1 493	75 990	17,5	10,8	0,9	0,8	6%	7%

Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

Quercus TFI – Podsumowanie metody porównawczej

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P	2022P
Mediana P/E spółek zagranicznych	15,6	13,6
Średnia P/E spółek zagranicznych	15,6	14,2
Quercus P/E	14,5	13,6
Premia/dyskonto do mediany	-7%	0%
Implikowana wycena QRS	5,3	5,0
Waga	60%	40%
Implikowana wycena	5,20	

Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

Najważniejszą zaletą metody porównawczej jest uwzględnienie spółek porównywalnych charakteryzujących się zbliżonym profilem działalności, a także prostotą zastosowania. Z drugiej jednak strony metoda porównawcza nie uwzględnia szeregu czynników, które mogą w istotny sposób wpływać na premię/dyskonto w wycenie rynkowej przy uwzględnieniu danego mnożnika.

Model ROE-P/BV

Model ROE-P/BV na lata 2020-2021P implikuje wycenę Quercus TFI na poziomie PLN 6,20/akcję. Model bazuje na porównywalnych spółkach zagranicznych (uwzględnionych w tabeli powyżej), przy czym z modelu wyłączamy spółki dla których nie ma dostępnych danych (ROE oraz P/BV), a także obserwacje skrajnie odstające od pozostałych.

Quercus TFI – Model ROE-P/BV na lata 2021-2022

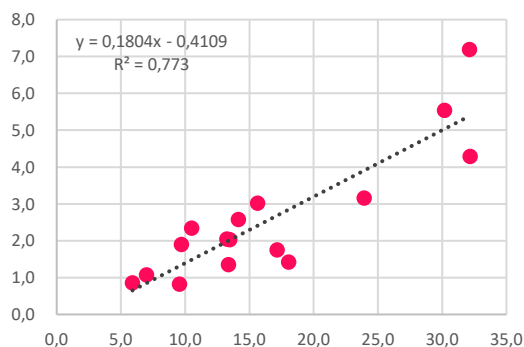
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P	2022P
Implikowany Target P/BV	4,7	3,9
BVPS	1,4	1,4
Implikowana wycena	6,7	5,6
Waga	60%	40%
Wycena	6,20	

Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

Quercus TFI – Model ROE-P/BV względem spółek zagranicznych na 2021P

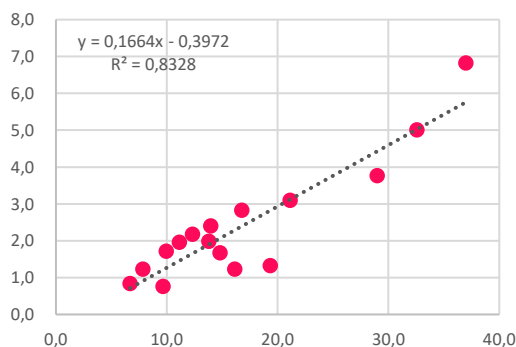
X (ROE – oś pozioma, P/BV – oś pionowa)



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

Quercus TFI – Model ROE-P/BV względem spółek zagranicznych na 2022P

X (ROE – oś pozioma, P/BV – oś pionowa)



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg innych, dodatkowych czynników.

Prognozy na lata 2021-2023

W naszych prognozach zakładamy, że AUM ogółem Quercus TFI wzrosną o 36% r/r w 2021 r. oraz o 19% r/r w 2022 r., czemu sprzyjać będą dodatnie stopy zwrotu z zarządzanych funduszy oraz utrzymywane na historycznie niskim poziomie stopy procentowe. Spodziewamy się jednocześnie, że rosnące AUM przyczynią się do wzrostu przychodów z opłaty stałej (19% r/r w 2021 r. oraz 3% r/r w 2022 r.), zakładamy też opłatę zmienną w wysokości PLN 11,6m w 2021 r. oraz PLN 10,8m w 2022 r. Przy rosnących kosztach ogółem oczekujemy wzrostu EBIT o 40% r/r w 2021 r. oraz o 5% r/r w 2022 r. Zakładamy jednocześnie, że zysk netto wzrośnie o 16% r/r w 2021 r. oraz o 7% r/r w 2022 r.

- W naszych prognozach zakładamy, że AUM ogółem Quercus TFI wzrosną o 36% r/r w 2021 r. oraz o 19% r/r w 2022 r. (wobec 14% wzrostu w okresie grudzień'20-luty'21). Oczekujemy, że wzrostom aktywów sprzyjać będą dodatnie stopy zwrotu z zarządzanych funduszy oraz utrzymywane na historycznie niskim poziomie stopy procentowe.
- Zakładamy, że AUM największego funduszu *Quercus Ochrony Kapitału* zwiększą się o 29/18% r/r w 2021/22 r. wobec 8% wzrostu w pierwszych dwóch miesiącach 2021 r.
- Oczekujemy bardziej dynamicznego wzrostu AUM funduszu *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (81/26% r/r w 2021/22 r. wobec 40% wzrostu w okresie grudzień'20-luty'21), a także funduszu *Quercus Agresywny* (65/36% r/r w 2021/22 r. wobec 24% w okresie grudzień'20-luty'21), *Quercus Obligacji Skarbowych* (45/16% w 2021/22 r. wobec 18% grudzień'20-luty'21) oraz *Quercus Global Balanced* (61/26% r/r w 2021/22 r. wobec 36% w okresie grudzień'20-luty'21).
- Spodziewamy się jednocześnie, że rosnące AUM przyczynią się do wyraźnego wzrostu przychodów z opłaty stałej (19% r/r w 2021 r. oraz 3% r/r w 2022 r.). Oczekujemy także opłaty zmiennej w wysokości PLN 11,6m w 2021 r. oraz PLN 10,8m w 2022 r.)
- Przy rosnących kosztach ogółem oczekujemy wzrostu EBIT o 40% r/r w 2021 r. oraz o 5% r/r w 2022 r. Zakładamy jednocześnie, że zysk netto wzrośnie o 16% r/r w 2021 r. oraz o 7% r/r w 2022 r.
- W naszych prognozach uwzględniamy neutralny wpływ konsolidacji DI Xelion na wynik netto spółki w 2021 r. oraz pozytywny w 2022/23 r. w wysokości odpowiednio PLN 1,8/2,8m (istotny wzrost przychodów oraz kosztów ogółem w 2022/23 jest efektem konsolidacji).

