

Quercus TFI

W pełni wykorzystując sprzyjające warunki

Podwyższamy naszą 12M cenę docelową dla Quercus TFI do PLN 6.7/akcję i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Uważamy, że pomimo silnego wzrostu kursu akcji w ostatnich miesiącach wskaźniki wyceny spółki są wciąż niewymagające biorąc pod uwagę oczekiwaną ścieżkę zysków oraz regularną i stabilną dywidendę/buy-back. Jednocześnie spółka znacząco powiększa aktywa pod zarządzaniem (44% r/r w 2023) na skutek bardzo dobrych wyników inwestycyjnych oraz napływów (PLN 693m). Spodziewamy się wysokich zysków w 4Q23, ale także w 2024 r.

Dobre wyniki w 4Q23e... – W 4Q23 AUM wzrosły o 15% kw/kw na skutek dobrych wyników inwestycyjnych oraz wysokich napływów. W rezultacie, wyniki spółki w 4Q23 będą wspierane nie tylko przez rosnącą opłatę stałą, ale także wysokie success fee (PLN 16.6m).

...ale także w 2024e – Szybszy niż oczekiwany wzrost aktywów pod zarządzaniem, wyższe napływy oraz lepsze stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia prognoz AUM o 7/4% w 2024/25e. Jednocześnie wyższa oczekiwana opłata zmienna oraz nieznacznie wyższe koszty, skłoniły nas do podwyższenia prognoz zysku netto o 37% w 2024e oraz o 28% w 2025e.

Rosnące AUM, wysokie napływy – W styczniu 2024 r. AUM Quercus TFI wzrosły o 45% r/r (4% m/m), a napływy netto wyniosły PLN 158m (wobec PLN 693m w 2023). Uważamy, że sprzyjające rynki finansowe oraz dobre wyniki zarządzanych funduszy powinny w dalszym ciągu wspierać wzrost aktywów pod zarządzaniem i wyniki także w 2024/25e.

Dystrybucja zysków – Quercus TFI zwykle przeznaczają do 100% zysków na dywidendę/skup akcji. Z zysków za 2023/24e oczekujemy 95% wskaźnika wypłaty/buy-back-u oraz 8.7% stopy dywidendy.

Wycena wciąż niewymagająca – Na naszych prognozach Quercus TFI jest notowany na 11.2/12.4x 2024/25e P/E, z odpowiednio 14% dyskontem oraz 4% premią do spółek porównywalnych. W świetle oczekiwanej ścieżki zysków oraz regularnej i wysokiej dywidendy (skupu akcji) uważamy obecną wycenę za niewymagającą.

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

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2021-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Revenues	83.0	93.1	118.2	130.9	133.5	134.5
EBITDA	27.1	19.2	29.5	32.7	30.8	28.5
Net profit	25.1	14.1	28.6	28.4	25.7	23.1
- y/y change (%)	40%	-44%	103%	-1%	-9%	-10%
DY/buy-back (%)	5.3%	6.8%	4.0%	8.7%	8.7%	7.9%
P/E (x)	13.5	23.2	11.2	11.2	12.4	13.8
P/BV	3.8	4.0	3.3	3.2	3.3	3.3

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

Kupuj (raport aktualizujący)

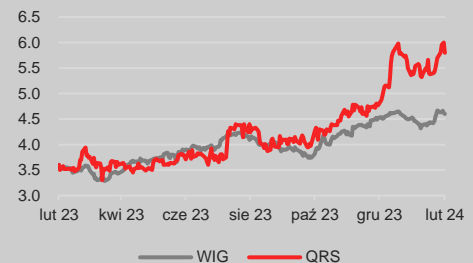
Cena docelowa
PLN 6.7
Potencjał wzrostu
+16%

Cena z 14 lutego 2024

PLN 5.78

Rating ESG
B
Ocena końcowa ESG
1.14

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 4Q23

22 Marca

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	QRS PW
Free float (%)	42.3
MCAP (PLNm)	319
Liczba akcji (mn)	55.2

