

Quercus TFI

Trudniejsze otoczenie, ale wyniki wciąż bardzo dobre

Podwyższamy naszą 12M cenę docelową dla Quercus TFI do PLN 13.7/akcję z PLN 13.2 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Ostatnie wydarzenia na rynkach i zwiększona niepewność skutkowały wyraźnymi odpływami z funduszy zarówno na rynku jak i w Quercus TFI. Niemniej jednak, w 1Q26 spodziewamy się bardzo dobrych wyników spółki z wynikiem netto na poziomie PLN 14.8m (69% r/r). Podwyższamy nasze prognozy zysku o 26/15% w 2026/27e i zwracamy uwagę na nadchodzący skup akcji za PLN 55.7m (100% zysku jednostkowego). Biorąc pod uwagę wysoką rentowność, zdrową strukturę AUM, regularną dystrybucję zysków oraz perspektywy dla EPS, obecne wskaźniki wyceny na poziomie 9.8/10.6x 2026/27e P/E uważamy za niewymagające.

Bardzo dobre wyniki 1Q26 – Oczekujemy, że rosnąca opłata za zarządzanie oraz wysokie przychody z przyjm. zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa przełożą się na bardzo dobre wyniki – oczekujemy zysku netto Quercus TFI na poziomie PLN 14.8m (62% r/r), co jest historycznie najlepszym kwartałem (z wyłączeniem sezonowo wyższych 4Q).

Zmiana prognoz na 2026/27e – Utrzymujemy prognozy AUM bez większych zmian, ale dobre wyniki zarządzanych funduszy oraz wysoka success fee w 2H25 skłoniły nas do podwyższenia prognoz przychodów o 13% w 2026e oraz o 11% w 2027e. Przy podwyższonych prognozach kosztów (o 6/8% w 2026/27e) podnosimy prognozy zysku netto o 26% w 2026e (do PLN 54.3m) oraz o 15% w 2027e (do PLN 50.2m).

Skup akcji za PLN 55.7m – Spółka informowała, że planuje skup akcji za PLN 55.7m (100% jednostkowego zysku) po cenie PLN 13.0/akcję. Przypominamy, że nowy akcjonariusz Templeton Global Investors zobowiązał się nie brać udziału w skupie.

Trudne otoczenie rynkowe w marcu – Zawierania na rynkach zarówno akcji, jak i obligacji w marcu przełożyły się na wyraźne odpływy zarówno na całym rynku, jak i w Quercus TFI (PLN -234m wobec PLN +100m in Lut'26). O ile nadzieje na trwałe pokój wydają się obecnie scenariuszem bazowym, zwracamy uwagę, że dalsza eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie jest czynnikiem ryzyka na stóp zwrotu zarządzanych funduszy, napływów, AUM i wyników finansowych spółki.

Kluczowe ryzyka – Kluczowymi czynnikami ryzyka są zmiany regulacyjne, wyniki funduszy oraz zależność od trendów rynkowych.

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2024-2029e (PLNm)

	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	176.9	204.8	204.9	205.8	206.4	206.2
EBITDA	73.2	74.7	70.3	66.7	64.4	62.1
Zysk netto	43.2	60.2	54.3	50.2	47.0	44.7
- zmiana r/r (%)	40%	39%	-10%	-8%	-6%	-5%
Skup akcji (%)	4.9%	7.7%	10.5%	9.7%	9.0%	8.5%
P/E (x)	13.8	9.0	9.8	10.6	11.3	11.8
P/BV	5.3	4.5	3.3	3.3	3.2	3.2

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

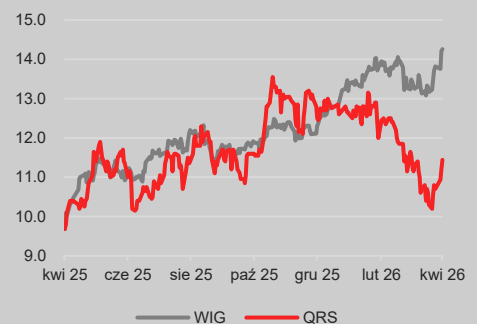
Kupuj (podtrzymana)