Quercus TFI – Prognoza AUM, 2018-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Ochrony Kapitału	1 282	1 256	1 108	1 431	1 689	1 841
- zmiana r/r		-2%	-12%	29%	18%	9%
Dłużny Krótkoterminowy	16	107	289	524	660	713
- zmiana r/r		563%	171%	81%	26%	8%
Obligacji Skarbowych	27	103	312	452	525	556
- zmiana r/r		285%	203%	45%	16%	6%
Agresywny	206	191	219	363	494	582
- zmiana r/r		-7%	15%	65%	36%	18%
Global Balanced	145	122	133	215	271	300
- zmiana r/r		-16%	9%	61%	26%	11%
Gold	89	113	162	173	189	206
- zmiana r/r		28%	43%	7%	9%	9%
Pozostałe	746	793	664	771	855	924
- zmiana r/r		6%	-16%	16%	11%	8%
TOTAL	2 512	2 686	2 889	3 929	4 682	5 123
- zmiana r/r		7%	8%	36%	19%	9%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Quercus TFI – P&L, 2018-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	85,8	61,0	62,0	82,6	120,9	132,4
- zmiana r/r	-28%	-29%	2%	33%	46%	9%
Oplata stała	81,3	54,4	51,2	61,0	62,7	71,4
- zmiana r/r	-22%	-33%	-6%	19%	3%	14%
Oplata zmienna	3,4	6,6	10,8	11,6	10,8	9,8
Koszt wytworzenia	-10,2	-12,1	-11,4	-12,8	-13,6	-13,9
Zysk brutto ze sprzedaży	75,6	48,9	50,6	69,8	107,3	118,5
- zmiana r/r	-32%	-35%	3%	38%	54%	10%
Koszty sprzedaży	-44,7	-26,1	-26,6	-29,8	-30,3	-34,4
- zmiana r/r	-31%	-42%	2%	12%	2%	14%
Koszty ogólnego zarządu	-5,2	-5,1	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4
- zmiana r/r	1%	-2%	-2%	3%	3%	3%
Koszty ogółem	-49,9	-31,1	-31,6	-44,9	-81,2	-88,1
- zmiana r/r	-29%	-38%	1%	42%	81%	9%
Zysk ze sprzedaży	25,7	17,8	19,0	24,8	26,2	30,4
Pozostałe przychody netto	-8,9	1,7	-1,3	0,0	0,0	0,0
EBIT	16,8	19,6	17,8	24,8	26,2	30,4
- zmiana r/r	-59%	17%	-9%	40%	5%	16%
Przychody finansowe netto	-22,0	3,7	4,1	0,8	1,2	1,3
Zysk brutto	-5,2	23,3	21,8	25,6	27,4	31,7
- zmiana r/r	-112%	-547%	-6%	18%	7%	16%
Podatek dochodowy	-5,0	-3,7	-3,9	-4,9	-5,2	-6,0
Zysk netto	-10,2	19,6	17,9	20,8	22,2	25,7
- zmiana r/r	-130%	-292%	-9%	16%	7%	16%
Skorygowany zysk netto	21,1	15,7	17,9	20,8	22,2	25,7
- zmiana r/r	-38%	-26%	14%	16%	7%	16%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Quercus TFI – Bilans, wybrane dane, 2018-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Długoterminowe aktywa finansowe	25,6	28,7	33,5	33,3	33,1	32,9
Aktywa trwałe	26,8	31,0	36,5	61,0	59,6	58,2
Należności krótkoterminowe	10,7	13,7	14,4	27,1	28,8	31,5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	25,9	38,2	30,4	42,6	43,6	45,8
Aktywa obrotowe	39,1	54,4	47,7	74,8	78,1	83,5
Aktywa razem	65,9	85,4	84,2	135,8	137,7	141,7
Kapitał własny ogółem	42,0	61,6	59,9	86,1	87,7	91,4
Rezerwy na zobowiązania	9,4	8,5	8,5	10,5	9,7	8,9
Zobowiązania krótkoterminowe	8,4	4,4	4,5	23,6	24,4	25,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	23,9	23,8	24,2	49,7	50,0	50,3
Pasywa razem	65,9	85,4	84,2	135,8	137,7	141,7

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Quercus TFI – Rachunek przepływów pieniężnych, wybrane dane, 2018-2023P*PLNm o ile nie zaznaczono inaczej*

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	-10,2	19,6	17,9	20,8	22,2	25,7
Amortyzacja	0,5	0,4	0,5	0,5	2,5	2,5
Przepływy z działalności operacyjnej	26,4	12,4	17,9	27,8	22,7	25,3
Wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Wydatki na aktywa finansowe i pozostałe	-40,8	-0,5	-6,2	-21,2	-1,3	-1,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-40,1	-0,1	-6,0	-21,0	-1,1	-1,1
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	23,1	0,0	0,0
Dywidenda/podział zysku	0,0	0,0	-19,6	-17,7	-20,6	-22,0
Przepływy z działalności finansowej	-0,2	-0,1	-19,6	5,4	-20,6	-22,0
Przepływy pieniężne	-13,9	12,2	-7,7	12,1	1,1	2,2
Środki pieniężne na początek okresu	39,8	25,9	38,2	30,4	42,6	43,6
Środki pieniężne na koniec okresu	25,9	38,2	30,4	42,6	43,6	45,8

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

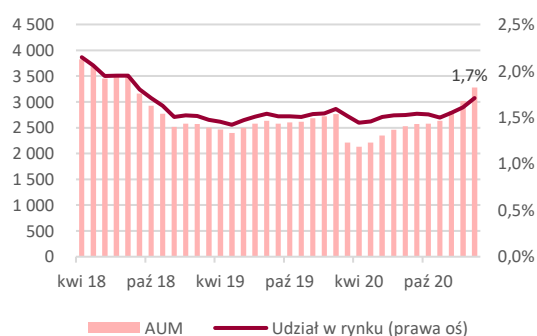
Struktura AUM, opłaty za zarządzanie, napływy i stopy zwrotu

Quercus TFI zarządza aktywami o wartości PLN 3,3 mld i ma 1,7% udziału w rynku detalicznych funduszy inwestycyjnych. Około 85% aktywów spółki jest zgromadzonych w ramach Quercus Parasolowej FIO, a kluczowym funduszem jest Quercus Ochrony Kapitału, którego udział w AUM ogółem stanowi 37%. Opłaty za zarządzanie wahają się od około 1,0% w przypadku funduszy opartych na rynku instrumentów dłużnych do 3,0% w przypadku funduszy zamkniętych opartych na bardziej ryzykownych klasach aktywów. Poziom opłat ulega stopniowemu obniżaniu ze względu na ograniczenia ustawowe, jednak – według naszych szacunków – wpływ obniżek na wyniki spółki nie jest znaczący. W ostatnich miesiącach aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI regularnie rosną, czemu sprzyja nie tylko niska konkurencja ze strony depozytów bankowych, ale także solidne stopy zwrotu osiągnięte przez zarządzających. W pierwszych dwóch miesiącach 2021 r. saldo nabyć i umorzeń wyniosło PLN 452m i było istotnie wyższe niż rok oraz dwa lata temu.

Quercus TFI jest publicznym towarzystwem funduszy inwestycyjnych i działa na krajowym rynku od 2007 r. Na koniec lutego aktywa pod zarządzaniem spółki przekroczyły PLN 3,3 mld, a udział w rynku detalicznych funduszy inwestycyjnych wynosił 1,7%. W strukturze AUM Quercus TFI – według klasyfikacji Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) – największą pozycję stanowiły fundusze dłużne (60%), a istotny udział miały także fundusze absolutnej stopy zwrotu (15%) oraz akcyjne (14%). Istotnie mniejszy był udział funduszy surowcowych (6%) oraz mieszanych (5%).

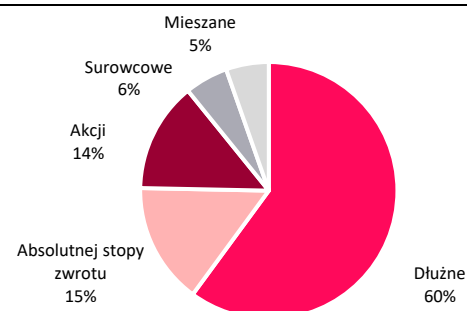
Quercus TFI – AUM i udział w rynku funduszy detalicznych, Kwi18-Lut21

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



Quercus TFI – Struktura AUM, luty 2021 r.

%

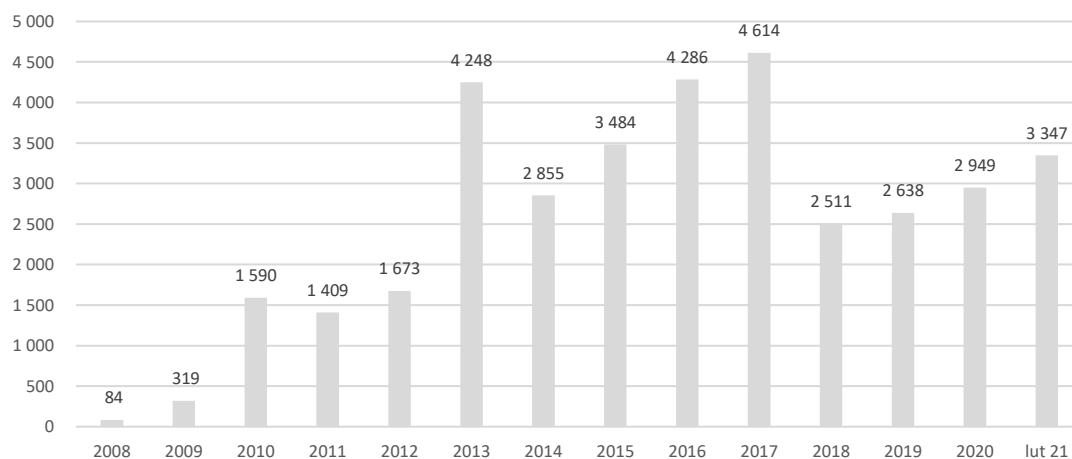


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Źródło: IZFiA, BDM S.A.