Akcjonariusze

Sebastian i Anna Buczek	18.2%
Jakub Głowacki	17.1%
Betpay Capital Sp. z o.o.	9.3%
OFE NN	7.2%
Q1 FIZ	5.9%
Other	42.3%

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

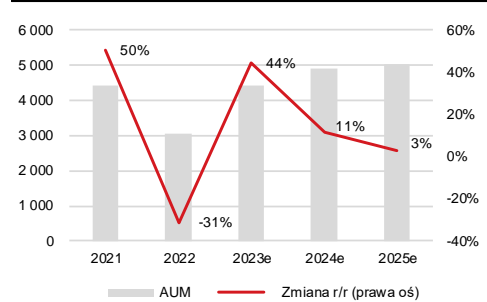
Kluczowe dane	3
Prognoza wyników na 4Q23e	4
Zmiany prognoz na lata 2024-25e.....	5
Ostatnie wydarzenia	6
Wycena	7
Rating ESG	9
Prognozy finansowe.....	10
DISCLAIMER	12

Kluczowe dane

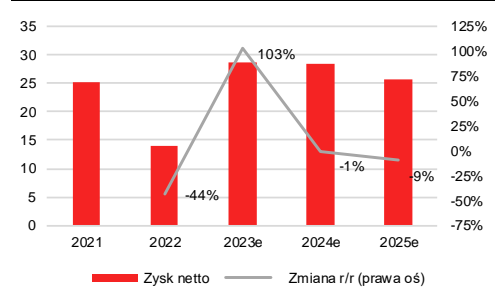
Rachunek wyników	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	83.0	93.1	118.2	130.9	133.5	134.5
- zarządzanie funduszami inwestycji	54.1	47.4	51.8	68.5	72.1	73.7
- przyjmowanie zleceń kupna/umarcz	7.8	39.0	41.8	45.5	45.6	46.1
Koszty ogółem	-57.5	-78.1	-92.4	-102.3	-106.9	-110.4
Koszty dystrybucji	-24.0	-37.3	-39.9	-46.9	-48.0	-47.9
Koszty świadczeń pracowniczych	-19.2	-20.8	-29.4	-30.5	-32.9	-35.9
Usługi obce	-2.5	-6.1	-6.3	-6.9	-7.5	-7.8
Pozostałe koszty operacyjne	-10.2	-9.6	-13.1	-13.9	-14.3	-14.5
Amortyzacja	-1.6	-4.3	-3.7	-4.1	-4.2	-4.4
EBIT	25.6	14.9	25.7	28.6	26.6	24.1
EBITDA	27.1	19.2	29.5	32.7	30.8	28.5
Przychody finansowe netto	5.0	2.8	10.5	7.4	6.1	5.4
Zysk brutto	30.5	17.7	36.2	36.0	32.7	29.5
Podatek dochodowy	-5.4	-3.0	-7.0	-6.8	-6.2	-5.6
Zysk netto	25.1	14.7	29.2	29.2	26.5	23.9
Zysk netto akcj. jedn. domin.	25.1	14.1	28.6	28.4	25.7	23.1
Bilans	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Rzeczowe aktywa trwale	4.7	5.9	5.7	5.4	5.3	5.2
Aktywa finansowe	66.9	72.9	75.1	78.6	83.5	90.3
Aktywa trwałe	82.0	88.1	90.1	93.4	98.0	104.8
Należności z tyt. dostaw i usług	29.7	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	80.7	58.2	72.8	72.4	66.2	59.0
Aktywa obrotowe	114	70	85	84	78	71
Aktywa razem	196	158	175	178	176	176
Kapitał własny jedn. dom.	89.6	81.1	97.7	99.1	97.9	96.6
Rezerwy na zobowiązania	15.1	15.1	15.4	15.7	15.5	15.7
Leasing	1.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Zobowiązania długoterminowe	16.7	18.7	19.0	19.3	19.1	19.3
Zob. z tyt. dostaw i usług	2.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Zob. wobec klientów	68.9	39.8	39.4	40.4	40.0	40.5
Zobowiązania krótkoterminowe	89.9	53.0	52.7	53.9	53.7	54.3
Pasywa razem	196	158	175	178	176	176
Rachunek przepływów pieniężnych	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Zysk netto	25.1	14.7	28.6	28.4	25.7	23.1
Amortyzacja	1.6	4.3	3.7	4.1	4.2	4.4
Koszty finansowe	0.3	0.2	0.5	0.8	0.1	0.1
Pozostałe	-14.2	-20.3	0.6	2.1	0.2	1.5
Przepływy z działalności operacyjnej	12.8	-1.1	33.4	35.4	30.3	29.1
Wpływy ze sprzedaży aktywów finanso	15.0	7.9	5.0	5.0	5.0	5.0
Nakłady inwestycyjne	-0.7	-1.5	-2.1	-2.3	-2.5	-2.8
Pozostałe	35.1	-3.0	-8.5	-9.9	-11.2	-13.2
Przepływy z działalności inwestycyjn	49.4	3.4	-5.6	-7.2	-8.8	-11.0
Emisja akcji	22.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-17.9	-22.3	-12.6	-27.8	-27.7	-25.2
Pozostałe	-0.8	-2.5	-0.5	-0.8	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	3.8	-24.9	-13.1	-28.6	-27.8	-25.3
Środki pieniężne na początek okresu	14.8	80.7	58.2	72.8	72.4	66.2
Środki pieniężne na koniec okresu	80.7	58.2	72.8	72.4	66.2	59.0
Wybrane dane	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
AUM (PLNm)	4 438	3 054	4 409	4 915	5 044	5 119
Zmiana r/r (%)	50%	-31%	44%	11%	3%	1%
Średnie AUM (PLNm)	3 682	3 512	3 551	4 662	4 979	5 081
Zmiana r/r (%)	48%	-5%	1%	31%	7%	2%
ROE (%)	28%	17%	32%	29%	26%	24%
ROA (%)	18%	8%	17%	16%	15%	13%
Marża zysku netto (%)	30%	15%	24%	22%	19%	17%
Marża na średnich AUM (%)	1%	0%	1%	1%	1%	0%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	100%	89%	86%	95%	95%	95%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	5.3%	6.8%	4.0%	8.7%	8.7%	7.9%
Liczba akcji (m)	58.8	56.5	55.2	55.2	55.2	55.2
P/E (x)	13.5	23.2	11.2	11.2	12.4	13.8
P/BV (x)	3.8	4.0	3.3	3.2	3.3	3.3