Cena docelowa **PLN 13.7**

Potencjał wzrostu **+20%**
 Cena z 9 kwietnia 2026 **PLN 11.44**

Rating ESG **B**
Ocena końcowa ESG **1.23**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 1Q26 **17 kwietnia**

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg **QRS PW**
 Free float (%) **50.7**
 MCAP (PLNm) **579**
 Liczba akcji (mn) **50.6**

Akcjonariusze Sebastian Buczek (oraz FR) **18.8%**
 Jakub Głowacki (oraz FR) **16.0%**
 NN OFE **7.4%**
 Franklin Templeton **7.1%**

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

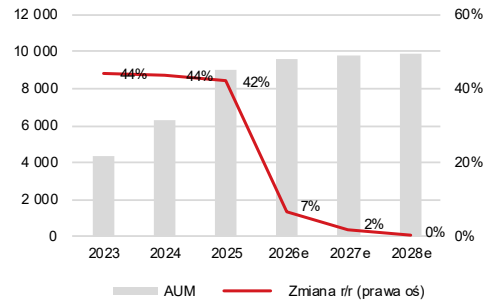
Kluczowe dane	3
Prognozy 1Q26	4
Zmiany prognoz na lata 2026-27e.....	5
Ostatnie wydarzenia	6
Wycena	7
Rating ESG	9
Prognozy finansowe.....	10
DISCLAIMER.....	13

Kluczowe dane

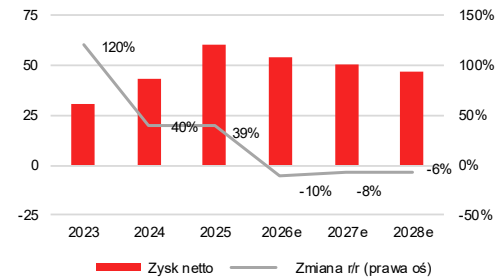
Rachunek wyników	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	176.9	204.8	204.9	205.8	206.4	206.2
- zarządzanie funduszami inw.	97.5	129.5	116.2	112.9	113.1	112.6
- przyjmowanie zleceń	51.5	65.7	75.3	82.1	82.2	82.3
Koszty ogółem	-107.3	-134.1	-138.7	-143.3	-146.1	-148.3
Koszty dystrybucji	-54.8	-73.3	-84.4	-86.8	-87.0	-86.4
Koszty świadczeń pracowniczych	-33.7	-40.1	-36.8	-38.3	-40.4	-42.6
Usługi obce	-6.3	-7.1	-7.9	-8.3	-8.5	-8.8
Pozostałe koszty operacyjne	-8.8	-9.6	-5.6	-5.8	-6.0	-6.3
Amortyzacja	-3.6	-4.0	-4.1	-4.1	-4.2	-4.2
EBIT	69.7	70.7	66.2	62.5	60.3	57.9
EBITDA	73.2	74.7	70.3	66.7	64.4	62.1
Przychody finansowe netto	-14.2	6.5	5.0	3.6	2.0	1.5
Zysk brutto	55.4	77.2	71.2	66.1	62.3	59.4
Podatek dochodowy	-10.8	-14.8	-13.5	-12.6	-11.8	-11.3
Zysk netto	44.7	62.5	57.7	53.6	50.4	48.1
Zysk netto akcj. jedn. domin.	43.2	60.2	54.3	50.2	47.0	44.7
Bilans	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Rzeczowe aktywa trwałe	6.3	9.4	9.8	10.3	10.9	11.8
Aktywa finansowe	39.8	39.0	42.4	46.0	49.8	53.7
Aktywa trwałe	57.6	61.7	65.5	69.5	74.0	78.8
Należności z tyt. dostaw i usług	34.0	37.9	38.6	39.4	40.2	41.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84.7	141.4	138.3	136.3	135.1	133.9
Aktywa obrotowe	134	182	179	178	178	177
Aktywa razem	192	243	245	248	252	256
Kapitał własny jedn. dom.	113.4	121.5	159.5	161.6	164.3	167.4
Rezerwy na zobowiązania	3.3	5.3	5.1	5.0	5.3	5.7
Leasing	1.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Zobowiązania długoterminowe	5.0	9.3	9.1	9.0	9.3	9.7
Zob. z tyt. dostaw i usług	3.4	42.3	5.0	5.0	5.0	5.0
Zob. wobec klientów	35.6	30.8	31.2	31.5	31.9	32.3
Zobowiązania krótkoterminowe	67.0	105.2	68.9	69.8	70.8	71.7
Pasywa razem	192	243	245	248	252	256
Rachunek przepływów pieniężnych	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk netto	43.2	60.2	54.3	50.2	47.0	44.7
Amortyzacja	3.6	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2
Koszty finansowe	25.9	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	-40.5	-5.1	-33.9	3.4	3.9	3.9
Przepływy z działalności operacyjnej	32.2	59.5	24.7	57.8	55.2	52.9
Nakłady inwestycyjne	-4.0	-4.3	-4.5	-4.6	-4.8	-5.0
Pozostałe	19.7	27.4	-3.4	-3.6	-3.8	-4.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	15.7	23.1	-7.8	-8.2	-8.6	-9.0
Emisja akcji	0.0	0.0	36.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabywanie akcji własnych	-29.2	-59.0	-55.7	-51.4	-47.8	-45.0
Pozostałe	-2.5	33.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	-31.7	-25.9	-20.0	-51.5	-47.9	-45.1
Środki pieniężne na początek okresu	68.5	84.7	141.4	138.3	136.3	135.1
Środki pieniężne na koniec okresu	84.7	141.4	138.3	136.3	135.1	133.9
Wybrane dane	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
AUM (PLNm)	6 343	9 021	9 650	9 814	9 859	9 891
Zmiana r/r (%)	44%	42%	7%	2%	0%	0%
Średnie AUM (PLNm)	5 376	7 682	9 336	9 732	9 836	9 875
Zmiana r/r (%)	51%	43%	22%	4%	1%	0%
ROE (%)	41%	51%	39%	31%	29%	27%
ROA (%)	22%	28%	22%	20%	19%	18%
Marża zysku netto (%)	24%	29%	26%	24%	23%	22%
Marża na średnich AUM (%)	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	94%	94%	89%	89%	89%	89%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	4.9%	7.7%	10.5%	9.7%	9.0%	8.5%
Liczba akcji (m)	52.1	47.6	46.3	46.3	46.3	46.3
P/E (x)	13.8	9.0	9.8	10.6	11.3	11.8
P/BV (x)	5.3	4.5	3.3	3.3	3.2	3.2