Quercus TFI – AUM, 2008-Luty 2021

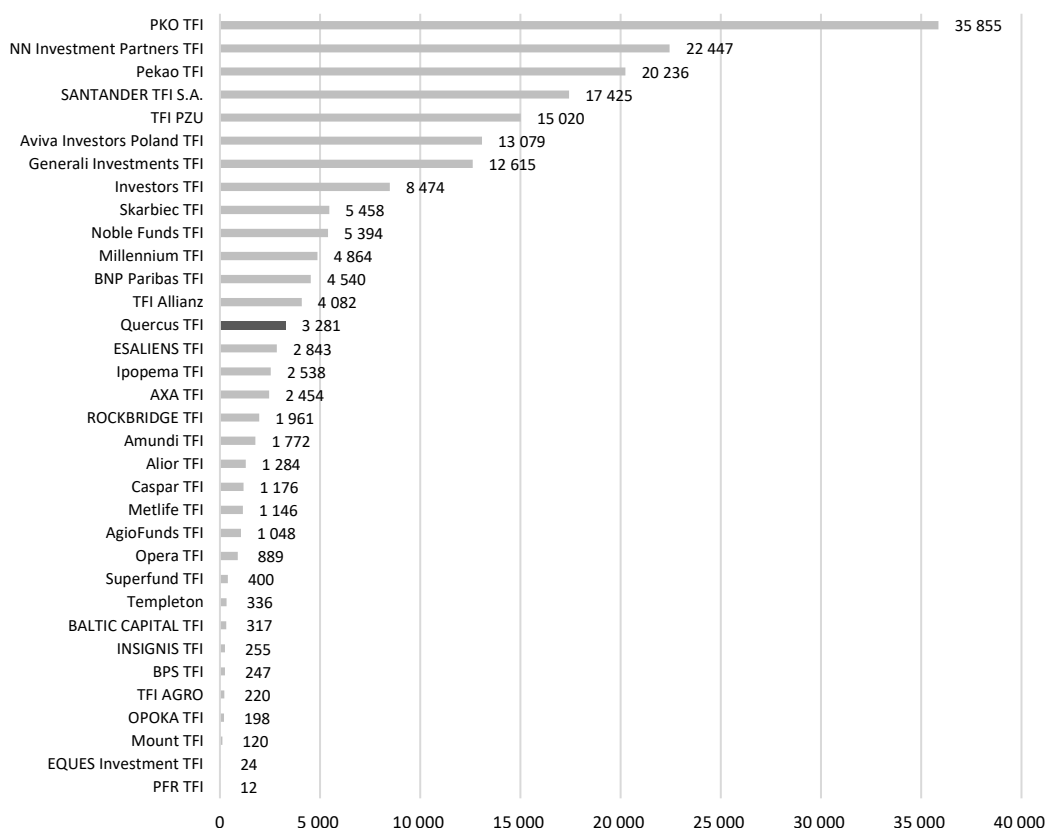
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

AUM detalicznych funduszy inwestycyjnych, luty 2021 r.

PLNm

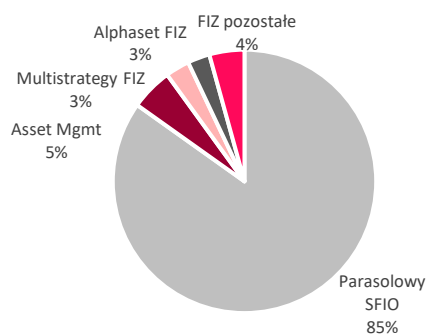


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Kluczowym funduszem w strukturze aktywów pod zarządzaniem jest fundusz Ochrony Kapitału, którego udział na koniec lutego stanowił 37%. Udział pozostałych funduszy nie przekracza kilkunastu procent, a największe z nich są Quercus Dłużny Krótkoterminowy (12%), Quercus Obligacji Skarbowych (11%) oraz Quercus Agresywny (8%). Jednocześnie 85% aktywów ogółem jest zgromadzonych w ramach Quercus Parasolowy FIO.

Quercus TFI – Struktura AUM, luty 2021 r.

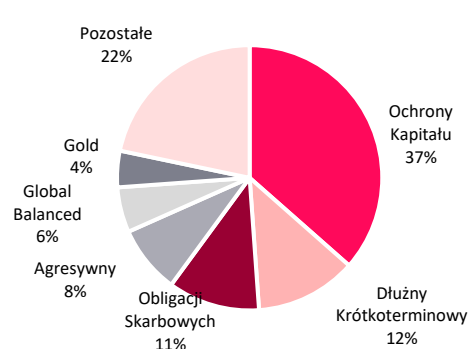
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Quercus TFI – Struktura AUM, luty 2021 r.

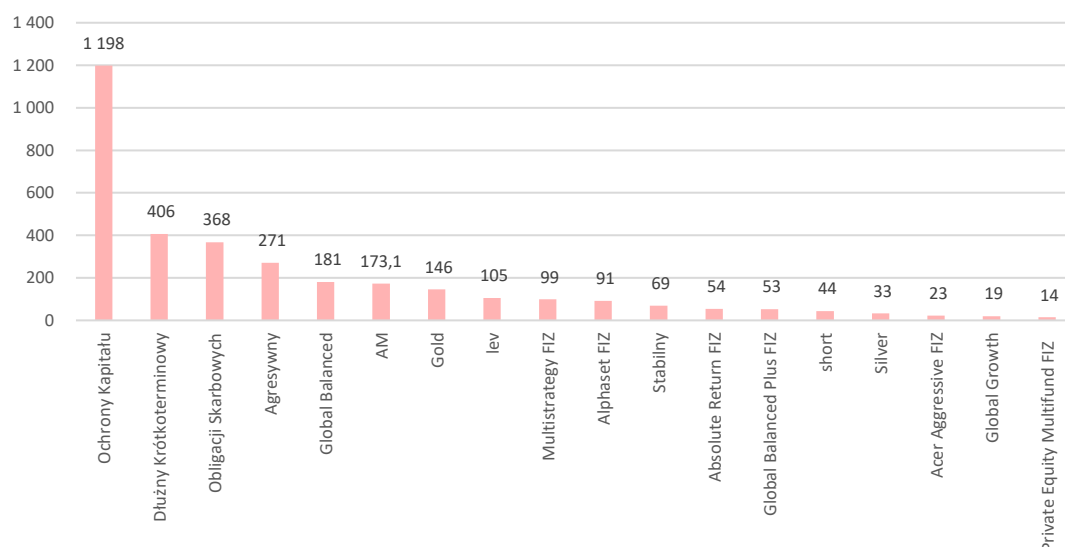
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Quercus TFI – AUM, luty 2021 r.

PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Opłaty za zarządzanie w funduszach otwartych pod wpływem ustawowego ograniczenia

Opłaty za zarządzanie w Quercus TFI wahają się od około 1,0% w przypadku funduszy opartych na rynku instrumentów dłużnych do 3,0% w przypadku funduszy zamkniętych opartych na bardziej ryzykownych klasach aktywów. Formuła opłaty zmiennej jest z kolei zależna od wypracowania stopy zwrotu powyżej benchmarku lub z góry ustalonych poziomów, przy czym w niemal połowie funduszy jest ona ograniczona maksymalnym limitem.