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

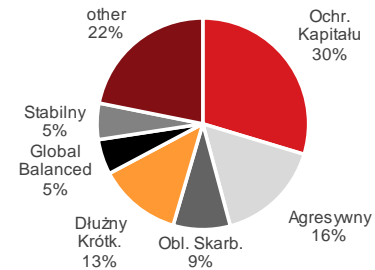
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



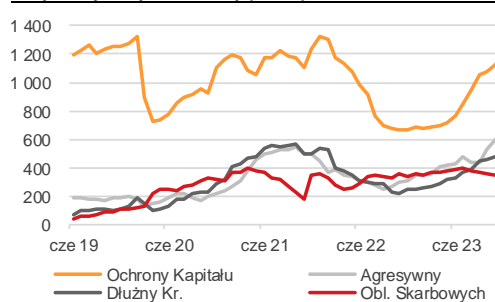
Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



Struktura aktywów (%), Sierpień 2023



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 w wysokim poziomie 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, napływy oraz w wyniki finansowe spółki, 4) Ryzyko regulacyjne – Zmiany regulacyjne mogą negatywnie przełożyć się na prowadzoną przez spółkę działalność, 5) Ryzyko dystrybucji – Zmiany w zakresie dostępności zew. sieci dystrybucyjnych mogą spowodować spadek zainteresowania ofertą zarządzanych funduszy, 6) Ryzyko odejścia personelu – Odejście kluczowych zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy, AUM oraz napływy.