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

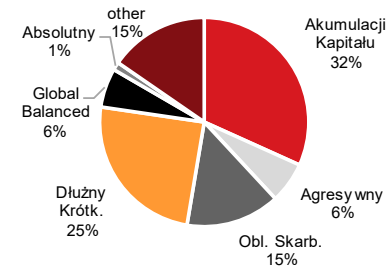
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



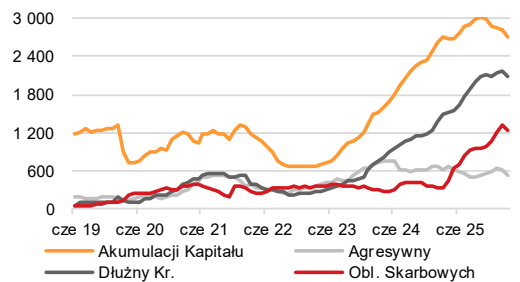
Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



Struktura aktywów (%)



Aktywa wybranych funduszy (PLNm)



Kluczowe ryzyka dla naszej wyceny oraz prognoz:

1) Zależność od trendów rynkowych – Bessa, lub nagłe zmiany na rynkach mogą negatywnie przełożyć się na stopy zwrotu zarządzanych funduszy, 2) Ryzyko stóp procentowych – Jeżeli stopy procentowe pozostaną wysokie przez dłuższy czas, klienci mogą być bardziej skłonni do lokowania oszczędności w depozyty i obligacje SP, 3) Ryzyko słabych wyników funduszy – Słabe stopy zwrotu zarządzanych funduszy mogą negatywnie przełożyć się zarówno na AUM, napływ oraz wyniki finansowe spółki, 4) Ryzyko regulacyjne – Zmiany regulacyjne mogą negatywnie przełożyć się na prowadzoną przez spółkę działalność, 5) Ryzyko dystrybucji – Zmiany w zakresie dostępności zewnętrznych sieci dystrybucyjnych mogą spowodować spadek zainteresowania ofertą zarządzanych funduszy, 6) Ryzyko odejścia personelu – Odejście kluczowych zarządzających może negatywnie przełożyć