Quercus TFI – Opłata stała i zmienna, stan na luty 2021 r.*

%

	Opłata stała	Formuła opłaty zmiennej
Ochrony Kapitału	1,00%	10% ponad 0% (max. 0,5%)
Agresywny	2,50%	20% ponad WIG (max. 0,5%)
Multistrategy FIZ	3,00%	10% ponad 0%
Global Balanced	2,50%	10% ponad 0% (max. 1,0%)
Gold	2,50%	brak
lev	2,50%	brak
Stabilny	2,50%	10% ponad 0% (max. 1,0%)
Absolute Return FIZ	2,75%	20% ponad 10%
Global Balanced Plus FIZ	3,00%	10% ponad 0%
Acer Aggressive FIZ	2,95%	1,7% wzrostu, gdy wzrost ponad 10%
short	2,50%	brak
Alphaset FIZ	2,00%	20% ponad 0%, gdy wzrost ponad 10%
Private Equity Multifund FIZ	2,50%	25% ponad 6%
Dłużny Krótkoterminowy	0,80%	20% ponad 1,5% (max. 0,5%)
Global Growth	2,50%	20% ponad MSCI World Index (max. 0,5%)
Obligacji Skarbowych	1,00%	20% ponad 1,6% (max. 0,5%)
Silver	2,50%	brak

* Dane dla Absolute Return FIZ, Global Balanced Plus FIZ, Acer Aggressive FIZ, Alphaset FIZ, Private Equity Multifund FIZ na podstawie raportu rocznego spółki za 2019 r. (stan na marzec 2020 r.) Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Opłaty za zarządzanie funduszami na rynku TFI w ostatnich latach ulegały stopniowemu obniżaniu ze względu na zmiany ustawowe. Zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z grudnia 2018 r. maksymalna wysokość wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem nie może przekraczać 3,5% od 2019 r., 3,0% od

2020 r., 2,5% od 2021 r. oraz 2,0% od 2022 r. Obniżki opłat za zarządzanie będą negatywne dla Quercus TFI (jak również dla całego rynku), jednak ich wpływ na wynik netto spółki będzie relatywnie nie duży. W naszych prognozach uwzględniamy niższe opłaty zarówno w 2021 r., jak i w 2022 r., jednak zwracamy uwagę, że ograniczenie dotyczy tylko funduszy otwartych.

Quercus TFI – Opłata zmienna, 2018-9M20

PLNm

Fundusz	2018	2019	9M20
Ochrony Kapitału	3,0	3,1	1,2
Multistrategy FIZ	0,0	1,0	2,1
Agresywny	0,0	1,0	0,9
Stabilny	0,0	1,0	0,0
Pozostałe	0,3	0,1	2,4
Razem	3,4	6,2	6,6

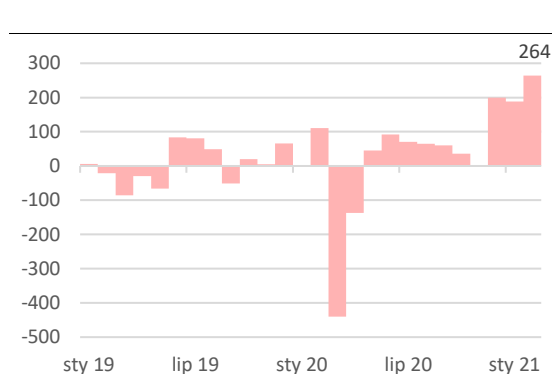
Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Odbudowujące się napływy do funduszy Quercus TFI

Rok 2020 był rokiem wyjątkowym, obfitującym w nieoczekiwane zdarzenia i zwroty sytuacji zarówno w realnej gospodarce, jak i na rynkach finansowych. Silne zawirowania rynkowe w marcu zeszłego roku znalazły odzwierciedlenie w odpływach kapitału zarówno ze strategii akcyjnych, jak i opartych na rynku długu. Quercus TFI największych odpływów doświadczył z funduszu *Quercus Ochrony Kapitału*, w którym w marcu i kwietniu saldo nabyć i umorzeń wyniosło odpowiednio PLN -419m oraz PLN -168m. Wraz jednak z normalizacją sytuacji na rynkach finansowych kapitał zaczął ponownie napływać do funduszy. W całym 2020 r. napływy netto w Quercus TFI wyniosły PLN 105m (wobec PLN 56m w 2019 r.). Największe dodatnie saldo zanotowały *Quercus Obligacji Skarbowych* (PLN 197m) oraz *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (PLN 177m), natomiast największe odpływy miały miejsce z funduszu *Quercus Ochrony Kapitału* (PLN -194m).

Quercus TFI – Saldo nabyć i umorzeń, Sty19-Lut21

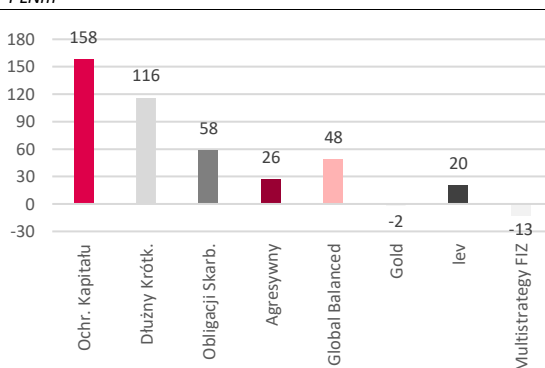
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Quercus TFI – Saldo nabyć i umorzeń największych funduszy w okresie styczeń-luty 2021 r.

PLNm

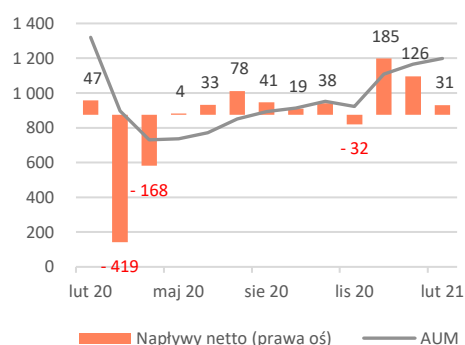


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Od grudnia 2020 r. napływy do funduszy Quercus TFI utrzymują się na stabilnym wysokim poziomie. Jednocześnie w pierwszych dwóch miesiącach 2021 r. saldo nabyć i umorzeń wyniosło PLN 452m i było istotnie wyższe niż rok (PLN 114m) oraz dwa lata temu (PLN -15m). Największe napływy od początku roku zyskał *Quercus Ochrony Kapitału* (PLN 158m) oraz *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (PLN 116m). Odpływy w tym czasie zanotowały jedynie dwa fundusze: *Quercus Multistrategy FIZ* (PLN -13m) oraz *Quercus Gold* (PLN -2m).

Quercus Ochrony Kapitału – Napływy netto, Lut20-Lut21

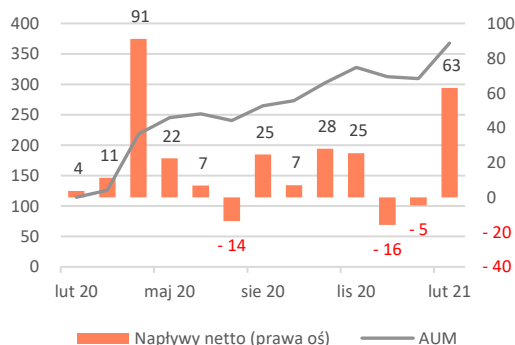
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Quercus Obligacji Skarbowych – Napływy netto, Lut20-Lut21

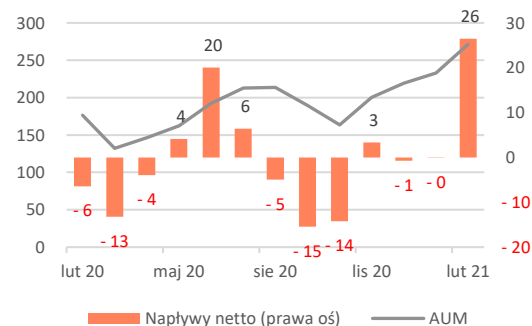
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Quercus Agresywny – Napływy netto, Lut20-Lut21