Prognoza wyników na 4Q23e

W 4Q23 aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI kontynuowały wzrost (15% kw/kw) na skutek bardzo dobrych wyników inwestycyjnych zarządzanych funduszy oraz wysokich napływów. W rezultacie, oczekujemy, że wyniki spółki w 4Q23 będą wspierane nie tylko przez rosnącą opłatą stałą za zarządzanie, ale także przez wysokie przychody z tytułu opłaty zmiennej. Spodziewamy się, że zysk netto Quercus TFI wyniesie PLN 16.6m (122% r/r) w 4Q23 oraz PLN 28.6m (+103% r/r) w całym 2023 r.

- Na koniec 4Q23 **aktywa pod zarządzaniem** Quercus TFI wzrosły do PLN 4,409 (44% r/r, 15% kw/kw). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem rosnących AUM funduszy QRS Ochrony Kapitału (82% r/r), QRS Agresywny (111% r/r) oraz QRS Dłużny Krótkoterminowy (110% r/r). Wzrost w ujęciu kwartalnym był efektem rosnących AUM funduszy QRS Ochrony Kapitału (14% kw/kw) oraz QRS Agresywny (50% kw/kw).
- W 4Q23 **napływy netto** do funduszy Quercus TFI wyniosły PLN +261m (wobec PLN 331m w 3Q23 oraz PLN -114m w 4Q22). W całym 2023 r. saldo nabyć u umorzeń wyniosło PLN +693m wobec PLN -1,167m w 2022.
- Spodziewamy się, że w 4Q23 przychody z **opłaty za zarządzanie** wzrosną do PLN 15.6m (12% kw/kw) wspierane przez rosnące średnie AUM (44% r/r, 15% kw/kw). Zakładamy średnią marżę na aktywach na poziomie 1.50% (wobec 1.49% w 3Q23). Oczekujemy także PLN 21m **opłaty zmiennej** (wobec PLN 17.1m należności warunkowych na koniec 9M23).
- Przy zakładanym wzroście **kosztów** o 39% kw/kw (głównie na skutek wzrostu kosztów osobowych) oraz nieznacznie niższych przychodach finansowych netto oczekujemy, że **zysk netto** Quercus TFI w 4Q23 wyniesie PLN 16.6m (257% kw/kw).

Quercus TFI – Wyniki finansowe, 4Q22-4Q23e (PLNm)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23e	r/r	kw/kw
Przychody	19.8	20.9	23.8	25.2	48.3	144%	92%
EBIT	6.1	1.1	2.6	3.7	18.4	204%	404%
EBITDA	7.0	2.0	3.5	4.6	19.4	178%	324%
Zysk brutto	8.8	4.2	5.2	6.1	20.7	135%	239%
Zysk netto	7.5	3.3	4.0	4.7	16.6	122%	257%
AUM (na koniec roku)	3 054	3 187	3 441	3 821	4 409	44%	15%
AUM (średnie)	2 969	3 129	3 296	3 653	4 073	37%	11%

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – AUM, 4Q22-4Q23e (PLNm)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	r/r	kw/kw
QRS Ochrony Kapitału	663	684	762	1 054	1 204	82%	14%
QRS Agresywny	311	354	431	438	656	111%	50%
QRS Dłużny Krótkoterminowy	246	271	328	447	516	110%	15%
QRS Obligacji Skarbowych	342	363	385	367	354	4%	-4%
QRS Global Balanced	258	247	228	226	218	-15%	-3%
QRS Stabilny	181	203	213	208	225	24%	9%
Alphaset FIZ	142	145	161	176	184	30%	5%
Pozostałe	911	920	933	905	1 051	15%	16%
Total	3 054	3 187	3 441	3 821	4 409	44%	15%

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



Zmiana prognoz na lata 2024-25e

Szybszy niż oczekiwany wzrost aktywów pod zarządzaniem, a także wyższe napływy oraz bardzo dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz AUM w Quercus TFI o 7% w 2024e oraz o 4% w 2025e. Powyższe, w połączeniu z lepszym oczekiwanym poziomem przychodów z opłaty zmiennej oraz brakiem znaczących zmian w poziomie oczekiwaniach kosztów oraz przychodów finansowych netto skłoniło nas do podniesienia naszych prognoz zysku netto Quercus TFI o 37% w 2024e (do PLN 28.4m) oraz o 28% w 2025e (do PLN 25.7m).