Prognoza wyników 1Q26

Marzec był wymagającym miesiącem dla TFI ze względu na trudne otoczenie rynkowe zarówno na rynkach akcji, jak i obligacji oraz odpływy (PLN -234 mln w marcu w Quercus wobec PLN +128 mln w styczniu i PLN +100 mln w lutym). Niemniej jednak oczekujemy, że wyniki spółki w 1Q26 będą bardzo dobre. Zakładamy nie tylko wzrost opłaty za zarządzanie w związku wyższymi średnimi AUM i solidną raportowaną opłatą zmienną, ale także wysokie przychody z przyjmowania zleceń kupna/umorzenia tyt. uczestnictwa. Oczekujemy, że zysk netto w 1Q26 wyniesie PLN 14.8m, co będzie historycznie najlepszym dotychczas wynikiem spółki (z wyłączeniem sezonowo wyższych 4Q).

- Na koniec 1Q26 **AUM** Quercus TFI wyniosły PLN 8,981m (27% r/r, 0% kw/kw). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem rosnących aktywów *QRS Obligacji Skarbowych* (260% r/r), *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (42% r/r) oraz *QRS Global Balanced* (77% r/r). W ujęciu kwartalnym spadek AUM funduszy *QRS Akumulacji Kapitału* (-6% kw/kw), *QRS Silver* (-46% kw/kw) i *QRS Agresywny* (-8% kw/kw) został skompensowany rosnącymi AUM *QRS Obligacji Skarbowych* (15% kw/kw) oraz *QRS Global Balanced* (12% kw/kw).
- W 1Q26 **napływy netto** do funduszy Quercus TFI wyniosły PLN -6m (wobec PLN 453m w 1Q25 oraz PLN +1,663m w FY 2025).
- W 1Q26 oczekujemy, że **przychody z zarządzania** wzrosną do PLN 31.5m (47% r/r), na skutek rosnących średnich AUM (36% r/r, 4% kw/kw) oraz solidnych przychodów z opłaty zmiennej. Przy zakładanych dobrych przychodach z przyjmowania zleceń/umorzenia tyt. uczestnictwa, zakładamy, że przychody ogółem wzrosną o 44% r/r (-26% kw/kw) do PLN 51.8m.
- Oczekujemy **kosztów** na poziomie PLN 33.7m (30% r/r) **oraz przychodów finansowych netto** w wysokości PLN 1.2m (-12% kw/kw). W rezultacie, zakładamy, że zysk netto wyniesie PLN 14.8m (62% r/r, -39% kw/kw).

Quercus TFI – Kluczowe dane

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	r/r	kw/kw
Przychody	36.0	50.7	48.2	69.8	51.8	44%	-26%
Koszty ogółem	-26.0	-35.9	-31.5	-40.6	-33.7	30%	-17%
EBIT	10.0	14.9	16.7	29.2	18.1	81%	-38%
EBITDA	11.0	15.9	17.7	30.2	19.1	74%	-37%
Przychody finansowe netto	1.8	1.6	1.7	1.4	1.2	-33%	-12%
Wynik brutto	11.8	16.4	18.4	30.6	19.3	63%	-37%
Wynik netto	9.1	12.8	14.2	24.1	14.8	62%	-39%
AUM (eop)	7 085	7 592	8 606	9 021	8 981	27%	0%
AUM (średnie)	6 764	7 315	8 083	8 866	9 187	36%	4%

Source: Company, Pekao Equity Research



Zmiana prognoz na lata 2026-27e

Nie wprowadzamy istotnych zmian w naszych prognozach AUM, ale w związku z dobrymi wynikami zarządzanych funduszy i wyższym od oczekiwanego success fee wykazanym w 2H25, podwyższamy nasze szacunki przychodów o 13% w 2026 r. i o 11% w 2027 r. Przy jednoczesnym zwiększeniu prognoz kosztów (o 6/8% w 2026/27e), podnosimy nasze prognozy zysku netto o 26% w 2026e (do PLN 54.3m) i o 15% w 2027e (do PLN 50.2m).