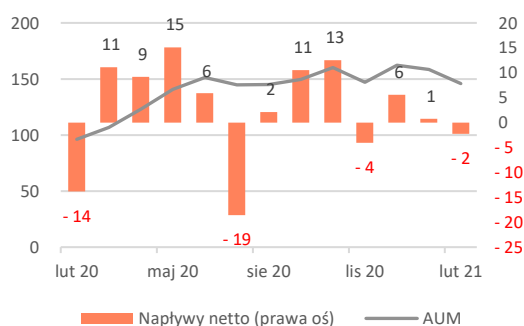
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Quercus Gold – Napływy netto, Lut20-Lut21

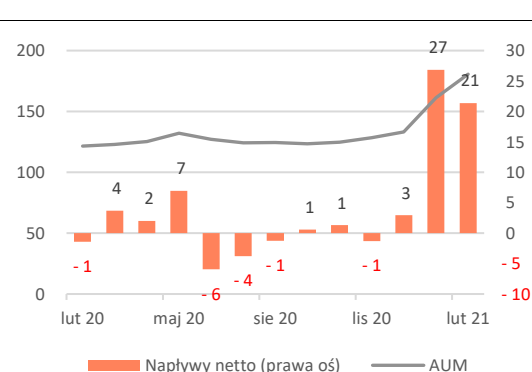
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Quercus Global Balanced – Napływy netto, Lut20-Lut21

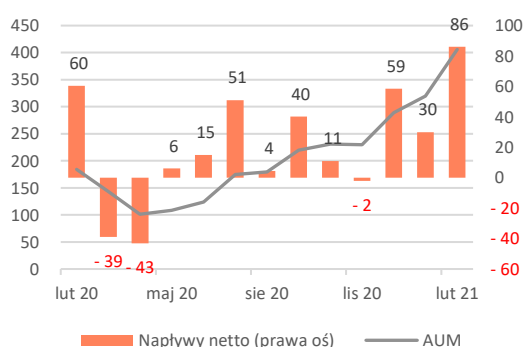
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Quercus Dłużny Krótkoterminowy – Napływy netto, Lut20-Lut21

PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Solidne i powtarzalne stopy zwrotu funduszy wspierają napływy

Napływom do funduszy Quercus TFI sprzyjają solidne stopy wzrostu osiągane przez zarządzających. W 2020 r. zdecydowana większość funduszy uzyskała wynik istotnie lepszy od indeksu WIG, a najlepsze fundusze wypracowały stopę zwrotu w okolicach 30% (Agresywny, Global Growth oraz Multistrategy FIZ). Także w 2019 r. stopy zwrotu funduszy Quercus TFI były wyraźnie lepsze od indeksu szerokiego rynku.

Quercus TFI – Stopy zwrotu funduszy, 2019-2020

%

Subfundusz / fundusz	I-II.2021	2020 r.	2019 r.
QUERCUS Agresywny	11,6%	30,8%	11,3%
QUERCUS Global Growth	2,1%	28,8%	28,2%
QUERCUS Multistrategy FIZ	5,7%	26,7%	5,4%
QUERCUS Gold	-9,2%	18,6%	14,1%
QUERCUS Global Balanced Plus FIZ	-0,6%	9,8%	9,6%
QUERCUS Global Balanced	0,0%	7,6%	6,8%
QUERCUS Obligacji Skarbowych	-0,8%	6,1%	5,6%
QUERCUS Dłużny Krótkoterminowy	0,3%	2,9%	3,0%
QUERCUS Stabilny	3,2%	2,9%	12,8%
QUERCUS Ochrony Kapitału	0,1%	1,7%	2,3%
QUERCUS short	3,4%	-5,9%	1,4%
Private Equity Multifund FIZ	na	-6,4%	-7,2%
QUERCUS Absolute Return FIZ	5,4%	-20,0%	1,3%
QUERCUS lev	-7,6%	-28,9%	-10,8%
WIG	-0,1%	-1,40%	0,3%
WIG20	-3,9%	-7,70%	-5,6%
mWIG40	8,3%	1,75%	0,0%
sWIG80	8,9%	33,6%	13,9%

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Również w pierwszych dwóch miesiącach 2021 r. stopy zwrotu większości funduszy Quercus TFI opartych na rynkach akcji są wyraźnie lepsze od WIG. Zwracamy jednocześnie uwagę, że według serwisu *Analizy.pl* (stan na 17 marca) fundusz *Quercus Agresywny* ze stopą zwrotu od początku roku na poziomie 15,7% był trzecim najlepszym funduszem akcji polskich. Biorąc pod uwagę 12M wynik, *Quercus Agresywny*, ze stopą zwrotu w wysokości 102,6% był 5-tym najlepszym funduszem.

Przejęcie Xeliona krokiem w stronę przyspieszenia rozwoju

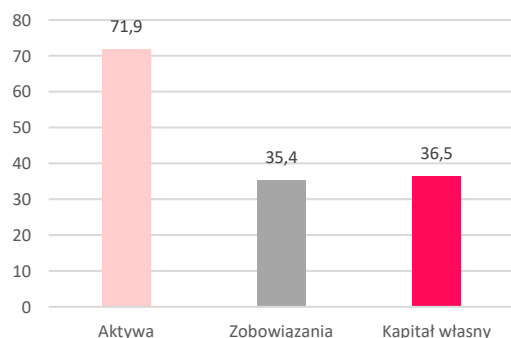
W grudniu 2020 r. Quercus TFI podpisał przedwstępną umowę nabycia 100% udziałów w DI Xelion, który jest największym niezależnym dystrybutorem funduszy inwestycyjnych w Polsce i obsługuje klientów o aktywach c. PLN 4 mld. Transakcję odbieramy pozytywnie. Akwizycja pozwoli spółce na rozwinięcie działalności w zakresie dystrybucji funduszy, co – szczególnie w środowisku niskich stóp procentowych – może zwiększyć potencjał wzrostu aktywów pod zarządzaniem. Dodatkowo, w środowisku niepewności w zakresie dystrybucji funduszy w wynikającej z MIFID II, wzmocnienie własnych kanałów sprzedaży pozwoli Quercusowi w nieco większym stopniu uniezależnić się od bankowego kanału dystrybucyjnego. Ponadto, w przypadku utrzymania niskich stóp procentowych w dłuższym okresie, widzimy potencjał do znaczącego wzrostu wyników DI Xelion. W naszych prognozach uwzględniamy konsolidację DI Xelion od 4Q21. Emisja akcji dokonana w celu realizacji przejęcia pozwoli Quercusowi na kontynuację dotychczasowej polityki dywidendowej zakładającej regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami.

W grudniu 2020 r. Quercus TFI poinformował o podpisaniu przedwstępnej umowy nabycia 100% udziałów Domu Inwestycyjnego Xelion od Banku Pekao. Według informacji przekazanych publicznie ostateczna cena za przejęcie DI Xelion z punktu widzenia Quercus TFI wyniesie około PLN 20m, a sprzedający zainkasuje c. PLN 39m (włączając wypłatę środków pieniężnych na rzecz banku). W celu sfinansowania akwizycji Quercus przeprowadził emisję 5,5m akcji po cenie PLN 4,20 za akcję, z której pozyskał PLN 23,1m. Według informacji Quercus TFI transakcja przejęcia DI Xelion powinna zostać sfinalizowana w 2021 r. W naszych prognozach zakładamy konsolidację DI Xelion od 4Q21.

DI Xelion jest największym niezależnym dystrybutorem funduszy inwestycyjnych w Polsce. Obsługuje klientów o aktywach c. PLN 4 mld zgromadzonych w funduszach oraz innych rozwiązaniach inwestycyjnych. Na koniec grudnia 2019 r. kapitał własny DI Xelion wynosił PLN 36,5m, aktywa PLN 71,9m, a zobowiązania PLN 35,4m. Przychody netto ze sprzedaży wyniosły PLN 40,6m, a wynik netto PLN 0,5m (oraz PLN 0,9m w 2020 r.).