- Szybszy niż oczekiwany wzrost aktywów pod zarządzaniem, a także wyższe napływy oraz bardzo dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz AUM w Quercus TFI o 7% w 2024e oraz o 4% w 2025e. Przy jednocześnie wyższych oczekiwanych przychodach z opłaty zmiennej podnosimy nasze prognozy przychodów ogółem o 10/7% w 2024/25e.
- Przy braku znaczących zmian w poziomie oczekiwanych kosztów podwyższamy nasze szacunki EBITDA o 44/31% w 2024/25e. Podnosimy także nasze prognozy zysku netto Quercus TFI o 37% w 2024e (do PLN 28.4m) oraz o 28% w 2025e (do PLN 25.7m).

Quercus TFI – Zmiana prognoz na lata 2023-2025e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023e			2024e			2025e		
	Poprzednie	Obecne	Zmiana %	Poprzednie	Obecne	Zmiana %	Poprzednie	Obecne	Zmiana %
Przychody	109.3	118.2	8%	119.4	130.9	10%	125.0	133.5	7%
Koszty ogółem	-89.5	-92.4	3%	-100.4	-102.3	2%	-105.3	-106.9	2%
EBIT	19.8	25.7	30%	19.0	28.6	50%	19.7	26.6	35%
EBITDA	23.4	29.5	26%	22.7	32.7	44%	23.5	30.8	31%
Przychody finansowe netto	10.3	10.5	2%	7.4	7.4	1%	6.1	6.1	1%
Zysk brutto	30.0	36.2	21%	26.4	36.0	37%	25.7	32.7	27%
Zysk netto	24.3	29.2	20%	21.3	29.2	37%	20.8	26.5	27%
Zysk netto akcj. jedn. domin.	23.7	28.6	21%	20.7	28.4	37%	20.2	25.7	28%
AUM (na koniec okresu)	3 911	4 409	13%	4 603	4 915	7%	4 827	5 044	4%
AUM (średnie)	3 482	3 551	2%	4 257	4 662	10%	4 715	4 979	6%

Źródło: Prognozy Pekao Equity Research



Ostatnie wydarzenia

Propozycja konsolidacji rynku ze strony Quercus TFI

W styczniu 2024 r. dziennik Puls Biznesu informował, że Quercus TFI złożył propozycję konsolidacji przez przejęcie spółkom Skarbiec TFI oraz Esaliens TFI. Według Pulsu Biznesu Quercus zaproponował parytet wymiany akcji na poziomie 2.8 akcji Quercus TFI za 1 akcją Skarbca oraz 3.3 akcje Quercus TFI za 1 akcją Esaliens TFI, co miało implikować wycenę (w tamtym czasie) Quercus TFI, Skarbiec TFI oraz Esaliens TFI na poziomie odpowiednio PLN 320/114/97m. Po konsolidacji Quercus TFI miał dysponować aktywami pod zarządzaniem w wysokości PLN 11.1mld wobec PLN 3.8 mld w listopadzie 2023 r. oraz wobec AUM Skarbiec TFI/Esaliens TFI w wysokości odpowiednio PLN 3.9/3.4 mld.

W oświadczeniu opublikowanym jeszcze tego samego dnia Skarbiec Holding poinformował, że nie prowadzi rozmów w sprawie ewentualnej konsolidacji z Quercus TFI, a wspomniany parytet wymiany akcji nie odzwierciedla wartości Skarbiec Holding ani jego potencjału rozwoju.