- Biorąc pod uwagę trendy w zakresie AUM w ostatnich miesiącach (zasadniczo zgodne z oczekiwaniami), ale także mieszane trendy w napływach do funduszy, pozostawiamy nasze prognozy AUM na lata 2026/27e bez większych zmian (-1%).
- Wyższa od oczekiwanej opłata zmienna wykazana w 2H25 dzięki solidnym stopom zwrotu zarządzanych funduszy, skłoniła nas do zwiększenia szacunków przychodów ogółem o 13% w 2026 r. i o 11% w 2027 r.
- Ze względu na nieco wyższe od oczekiwanych koszty zaraportowane w 2H25, podwyższamy nasze prognozy kosztów ogółem o 6% w 2026e r. i o 8% w 2027 r. Jednocześnie nie wprowadzamy zmian w naszych prognozach przychodów finansowych netto.
- W efekcie powyższych zmian podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Quercus TFI o 26% w 2026 r. (do PLN 54.3m) oraz o 15% w 2027 r. (do PLN 50.2m).

Quercus TFI – Zmiana prognoz na lata 2025-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e			2027e		
	Poprzednie	Obecne	Zmiana %	Poprzednie	Obecne	Zmiana %
Przychody	181.6	204.9	13%	185.1	205.8	11%
Koszty ogółem	-131.5	-138.7	6%	-132.7	-143.3	8%
EBIT	50.2	66.2	32%	52.4	62.5	19%
EBITDA	55.1	70.3	28%	57.3	66.7	16%
Przychody finansowe netto	5.0	5.0	0%	3.6	3.6	0%
Zysk brutto	55.2	71.2	29%	56.0	66.1	18%
Zysk netto	44.7	57.7	29%	45.3	53.6	18%
Zysk netto (jedn. domin.)	43.0	54.3	26%	43.6	50.2	15%

AUM (na koniec okresu)	9 709	9 650	-1%	9 922	9 814	-1%
AUM (średnie)	9 086	9 336	3%	9 816	9 732	-1%

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem w marcu +27% r/r, -5% m/m

W marcu aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI wzrosły o 27% r/r (-5% m/m). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem rosnących AUM funduszy QRS *Obligacji Skarbowych* (260% r/r), QRS *Dłużny Krótkoterminowy* (42% r/r) oraz QRS *Global Balanced* (77% r/r). Spadek aktywów ogółem w ujęciu kwartalnym był efektem spadających AUM QRS *Akumulacji Kapitału* (-4% m/m), QRS *Agresywny* (-12% m/m), QRS *Dłużny Krótkoterminowy* (-3% m/m), QRS *Obligacji Skarbowych* (-6% m/m) oraz QRS *Silver* (-34% m/m).

Quercus TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Lis-25	Gru-25	Sty-26	Lut-26	Mar-26	r/r	m/m
FIO	7 930	7 999	8 214	8 373	7 905	30%	-6%
Absolute Return FIZ	20	18	19	19	16	-26%	-18%
Global Balanced Plus FIZ	51	52	53	54	62	43%	14%
Acer Multistrategy FIZ	144	145	150	183	177	20%	-3%
Multistrategy FIZ	54	57	57	56	54	-3%	-4%
Private Equity Multifund FIZ	3	3	3	3	3	-24%	-3%
Alphaset FIZ	231	244	272	272	260	14%	-4%
Asset Management	474	480	485	488	482	2%	-1%
TOTAL	9 016	9 021	9 277	9 471	8 981	27%	-5%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Połączenie z Templeton i emisja akcji

Na początku listopada 2025 r. NWZ Quercus TFI zatwierdziło połączenie z Templeton Asset Management Poland oraz emisję nowych akcji Franklin Templeton. W ramach połączenia spółka nabyła 611 354 akcji, a ponadto Franklin Templeton nabył 3 mln nowych akcji po cenie PLN 12.0/akcję.