DI Xelion – Wybrane dane, 2019

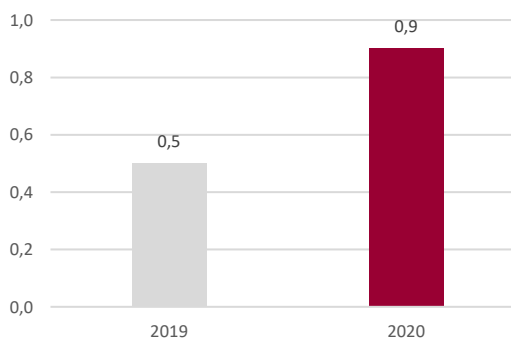
PLNm



Źródło: Quercus TFI, BDM S.A.

Quercus TFI – Zysk netto, 2019-2020

PLNm



Źródło: Pekao, BDM S.A.

Transakcję przejęcia DI Xelion przez Quercus TFI oceniamy pozytywnie. Akwizycja znaczącego niezależnego dystrybutora funduszy inwestycyjnych pozwoli spółce na rozwinięcie działalności w zakresie dystrybucji funduszy, co – szczególnie w środowisku tak niskich stóp procentowych – może zwiększyć potencjał wzrostu aktywów pod zarządzaniem. Dodatkowo, w środowisku niepewności w zakresie dystrybucji funduszy w wynikającej z MIFID II, wzmocnienie własnych kanałów sprzedaży pozwoli Quercusowi w nieco większym stopniu uniezależnić się od bankowego kanału dystrybucyjnego. Ponadto, w przypadku utrzymania niskich stóp procentowych w dłuższym okresie, widzimy potencjał do znaczącego wzrostu wyników DI Xelion. Emisja akcji dokonana w celu realizacji przejęcia pozwoli Quercusowi na kontynuację dotychczasowej polityki dywidendowej zakładającej regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami. Z zysku za 2020 r. oczekujemy wskaźnika wypłaty dywidendy w wysokości 99%, co implikuje stopę dywidendy w wysokości 5,9%.

Niezależni pośrednicy szybko zdobywają rynek

Jak podaje serwis *Analizy.pl* w 2020 r. aktywa zgromadzone przez czterech niezależnych pośredników finansowych wzrosły o ponad 2/3 do PLN 2,3 mld. *F-Trust* przekroczył granicę PLN 1 mld zebranych AUM (50% r/r), *iWealth* – pomimo zaledwie dwuletniej działalności - w ciągu roku potroił wartość aktywów do ponad PLN 600m, za pośrednictwem *QValue* klienci kupili fundusze za PLN 700m (30% r/r), a wartość aktywów na platformie *Kupfundusz.pl*, która jako jedyna działa bez wsparcia doradców, wyniosła PLN 50m (300% r/r). Aktywa zgromadzone przez niezależnych pośredników finansowych dynamicznie rosną, ale w dalszym ciągu są istotnie niższe w porównaniu z bankami, które pozostają głównymi dystrybutorami. Przykład rozwiniętych rynków finansowych takich jak USA, czy Wielka Brytania pozwala jednak przypuszczać, że rola niezależnych pośredników finansowych powinna w dalszym ciągu zyskiwać na znaczeniu.

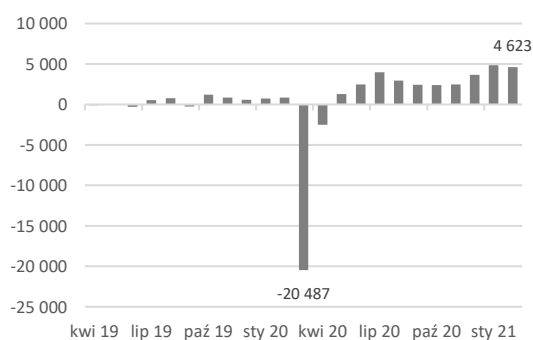
Odbudowujące się napływy do TFI

Wybuch pandemii oraz spadek stóp procentowych w Polsce w istotny sposób wpłynęły na trendy w zakresie napływu środków do funduszy detalicznych TFI. Po silnych zawirowaniach w marcu i kwietniu 2020 r. klienci wybierają przede wszystkim rozwiązania oparte na rynku długu, do których trafia od 60% do niemal 100% napływów. W ostatnim czasie zauważalny jest jednak również stopniowy wzrost napływów do bardziej ryzykownych klas aktywów. W lutym 2021 r. napływy do funduszy akcji wyniosły PLN 0,8 mld (wobec PLN 0,6 mld w styczniu), a do funduszy mieszanych PLN 0,9 mld (wobec PLN 0,9 mld w styczniu). Oczekujemy, że zbliżone tendencje będą się utrzymywać także w kolejnych miesiącach. W środowisku historycznie niskich stóp procentowych klienci będą szukali alternatywnych możliwości lokowania kapitału. Uważamy jednak, że największe napływy będą w dalszym ciągu trafiać do funduszy dłużnych, które z jednej strony oferują bardziej konkurencyjną stopę zwrotu niż lokaty bankowe, a z drugiej charakteryzują się relatywnie niższym poziomem ryzyka. Spodziewamy się jednak również stopniowego wzrostu napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych. W naszym przekonaniu jednak tempo i skala tych napływów będą ściśle uzależnione od powtarzalności stóp zwrotu oferowanych przez tego rodzaju rozwiązania.

W 2019 r. saldo nabyć i umorzeń w funduszach detalicznych TFI wahało się od kilkuset milionów PLN odpływów do około 1 mld PLN napływów miesięcznie. Wybuch pandemii oraz następujące tuż po nim silne wahania na rynkach kapitałowych diametralnie zmieniły jednak obraz rynku. Po 0,7-0,8 mld napływów w styczniu i lutym 2020 r., w marcu odpływy z funduszy detalicznych wyniosły aż PLN -20,4 mld, a w kwietniu PLN -2,5 mld PLN. Co ciekawe, silne marcowe odpływy dotyczyły jednak głównie funduszy dłużnych (PLN -17,9 mld vs. PLN 1,0 mld w lutym), a w mniejszym stopniu funduszy akcyjnych (PLN -1,1 mld vs. PLN -0,5 mld w lutym) oraz funduszy mieszanych (PLN -1,3 mld vs. PLN 0,2 mld w lutym). Z kolei już w kwietniu w funduszach akcji oraz mieszanych pojawiły się napływy (odpowiednio PLN 0,6 mld oraz PLN 0,4 mld), podczas gdy fundusze dłużne w dalszym ciągu odnotowywały odpływy (PLN -3,4 mld). W kolejnych miesiącach jednak, wraz ze stopniowym powrotem stabilizacji na rynkach finansowych – oraz spadkiem stóp procentowych w Polsce – fundusze detalicznie notowały regularne napływy. Kwiecień był jednocześnie ostatnim miesiącem odpływów. Od maja 2020 r. do lutego 2021 r. miesięczne saldo nabyć i umorzeń oscylowało w przedziale PLN 1,2-4,8 mld. Począwszy od maja 2020 r. klienci wybierali jednak przede wszystkim rozwiązania oparte na rynku długu, do których trafiało od 60% do niemal 100% napływów.

Napływy netto do funduszy detalicznych ogółem

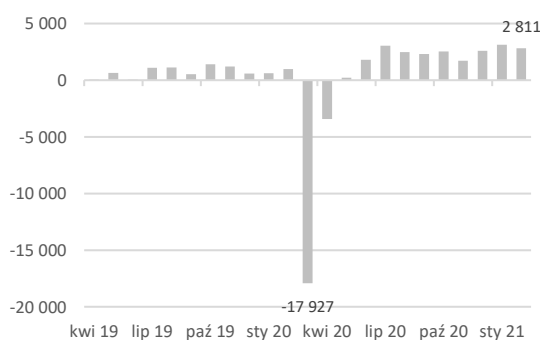
PLNm



Źródło: IZFiA, BDM S.A.