Aktywa pod zarządzaniem w styczniu w górę 45% r/r, 4% m/m

W styczniu 2024 r. aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI zwiększyły się o 45% r/r (4% m/m). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem wyższych AUM funduszy QRS Ochrony Kapitału (95% r/r), QRS Dłużny Krótkoterminowy (143% r/r) oraz QRS Agresywny (89% r/r).

Skarbiec TFI – AUM

PLNm unless otherwise stated

	Wrz-23	Paź-23	Lis-23	Gru-23	Sty-24	r/r	m/m
FIO	3 103	3 212	3 410	3 605	3 766	50%	4%
QRS Absolute Return FIZ	46	46	46	53	53	25%	0%
QRS Global Balanced Plus FIZ	45	44	46	48	48	-4%	0%
Acer Aggressive FIZ	63	75	75	83	83	33%	0%
QUERCUS Multistrategy FIZ	59	59	60	63	60	-2%	-4%
Private Equity Multifund FIZ	6	5	5	5	5	-28%	0%
Alphaset FIZ	176	162	162	184	203	53%	10%
Asset Management	302	302	312	347	348	27%	0%
Razem	3 821	3 926	4 137	4 409	4 587	45%	4%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Wycena

Wyceny spółki Quercus TFI dokonujemy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę porównawczą. Przyjmując odpowiednio 80/20% wagi obu metod otrzymujemy cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 6.7/na akcję (16% potencjał wzrostu).

Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

DCF	6.7
Wycena porównawcza	6.5
Średnia ważona	6.7
Cena docelowa	6.7
Cena rynkowa	5.8
Potencjał wzrostu (%)	16%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.5% (4.0% w terminalu), premię za ryzyko 6.0% (5.0% w terminalu) oraz Beta 1.0. Przyjmujemy również stopę wzrostu (g) na poziomie 3%. Nasz model DCF implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 6.7/akcję.

Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2024e	2025e	2026e	2027e	2027e	2028e	Terminal
Przychody	131	134	135	137	140	143	143
- zmiana r/r	11%	2%	1%	2%	2%	2%	2%
EBIT	29	27	24	25	25	26	26
- zmiana r/r	11%	-7%	-9%	2%	2%	2%	2%
Podatek	-6	-5	-5	-5	-5	-5	-5
NOPLAT	23	22	20	20	20	21	21
- zmiana r/r	11%	-6%	-9%	2%	2%	2%	2%
D&A	4	4	4	4	4	4	4
- zmiana r/r	10%	3%	3%	0%	0%	0%	0%
Capex	-2	-3	-3	-4	-4	-4	-4
- zmiana r/r	10%	10%	10%	56%	0%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	0	0	0	0	0	0	0
FCF	25	23	21	20	20	21	21
DFCF	23	19	16	13	12	11	12
Suma zdyskontowanych FCF	95						
Wartość rezydualna	375						
Zdysk. wartość rezydualna	209						
Enterprise value	304						
Dług netto (2023e)	-73						
Mniejszości	5						
Equity value	371						
Liczba akcji (m)	55.2						
Cena docelowa (PLN)	6.7						
Cena rynkowa (PLN) – 14 lutego 2024	5.8						
Potencjał wzrostu	16%						

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kalkulacja WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2027e	2028e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	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	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	8.7%
Koszt długu	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	7.0%
Koszt długu po podatku	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	5.7%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	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 (%)						
		2.5%	3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
Beta	0.7	9.4	9.1	8.8	8.5	8.2	8.0	7.7
	0.8	8.6	8.3	8.0	7.8	7.6	7.3	7.1
	0.9	7.9	7.7	7.4	7.2	7.0	6.8	6.6
	1.0	7.3	7.1	6.9	6.7	6.5	6.4	6.2
	1.1	6.9	6.7	6.5	6.3	6.2	6.0	5.8
	1.2	6.5	6.3	6.1	6.0	5.8	5.7	5.5
	1.3	6.1	6.0	5.8	5.7	5.5	5.4	5.3