Skup akcji za PLN 55.7m

Na konferencji po wynikach za 4Q25 spółka poinformowała, że planuje skup akcji własnych za PLN 55.7 (100% jednostkowego zysku netto za 2025 r.). Zgodnie z projektem uchwał na WZA skup ma nastąpić po cenie PLN 13.0 zł/akcję. Przypominamy, że nowy akcjonariusz Templeton Global Investors zobowiązał się nie brać udziału w skupie.



Wycena

Wyceny spółki Quercus TFI dokonujemy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę porównawczą. Przyjmując odpowiednio 70/30% wagi obu metod otrzymujemy cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 13.7/na akcję (20% potencjał wzrostu).

Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

DCF	13.7
Wycena porównawcza	13.7
Średnia ważona	13.7
Cena docelowa	13.7
Cena rynkowa	11.4
Potencjał wzrostu (%)	19.8%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.4% (4.0% w terminalu), premię za ryzyko 6.0% (5.0% w terminalu) oraz Beta 1.0. Przyjmujemy również stopę wzrostu (g) na poziomie 0%. Nasz model DCF implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 13.7/akcję.

Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Przychody	205	206	206	206	206	206	206
- zmiana r/r	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	66	63	60	58	55	52	52
- zmiana r/r	-6%	-6%	-4%	-4%	-5%	-6%	0%
Podatek	-13	-12	-12	-11	-10	-10	-10
NOPLAT	53	50	49	47	44	42	42
- zmiana r/r	-7%	-6%	-3%	-4%	-5%	-6%	0%
D&A	4	4	4	4	4	4	4
- zmiana r/r	14%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Capex	-4	-5	-5	-5	-5	-5	-5
- zmiana r/r	136%	4%	4%	4%	0%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	-38	-1	-1	0	0	0	0
FCF	15	49	47	46	44	41	41
DFCF	13	40	35	30	26	22	22
Suma zdysk. FCF	166						
Wartość rezydualna	473						
Zdyskontowana TV	253						
Enterprise value	419						
Dług netto (2025)	-141						
Mniejszości	7						
Equity value - Dec 31 2025	553						
Liczba akcji (m)*	46.3						
12M cena docelowa (PLN)	13.7						
Cena rynkowa (PLN) – 9 kwietnia 2026	11.4						
Potencjał wzrostu	20%						

* Z uwzględnieniem emisji 3m akcji dla Templeton oraz planowanego skupu akcji w 2026 r. Źródło: Pekao Equity Research



Quercus TFI – Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	8.7%
Koszt długu	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	7.0%
Koszt długu po podatku	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	5.7%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	8.7%

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wrażliwość wyceny DCF na stopę wolną od ryzyka oraz Beta

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
		2.4%	3.4%	4.4%	5.4%	6.4%	7.4%	8.4%
Beta	0.7	16.7	16.3	15.9	15.5	15.1	14.8	14.5
	0.8	15.9	15.5	15.2	14.8	14.5	14.2	13.9
	0.9	15.2	14.9	14.5	14.2	13.9	13.6	13.3
	1.0	14.6	14.3	13.9	13.7	13.4	13.1	12.9
	1.1	14.0	13.7	13.4	13.2	12.9	12.7	12.4
	1.2	13.5	13.2	13.0	12.7	12.5	12.3	12.1
	1.3	13.1	12.8	12.6	12.3	12.1	11.9	11.7

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wrażliwość wyceny of DCF na stopę wolną od ryzyka oraz premię za ryzyko

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
		2.4%	3.4%	4.4%	5.4%	6.4%	7.4%	8.4%
Premia za ryzyko	3%	15.8	15.4	15.0	14.7	14.3	14.0	13.7
	4%	15.3	15.0	14.6	14.3	14.0	13.7	13.4
	5%	15.0	14.6	14.3	14.0	13.7	13.4	13.1
	6%	14.6	14.3	13.9	13.7	13.4	13.1	12.9
	7%	14.2	13.9	13.6	13.4	13.1	12.8	12.6
	8%	13.9	13.6	13.3	13.1	12.8	12.6	12.3
	9%	13.6	13.3	13.0	12.8	12.6	12.3	12.1

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	2026e	2027e
Średnia spółek zagranicznych	13.1	11.7
Quercus C/Z	9.8	10.6
Premia/dyskonto do średniej	-25%	-10%
Implikowana wycena/akcję (PLN)	15.4	12.7
Waga	40%	60%
Wycena na akcję (PLN)	13.7	

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2026-2027e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 13.7/akcję.