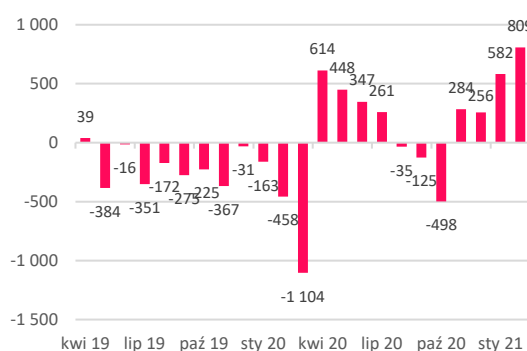
Napływy netto do funduszy detalicznych dłużnych

PLNm

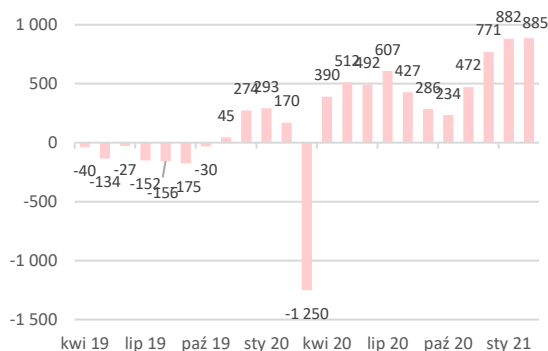


Źródło: IZFiA, BDM S.A.

Tendencja ta utrzymywała się także w kolejnych miesiącach. W styczniu i lutym 2021 r. z PLN 9,5 mld napływów ogółem do funduszy detalicznych, aż PLN 6,0 mld trafiło do funduszy dłużnych. W ostatnim czasie zauważalny jest jednak również stopniowy wzrost napływów do bardziej ryzykownych klas aktywów. W lutym 2021 r. napływy do funduszy akcji wyniosły PLN 0,8 mld (wobec PLN 0,6 mld w styczniu oraz PLN 0,3 mld w grudniu 2020 r.), a do funduszy mieszanych (z uwzględnieniem PPK) PLN 0,9 mld (wobec PLN 0,9 mld w styczniu oraz PLN 0,8 mld w grudniu 2021 r.).

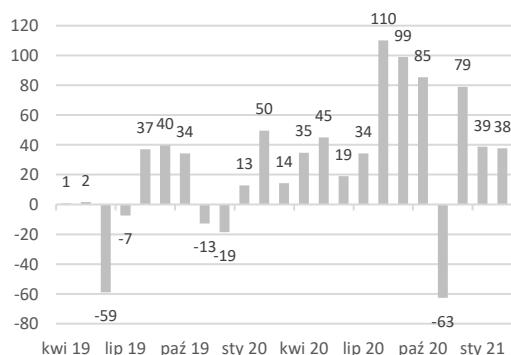
Napływy netto do funduszy detalicznych akcyjnych
PLNm

Źródło: IZFiA, BDM S.A.

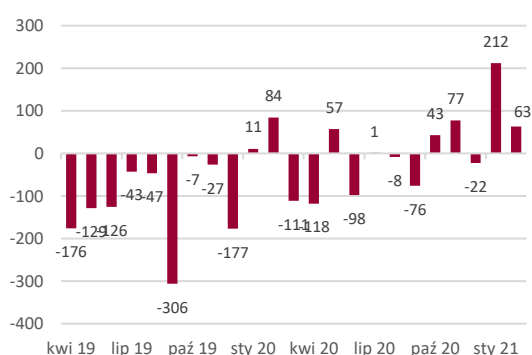
Napływy netto do funduszy detalicznych mieszanych
PLNm

Źródło: IZFiA, BDM S.A.

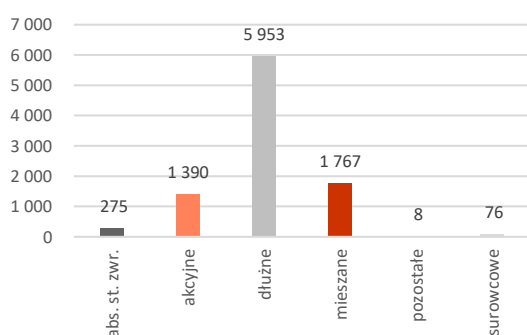
Oczekujemy, że zbliżone tendencje będą się utrzymywać także w kolejnych miesiącach. W środowisku historycznie niskich stóp procentowych (oraz relatywnie wysokiej inflacji) klienci zarówno detaliczni, jak i instytucjonalni będą szukali alternatywnych możliwości lokowania kapitału. Uważamy jednak, że największe napływy będą w dalszym ciągu trafiać do funduszy dłużnych, które z jednej strony oferują bardziej konkurencyjną stopę zwrotu niż lokaty bankowe, a z drugiej charakteryzują się relatywnie niższym poziomem ryzyka. Spodziewamy się jednak również utrzymania lub stopniowego wzrostu napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych. W naszym przekonaniu jednak tempo i skala tych napływów będą ściśle uzależnione od powtarzalności stóp zwrotu oferowanych przez tego rodzaju rozwiązania.

Napływy netto do funduszy detalicznych surowcowych
PLNm

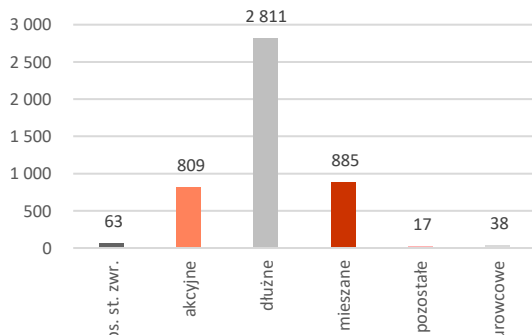
Źródło: IZFiA, BDM S.A.

Napływy netto do funduszy detal. abs. st. zwrotu
PLNm

Źródło: IZFiA, BDM S.A.

Napływy netto do funduszy detalicznych, I-II 2021 r.
PLNm

Źródło: IZFiA, BDM S.A.

Napływy netto do funduszy detalicznych, Luty 2021 r.
PLNm

Źródło: IZFiA, BDM S.A.

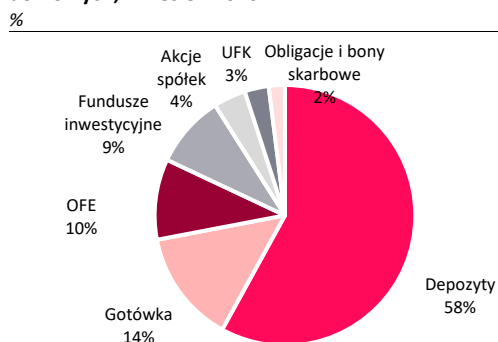
Fundusze inwestycyjne dobrą alternatywą dla lokowania kapitału

Na koniec września 2020 r. fundusze inwestycyjne stanowiły zaledwie 9% oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Jednocześnie, według danych OECD, Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów i gotówki w aktywach finansowych gospodarstw domowych i niższym od średniej udziałem funduszy inwestycyjnych. Biorąc pod uwagę z jednej strony historycznie niskie stopy procentowe, a z drugiej wciąż relatywnie małe zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi jako formą lokowania kapitału, oczekujemy, że udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności Polaków będzie się stopniowo zwiększać. Oczekujemy jednak, że relatywnie najszybciej będą rosły aktywa funduszy inwestycyjnych opartych na rynku długu. Spodziewamy się także wzrostu napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych, ale uważamy, że będzie to proces stopniowy i rozłożony w czasie, a głównym determinantem przepływu środków do tych klas aktywów będą powtarzalne dodatnie stopy zwrotu.