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 (%)						
		2.5%	3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
Premia za ryzyko	3%	8.1	7.9	7.6	7.4	7.2	7.0	6.8
	4%	7.8	7.6	7.4	7.2	7.0	6.8	6.6
	5%	7.6	7.4	7.1	6.9	6.7	6.6	6.4
	6%	7.3	7.1	6.9	6.7	6.5	6.4	6.2
	7%	7.1	6.9	6.7	6.5	6.4	6.2	6.0
	8%	6.9	6.7	6.5	6.3	6.2	6.0	5.9
	9%	6.7	6.5	6.3	6.2	6.0	5.8	5.7

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	2024e	2025e
Średnia spółek zagranicznych	13.1	11.9
Quercus C/Z	11.1	12.4
Premia/dyskonto do średniej	-14%	4%
Implikowana wycena	6.8	6.1
Waga	60%	40%
Wycena		6.5

Źródło: Pekao Equity Research



Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2024-2025e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 6.5/akcję.

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	Country	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Dividend yield	
				2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 834	51 246	18.3	19.2	1.7	1.8	10%	10%	8%	8%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	4 606	156 067	12.7	13.0	5.2	4.8	40%	36%	5%	6%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	543	56 701	10.3	11.2	0.5	0.5	5%	5%	6%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	3 309	133 788	7.0	6.0	1.3	1.2	21%	23%	6%	6%
SCHRODERS PLC	GB	7 535	696 332	11.2	10.2	1.4	1.3	12%	13%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 865	608 008	7.3	7.0	1.4	1.3	18%	17%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	US	3 576	655 459	11.2	9.8	na	na	7%	9%	9%	11%
APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC	US	58 288	588 192	13.0	11.2	3.6	2.7	43%	28%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	US	3 093	135 726	13.0	11.8	na	na	na	na	7%	7%
BLACKROCK INC	US	108 858	9 046 452	19.4	17.1	2.8	2.6	15%	16%	3%	3%
BLACKSTONE INC	US	142 247	940 159	23.6	19.5	11.4	10.5	57%	63%	3%	4%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	14 628	385 027	10.9	9.6	2.2	1.9	23%	25%	4%	4%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	12 945	1 299 111	9.1	8.2	0.5	0.5	6%	7%	6%	6%
KKR & CO INC	US	79 289	499 639	19.3	15.8	2.8	2.4	17%	17%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	21 913	1 305 586	13.4	13.2	2.4	2.4	17%	18%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 714	11 300	12.8	11.7	1.2	1.2	9%	10%	6%	6%
AMP LTD	AU	1 775	94 859	14.6	11.6	0.7	0.7	6%	7%	4%	6%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	900	180 194	8.5	8.4	0.7	0.7	8%	9%	7%	8%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Rating ESG

Quercus TFI – Podsumowanie ratingu ESG

	E	S	G
Wynik	0.80	1.21	1.38
Waga	30%	40%	30%
Wynik ESG	1.14		
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, 2021-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS skorygowany	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5	0.4
Przychody	83.0	93.1	118.2	130.9	133.5	134.5
Marża zysku brutto	37%	19%	31%	28%	25%	22%
EBIT	25.6	14.9	25.7	28.6	26.6	24.1
EBITDA	27.1	19.2	29.5	32.7	30.8	28.5
Wynik netto	25.1	14.1	28.6	28.4	25.7	23.1
Dług netto	-80.7	-48.4	-72.8	-72.4	-66.2	-59.0
BPS	1.5	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8
DPS	0.3	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5
ROE	28%	17%	32%	29%	26%	24%
ROA	18%	8%	17%	16%	15%	13%
D&A	1.6	4.3	3.7	4.1	4.2	4.4
Free cash flow	13.6	35.0	22.4	24.9	23.2	21.1
CAPEX	0.7	1.5	2.1	2.3	2.5	2.8