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	Krej	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		DY	
				2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 746	55 497	34.5	27.8	1.9	2.1	7%	8%	8%	8%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	970	61 895	12.5	11.0	0.9	0.9	8%	9%	4%	6%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	3 258	193 938	6.7	5.7	1.3	1.2	27%	24%	6%	6%
SCHRODERS PLC	GB	10 688	836 268	15.1	14.2	2.0	1.9	13%	14%	4%	4%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	6 543	693 013	8.6	8.0	2.2	1.9	20%	18%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 032	738 685	11.0	10.0	na	na	6%	na	9%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	52 984	799 616	11.0	9.3	3.1	2.6	14%	14%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA	US	2 544	153 317	9.2	8.8	na	na	na	na	10%	10%
BLACKROCK INC	US	140 483	11 964 777	18.7	16.4	2.9	2.7	16%	17%	2%	2%
BLACKSTONE INC	US	124 232	1 086 369	18.1	15.1	7.5	6.6	45%	51%	5%	6%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	14 894	406 366	10.4	8.9	1.4	1.4	26%	28%	3%	3%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	11 090	1 413 017	9.2	8.3	0.6	0.6	10%	10%	4%	4%
KKR & CO INC	US	71 703	633 841	14.8	12.0	2.7	1.9	11%	11%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	17 100	1 512 989	9.4	9.5	1.8	1.8	19%	18%	6%	6%
PERPETUAL LTD	AU	1 136	12 014	9.1	10.3	1.1	1.1	13%	12%	7%	7%
AMP LTD	AU	1 999	na	11.6	10.9	0.8	0.8	7%	8%	3%	3%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 928	184 558	12.9	12.3	1.4	1.3	12%	11%	0%	4%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Rating ESG**Quercus TFI – Podsumowanie ratingu ESG**

	E	S	G
Wynik	0.88	1.40	1.36
Waga	30%	40%	30%
Wynik ESG	1.23		
Rating ESG	B		

Źródło: Pekao Equity Research

Zgodnie z naszą metodologią rating "B" implikuje 7.5% dyskonto w premii za ryzyko (jako % of RFR) w kalkulacji kosztu kapitału.

Quercus TFI – Metodologia ESG

	Wynik od:	do	Rating	WACC premia za ryzyko (%RFR)
Wynik ESG	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Źródło: Pekao Equity Research

Prognozy finansowe

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2023-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS skorygowany	0.6	0.8	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
Przychody	118.5	176.9	204.8	204.9	205.8	206.4	206.2
Marża zysku brutto	33%	31%	38%	35%	32%	30%	29%
EBIT	24.7	69.7	70.7	66.2	62.5	60.3	57.9
EBITDA	27.8	73.2	74.7	70.3	66.7	64.4	62.1
Wynik netto	31.0	43.2	60.2	54.3	50.2	47.0	44.7
Dług netto	-68.5	-84.7	-141.4	-138.3	-136.3	-135.1	-133.9
BPS	1.8	2.2	2.6	3.4	3.5	3.5	3.6
DPS	0.2	0.6	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0
ROE	34%	41%	51%	39%	31%	29%	27%
ROA	17%	22%	28%	22%	20%	19%	18%
D&A	3.1	3.6	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2
Free cash flow	-1.4	54.8	91.9	15.2	49.4	47.4	46.1
CAPEX	1.9	4.0	4.3	4.5	4.6	4.8	5.0

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – P&L, 2023-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	118.5	176.9	204.8	204.9	205.8	206.4	206.2
EBIT	24.7	69.7	70.7	66.2	62.5	60.3	57.9
EBITDA	27.8	73.2	74.7	70.3	66.7	64.4	62.1
Przychody finansowe netto	14.6	-14.2	6.5	5.0	3.6	2.0	1.5
Zysk brutto	39.3	55.4	77.2	71.2	66.1	62.3	59.4
Podatek dochodowy	-7.6	-10.8	-14.8	-13.5	-12.6	-11.8	-11.3
Zysk netto	31.7	44.7	62.5	57.7	53.6	50.4	48.1
Zysk netto akcj. jedn. domin.	31.0	43.2	60.2	54.3	50.2	47.0	44.7