Wysoki udział gotówki i depozytów w strukturze oszczędności...

Na koniec września 2020 r., według danych *Analizy.pl* fundusze inwestycyjne stanowiły zaledwie 9% oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Zdecydowanie przeważały depozyty i gotówka, których udział przekraczał 70% oszczędności Polaków. Według danych OECD Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów i gotówki a aktywach finansowych gospodarstw domowych i niższym od średniej udziałem funduszy inwestycyjnych. Na tle pozostałych krajów europejskich Polska charakteryzuje się jednak również relatywnie niską stopą oszczędności (udział w dochodzie rozporządzalnym środków przeznaczonych na oszczędności). Średnioroczna stopa oszczędności w Polsce w latach 2010-2018 była jedną z najniższych w Unii Europejskiej i wyniosła 2,3% wobec 10,6% średnio w UE oraz niemal 20% w Niemczech.

Polska – Struktura oszczędności gospodarstw domowych, wrzesień 2020 r.



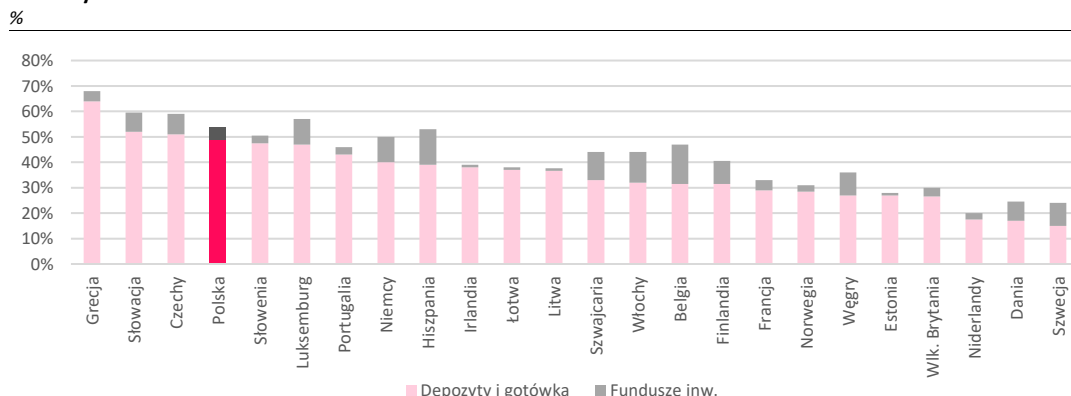
Polska – Struktura oszczędności gospodarstw domowych, 2013-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Depozyty	57%	57%	54%	57%	58%
Gotówka	13%	14%	13%	14%	14%
OFE	12%	12%	13%	11%	10%
TFI	10%	9%	9%	9%	9%
Akcje	4%	3%	4%	3%	4%
UFK	5%	4%	4%	4%	3%
Obligacje	1%	1%	1%	1%	2%

Źródło: Analizy.pl, BDM S.A.

Źródło: Analizy.pl, IZFiA, BDM S.A.

Europa – Udział depozytów i gotówki oraz funduszy inwestycyjnych w aktywach finansowych gospodarstw domowych



Źródło: Raport roczny IZFiA za 2019 r. za OECD, BDM S.A.

...oraz historycznie niskie stopy procentowe ...

Jeszcze na początku 2020 r. wysokie odczyty CPI i inflacji bazowej rodziły pytania o możliwe podwyżki stóp procentowych. W obliczu jednak oczekiwanego spowolnienia gospodarczego spowodowanego pandemią koronawirusa, 17 marca, na nadzwyczajnym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć stopę referencyjną o 50pb do 1,0%. Była to pierwsza zmiana poziomu stóp procentowych od marca 2015 r. Wraz z szybkim rozwojem pandemii oraz obawą o jej wpływ na krajową sytuację gospodarczą, 9 kwietnia RPP zadecydowała o kolejnej obniżce wszystkich stóp o 50bp, a 29 maja miała miejsce jeszcze jedna obniżka stopy referencyjnej o kolejne 40pb. Tym samym stopa referencyjna została ostatecznie obniżona do 0,1%, co było najniższym poziomem w historii. W następstwie obniżek stóp procentowych, w lipcu średnie oprocentowanie nowych depozytów dla gospodarstw domowych wynosiło zaledwie 0,4%, a dla przedsiębiorstw 0,1%.

WIBOR 3M, 2010-2020

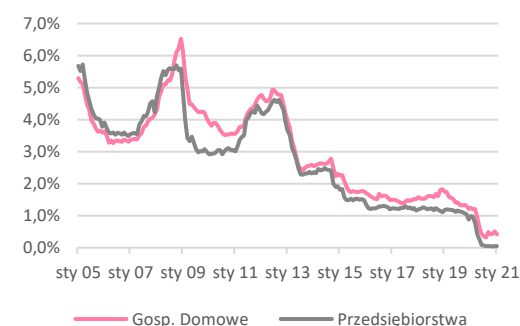
%



Źródło: Stooq.pl, BDM S.A.

Średnie oprocentowanie nowych depozytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, 2005-2021

%



Źródło: NBP, BDM S.A.

...powinny wspierać napływy do funduszy inwestycyjnych.

Biorąc pod uwagę z jednej strony historycznie niskie stopy procentowe, a z drugiej wciąż relatywnie małe (także na tle krajów rozwiniętych) zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi jako formą lokowania kapitału, oczekujemy, że udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności Polaków będzie się stopniowo zwiększać. Zakładamy jednak, że w pierwszej kolejności inwestorzy – zarówno detaliczni, jak i przedsiębiorstwa – będą szukali klas aktywów, które z jednej strony zapewnią konkurencyjną w stosunku do lokat bankowych stopę zwrotu, ale z drugiej będą się cechowały relatywnie niskim poziomem ryzyka. Dlatego też oczekujemy, że relatywnie najszybciej w najbliższych miesiącach będą rosły aktywa funduszy inwestycyjnych opartych na rynku długu. Spodziewamy się jednocześnie stopniowego wzrostu napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych, ale głównym determinantem przepływu środków do tych klas aktywów będą powtarzalne dodatnie stopy zwrotu osiągane przez zarządzających funduszami. Zainteresowanie rynkami akcji jest w naszym przekonaniu pochodną szeregu czynników, do których – obok stóp zwrotu – należą także stopień awersji do ryzyka, przyzwyczajenia, czy doświadczenia, które w najnowszej historii krajowego rynku kapitałowego były bardzo różne. Z tego względu przesuwanie oszczędności w kierunku bardziej ryzykownych klas aktywów będzie w naszym przekonaniu procesem stopniowym i rozłożonym w czasie. Zwracamy jednocześnie uwagę, że relatywnie niski udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności gospodarstw domowych w Polsce utrzymuje się na bardzo stabilnym poziomie od wielu lat pomimo spadku stóp procentowych. Za najbardziej bezpieczne formy lokowania oszczędności na przestrzeni ostatnich lat Polacy niezmiennie uważają depozyty oraz gotówkę – ich łączny udział w oszczędnościach gospodarstw domowych wzrósł z 58% w 2013 r. do 72% w 2019 r.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Brymora

Dyrektor Wydziału

tel. (+48) 501 238 443

e-mail: krystian.brymora@bdm.pl

strategia, chemia, przemysł, energetyka**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji

tel. (+48) 666 073 972

e-mail: michal.fidelus@bdm.pl

banki, finanse**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji

tel. (+48) 668 516 977

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel, media**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji

tel. (+48) 516 086 705

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	6,20	-	-	24.03.2021	7:00 CEST	4,97	57 695

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC – średni ważony koszt kapitału
 CAGR – średnioroczny wzrost
 EPS – zysk netto na 1 akcję
 DPS – dywidenda na 1 akcję
 CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'21*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	9	82%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	9%	0	0%
Sprzedaj	1	9%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.03.2021 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 31.03.2021 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 23.03.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
 - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
 - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
 - Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.