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – P&L, 2021-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	83.0	93.1	118.2	130.9	133.5	134.5
EBIT	25.6	14.9	25.7	28.6	26.6	24.1
EBITDA	27.1	19.2	29.5	32.7	30.8	28.5
Przychody finansowe netto	5.0	2.8	10.5	7.4	6.1	5.4
Zysk brutto	30.5	17.7	36.2	36.0	32.7	29.5
Podatek dochodowy	-5.4	-3.0	-7.0	-6.8	-6.2	-5.6
Zysk netto	25.1	14.7	29.2	29.2	26.5	23.9
Zysk netto akcj. jedn. domin.	25.1	14.1	28.6	28.4	25.7	23.1

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2021-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
AUM (PLNm)	4 438	3 054	4 409	4 915	5 044	5 119
Zmiana r/r (%)	50%	-31%	44%	11%	3%	1%
Średnie AUM (PLNm)	3 682	3 512	3 551	4 662	4 979	5 081
Zmiana r/r (%)	48%	-5%	1%	31%	7%	2%
Marża zysku netto (%)	30%	15%	24%	22%	19%	17%
Marża na średnich AUM (%)	1%	0%	1%	1%	1%	0%
Stopa dywidendy (%)	5%	7%	4%	9%	9%	8%
Liczba akcji (m)	59	56	55	55	55	55

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Bilans, 2021-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Rzeczowe aktywa trwałe	4.7	5.9	5.7	5.4	5.3	5.2
Aktywa finansowe	66.9	72.9	75.1	78.6	83.5	90.3
Aktywa trwałe	82.0	88.1	90.1	93.4	98.0	104.8
Należności z tyt. dostaw i usług	29.7	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	80.7	58.2	72.8	72.4	66.2	59.0
Aktywa obrotowe	114.2	69.9	84.6	84.2	77.9	70.7
Aktywa razem	196.2	158.0	174.7	177.5	175.9	175.5
Kapitał własny jedn. dom.	89.6	81.1	97.7	99.1	97.9	96.6
Rezerwy na zobowiązania	15.1	15.1	15.4	15.7	15.5	15.7
Leasing	1.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Zobowiązania długoterminowe	16.7	18.7	19.0	19.3	19.1	19.3
Zob. z tyt. dostaw i usług	2.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Zob. wobec klientów	68.9	39.8	39.4	40.4	40.0	40.5
Zobowiązania krótkoterminowe	89.9	53.0	52.7	53.9	53.7	54.3
Pasywa razem	196.2	158.0	174.7	177.5	175.9	175.5

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Cash flow, 2021-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Zysk netto	25.1	14.7	28.6	28.4	25.7	23.1
Amortyzacja	1.6	4.3	3.7	4.1	4.2	4.4
Koszty finansowe	0.3	0.2	0.5	0.8	0.1	0.1
Pozostałe	-14.2	-20.3	0.6	2.1	0.2	1.5
Przepływy z działalności operacyjnej	12.8	-1.1	33.4	35.4	30.3	29.1
Wpływy ze sprzedaży aktywów fin.	15.0	7.9	5.0	5.0	5.0	5.0
Nakłady inwestycyjne	-0.7	-1.5	-2.1	-2.3	-2.5	-2.8
Wydatki na aktywa finansowe	35.1	-3.0	-8.5	-9.9	-11.2	-13.2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	49.4	3.4	-5.6	-7.2	-8.8	-11.0
Emisja akcji	22.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-17.9	-22.3	-12.6	-27.8	-27.7	-25.2
Pozostałe	-0.8	-2.5	-0.5	-0.8	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	3.8	-24.9	-13.1	-28.6	-27.8	-25.3
Środki pieniężne na początek okresu	14.8	80.7	58.2	72.8	72.4	66.2
Środki pieniężne na koniec okresu	80.7	58.2	72.8	72.4	66.2	59.0

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 15 LUTEGO O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 16 LUTEGO 2024 O GODZ. 07:30 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. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 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.

UJAWNIEŃ 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 zawrze 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 osiągnięte 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) wyliczony 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