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2023-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
AUM (PLNm)	4 409	6 343	9 021	9 650	9 814	9 859	9 891
Zmiana r/r (%)	44%	44%	42%	7%	2%	0%	0%
Średnie AUM (PLNm)	3 551	5 376	7 682	9 336	9 732	9 836	9 875
Zmiana r/r (%)	1%	51%	43%	22%	4%	1%	0%
Marża zysku netto (%)	26%	24%	29%	26%	24%	23%	22%
Marża na średnich AUM (%)	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
Stopa dywidendy (%)	2%	5%	8%	11%	10%	9%	8%
Liczba akcji (m)	55	52	48	46	46	46	46

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Bilans, 2023-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Rzeczowe aktywa trwałe	6.1	6.3	9.4	9.8	10.3	10.9	11.8
Aktywa finansowe	85.0	39.8	39.0	42.4	46.0	49.8	53.7
Aktywa trwałe	100.8	57.6	61.7	65.5	69.5	74.0	78.8
Należności z tyt. dostaw i usług	33.7	34.0	37.9	38.6	39.4	40.2	41.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	68.5	84.7	141.4	138.3	136.3	135.1	133.9
Aktywa obrotowe	103.7	134.1	181.7	179.4	178.2	177.7	177.4
Aktywa razem	204.5	191.7	243.4	244.8	247.7	251.7	256.1
Kapitał własny jedn. dom.	99.4	113.4	121.5	159.5	161.6	164.3	167.4
Rezerwy na zobowiązania	22.0	3.3	5.3	5.1	5.0	5.3	5.7
Leasing	3.0	1.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Zobowiązania długoterminowe	25.2	5.0	9.3	9.1	9.0	9.3	9.7
Zob. z tyt. dostaw i usług	4.1	3.4	42.3	5.0	5.0	5.0	5.0
Zob. wobec klientów	49.3	35.6	30.8	31.2	31.5	31.9	32.3
Zobowiązania krótkoterminowe	74.4	67.0	105.2	68.9	69.8	70.8	71.7
Pasywa razem	204.5	191.7	243.4	244.8	247.7	251.7	256.1

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Cash flow, 2023-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk netto	31.0	43.2	60.2	54.3	50.2	47.0	44.7
Amortyzacja	3.1	3.6	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2
Koszty finansowe	0.2	25.9	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	-8.3	-40.5	-5.1	-33.9	3.4	3.9	3.9
Przepływy z działalności operacyjnej	26.0	32.2	59.5	24.7	57.8	55.2	52.9
Wpływy ze sprzedaży aktywów fin.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nakłady inwestycyjne	-1.9	-4.0	-4.3	-4.5	-4.6	-4.8	-5.0
Wydatki na aktywa finansowe	0.8	19.7	27.4	-3.4	-3.6	-3.8	-4.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1.1	15.7	23.1	-7.8	-8.2	-8.6	-9.0
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	36.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-12.7	-29.2	-59.0	-55.7	-51.4	-47.8	-45.0
Pozostałe	-1.9	-2.5	33.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	-14.5	-31.7	-25.9	-20.0	-51.5	-47.9	-45.1
Środki pieniężne na początek okresu	58.2	68.5	84.7	141.4	138.3	136.3	135.1
Środki pieniężne na koniec okresu	68.5	84.7	141.4	138.3	136.3	135.1	133.9

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 13 KWIETNIA O GODZ. 07:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 13 KWIETNIA 2026 O GODZ. 07:40 CET.

PRZED PUBLIKACJĄ TREŚĆ RAPORTU NIE BYŁA UDOSTĘPNIANA ŻADNEMU Z PODMIOTÓW, KTÓRYCH DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

UJAWNIA W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Michał Fidelus	Ekspert, Analityk	Quercus TFI	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawarze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczone w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

Modele dyskontowe charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

Analiza porównawcza oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

Metody oparte o wyceny wartości aktywów mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnęte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

Zastrzeżone: rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgową” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy