

Quercus TFI

Wciąż do przodu

Podwyższamy naszą 12M cenę dla Quercus TFI do PLN 8.6/akcję z PLN 7.5 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Quercus pokazał bardzo dobre wyniki za 2Q24 i kontynuuje 3-4% miesięczny wzrost aktywów pod zarządzaniem dzięki dobrym wynikom zarządzanych funduszy oraz wysokim napływom. Podwyższamy naszą prognozę zysku netto o 9/10% w 2024/25e (do PLN 38/31m). Zwracamy również uwagę, że ciekawa oferty funduszy dłużnych oferowanych przez spółkę może stabilizować AUM nawet w przypadku nieoczekiwanych turbulencji na rynkach akcji.

Solidne wyniki za 2Q24 – W 2Q24 zysk netto Quercus TFI wyniósł PLN 9.4m (134% r/r) i był 26% powyżej naszych założeń na skutek wyższej opłaty za zarządzanie oraz lepszych wyników Xeliona. AUM wzrosły o 10% kw/kw a rezerwa na opłatę zmienną zwiększyła się do PLN 11.8m.

Lipiec kolejnym miesiącem wzrostów – Po obiecującym 2Q24, aktywa pozostają na ścieżce wzrostu z 3% poprawą w lipcu napędzaną rosnącymi AUM funduszy dłużnych (Ochrony Kapitału, Dłużny Krótkoterminowy, Obl. Skarbowych). Napływy netto w lipcu wyniosły PLN 197m wobec PLN 375m w 2Q24 i PLN 1,056m od początku roku.

Zmiany prognoz na lata 2024/25e – Szybszy wzrost AUM w ostatnich miesiącach napędzany dobrymi stopami zwrotu zarządzanych funduszy oraz wysokimi napływami skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz AUM ogółem o 6/13% w 2024/25e. Uwzględniając jednocześnie lepsze wyniki spółki za 2Q24, podwyższyliśmy nasze prognozy zysku netto o 9/10% w 2024/25e (do odpowiednio PLN 38.4m i PLN 31.4m).

Bardziej trwałe wzrosty wyników TFI? – Sprzyjające uwarunkowania dla firm zarządzających aktywami - w naszym przekonaniu - mają szansę na kontynuację. Nadpłynność banków oraz nadchodzące obniżki stop procentowych będą skłaniać klientów do szukania ciekawych (i obciążonych niskim ryzykiem) alternatyw inwestycyjnych (w porównaniu do depozytów), którymi w dalszym ciągu mogą być fundusze dłużne.

Wycena wciąż z potencjałem – Na naszych prognozach Quercus jest notowany na 9.9/12.1x 2024/25e P/E, z 27/2% dyskontem do zagranicznych spółek porównywalnych. Powtarzalna dystrybucja zysków, momentum wynikowe oraz oczekiwana ścieżka wyników spółki sprawiają, że naszym zdaniem wskaźniki wyceny nie są wymagające.

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

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2022-2027e (PLNm)

| | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 93.1 | 118.5 | 147.0 | 146.9 | 145.4 | 142.5 |
| Zysk netto | 14.1 | 31.0 | 38.4 | 31.4 | 27.1 | 23.0 |
| - zmiana r/r (%) | -44% | 120% | 24% | -18% | -14% | -15% |
| Dywidenda/skup akcji (%) | 5.4% | 3.1% | 7.8% | 10.0% | 8.2% | 7.2% |
| P/E (x) | 29.3 | 13.0 | 9.9 | 12.1 | 14.1 | 16.6 |
| P/BV | 5.1 | 4.1 | 3.5 | 3.6 | 3.7 | 3.8 |

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

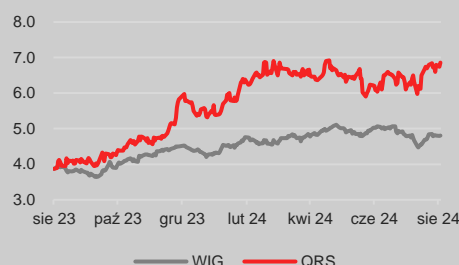
Kupuj (raport aktualizujący)

Cena docelowa **PLN 8.6**

Potencjał wzrostu **+17%**
 Cena z 28 sierpnia 2024 **PLN 7.32**

Rating ESG **B**
Ocena końcowa ESG **1.19**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 3Q24 **21 października**

KLUCZOWE INFORMACJE

| | |
|-------------------|--------|
| Bloomberg | QRS PW |
| Free float (%) | 48.1 |
| MCAP (PLNm) | 404 |
| Liczba akcji (mn) | 52.1 |

| | |
|---------------|-------------------------------|
| Akcjonariusze | Sebastian i Anna Buczek 18.2% |
| | Jakub Głowacki 16.1% |
| | Zbigniew Juroszek 9.0% |
| | OFE NN 7.2% |

Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

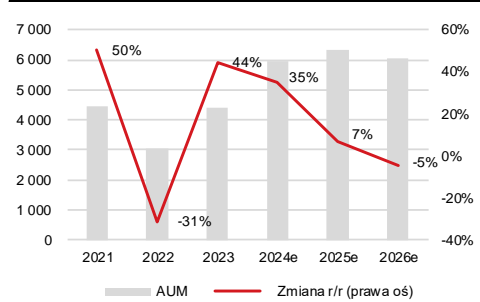
| | |
|--------------------------------------|----|
| Kluczowe dane | 3 |
| Zmiany prognoz na lata 2024-25e..... | 4 |
| Ostatnie wydarzenia | 5 |
| Wycena | 6 |
| Rating ESG | 8 |
| Prognozy finansowe..... | 9 |
| DISCLAIMER | 11 |

Kluczowe dane

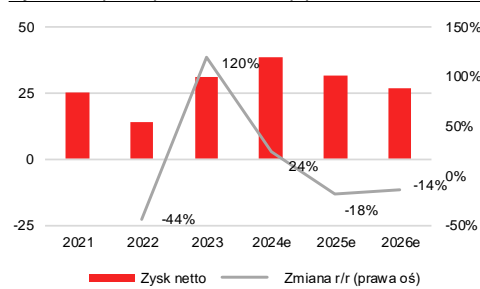
| Rachunek wyników | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Przychody | 93.1 | 118.5 | 147.0 | 146.9 | 145.4 | 142.5 |
| - zarządzanie funduszami inwestycyjnymi | 48.6 | 69.9 | 75.8 | 80.2 | 78.6 | 74.9 |
| - przyjmowanie zleceń kupna/umarsz | 39.0 | 42.2 | 51.6 | 51.5 | 53.4 | 54.0 |
| Koszty ogółem | -78.1 | -93.7 | -111.1 | -116.2 | -118.0 | -118.8 |
| Koszty dystrybucji | -37.3 | -39.5 | -51.6 | -55.7 | -55.0 | -54.0 |
| Koszty świadczeń pracowniczych | -20.8 | -27.8 | -32.9 | -33.9 | -36.6 | -38.4 |
| Usługi obce | -6.1 | -6.1 | -6.2 | -6.6 | -7.1 | -7.4 |
| Pozostałe koszty operacyjne | -9.6 | -17.2 | -16.5 | -15.9 | -15.1 | -14.8 |
| Amortyzacja | -4.3 | -3.1 | -4.0 | -4.1 | -4.2 | -4.2 |
| EBIT | 14.9 | 24.7 | 35.9 | 30.7 | 27.5 | 23.7 |
| EBITDA | 19.2 | 27.8 | 39.9 | 34.8 | 31.6 | 27.9 |
| Przychody finansowe netto | 2.8 | 14.6 | 13.4 | 10.2 | 8.0 | 6.7 |
| Zysk brutto | 17.7 | 39.3 | 49.3 | 40.8 | 35.5 | 30.4 |
| Podatek dochodowy | -3.0 | -7.6 | -9.3 | -7.8 | -6.7 | -5.8 |
| Zysk netto | 14.7 | 31.7 | 39.9 | 33.1 | 28.7 | 24.6 |
| Zysk netto akcj. jedn. domin. | 14.1 | 31.0 | 38.4 | 31.4 | 27.1 | 23.0 |
| Bilans | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
| Rzeczowe aktywa trwale | 5.9 | 6.1 | 6.1 | 6.4 | 6.8 | 7.5 |
| Aktywa finansowe | 72.9 | 85.0 | 87.7 | 90.8 | 94.4 | 98.8 |
| Aktywa trwałe | 88.1 | 100.8 | 103.5 | 106.8 | 111.0 | 116.0 |
| Należności z tyt. dostaw i usług | 10.9 | 33.7 | 21.2 | 21.6 | 22.1 | 22.5 |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 58.2 | 68.5 | 84.5 | 75.5 | 69.4 | 62.4 |
| Aktywa obrotowe | 70 | 104 | 107 | 99 | 93 | 86 |
| Aktywa razem | 158 | 204 | 211 | 205 | 204 | 202 |
| Kapitał własny jedn. dom. | 81.1 | 99.4 | 109.7 | 104.8 | 102.1 | 99.4 |
| Rezerwy na zobowiązania | 15.1 | 22.0 | 22.4 | 22.2 | 22.5 | 22.8 |
| Leasing | 3.1 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 18.7 | 25.2 | 25.6 | 25.4 | 25.7 | 26.0 |
| Zob. z tyt. dostaw i usług | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| Zob. wobec klientów | 39.8 | 49.3 | 44.4 | 43.9 | 44.4 | 45.0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 53.0 | 74.4 | 69.8 | 69.6 | 70.5 | 71.4 |
| Pasywa razem | 158 | 204 | 211 | 205 | 204 | 202 |
| Rachunek przepływów pieniężnych | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
| Zysk netto | 14.7 | 31.0 | 38.4 | 31.4 | 27.1 | 23.0 |
| Amortyzacja | 4.3 | 3.1 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 |
| Koszty finansowe | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| Pozostałe | -20.3 | 5.7 | 9.7 | 0.7 | 2.2 | 2.2 |
| Przepływy z działalności operacyjnej | -1.1 | 26.0 | 52.5 | 36.6 | 33.5 | 29.4 |
| Wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych | 7.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Nakłady inwestycyjne | -1.5 | -1.9 | -2.1 | -2.3 | -2.5 | -2.8 |
| Pozostałe | -3.0 | 0.8 | -4.4 | -5.0 | -5.6 | -6.3 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 3.4 | -1.1 | -6.5 | -7.3 | -8.1 | -9.1 |
| Emisja akcji | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dywidenda/nabycie akcji własnych | -22.3 | -12.7 | -29.7 | -37.9 | -31.4 | -27.3 |
| Pozostałe | -2.5 | -1.9 | -0.4 | -0.3 | -0.1 | -0.1 |
| Przepływy z działalności finansowej | -24.9 | -14.5 | -30.0 | -38.3 | -31.5 | -27.4 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 80.7 | 58.2 | 68.5 | 84.5 | 75.5 | 69.4 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 58.2 | 68.5 | 84.5 | 75.5 | 69.4 | 62.4 |
| Wybrane dane | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
| AUM (PLNm) | 3 054 | 4 409 | 5 945 | 6 338 | 6 033 | 5 748 |
| Zmiana r/r (%) | -31% | 44% | 35% | 7% | -5% | -5% |
| Średnie AUM (PLNm) | 3 512 | 3 551 | 5 177 | 6 141 | 6 185 | 5 891 |
| Zmiana r/r (%) | -5% | 1% | 46% | 19% | 1% | -5% |
| ROE (%) | 17% | 34% | 37% | 29% | 26% | 23% |
| ROA (%) | 8% | 17% | 19% | 15% | 13% | 11% |
| Marża zysku netto (%) | 15% | 26% | 26% | 21% | 19% | 16% |
| Marża na średnich AUM (%) | 0% | 1% | 1% | 1% | 0% | 0% |
| Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back | 89% | 86% | 94% | 95% | 95% | 95% |
| Stopa dywidendy/buy-back (%) | 5.4% | 3.1% | 7.8% | 10.0% | 8.2% | 7.2% |
| Liczba akcji (m) | 56.5 | 55.2 | 52.1 | 52.1 | 52.1 | 52.1 |
| P/E (x) | 29.3 | 13.0 | 9.9 | 12.1 | 14.1 | 16.6 |
| P/BV (x) | 5.1 | 4.1 | 3.5 | 3.6 | 3.7 | 3.8 |

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

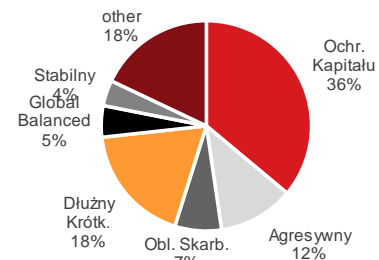
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



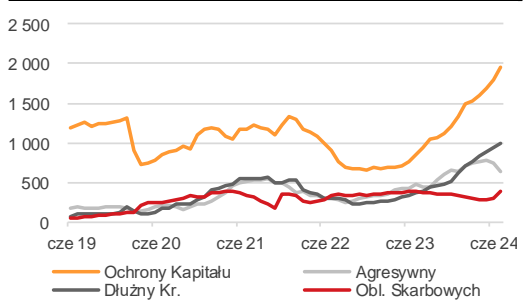
Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



Struktura aktywów (%), Kwiecień 2024



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 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 się na wyniki funduszy, AUM oraz napływy.



Zmiana prognoz na lata 2024-25e

Szybszy niż oczekiwany wzrost AUM w ostatnich miesiącach, wysokie napływy oraz dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz aktywów pod zarządzaniem o 6% w 2024e oraz o 13% w 2025e. Uwzględniając także bardzo dobre wyniki spółki za 2Q24, podwyższamy nasze prognozy zysku netto o 9% w 2024e (do PLN 38.4m) oraz o 10% w 2025e (do PLN 31.4m).

- Szybszy niż oczekiwany wzrost AUM w ostatnich miesiącach, wysokie napływy oraz dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz aktywów pod zarządzaniem o 6% w 2024e oraz o 13% w 2025e. Uwzględniając także lepsze od oczekiwanych przychody z zarządzania funduszami oraz przychody Xeliona, podwyższamy nasze prognozy przychodów ogółem o 3/2% w 2024/25e.
- Przy nieco podwyższonych prognozach kosztów ogółem, podwyższamy nasze szacunki EBITDA o 6/1% w 2024/25e. Aby odzwierciedlić oczekiwania dot. stóp procentowych, ale również aby uwzględnić księgowania dot. ekspozycji na Capitea, podnosimy nasze prognozy przychodów finansowych netto o 19/52% w 2024/25e. W rezultacie, podwyższamy nasze oczekiwania zysku netto dla Quercus TFI do PLN 38.4m w 2024e (o 9%) oraz do PLN 31.4m w 2025e (o 10%).

Quercus TFI – Zmiana prognoz na lata 2024-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2024 | | | 2025e | | | 2026e | | |
|--------------------------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| | Poprzednie | Obecne | Zmiana (%) | Poprzednie | Obecne | Zmiana (%) | Poprzednie | Obecne | Zmiana (%) |
| Przychody | 143.3 | 147.0 | 3% | 144.6 | 146.9 | 2% | 145.5 | 145.4 | 0% |
| Koszty ogółem | -109.8 | -111.1 | 1% | -114.5 | -116.2 | 1% | -119.9 | -118.0 | -2% |
| EBIT | 33.5 | 35.9 | 7% | 30.1 | 30.7 | 2% | 25.6 | 27.5 | 7% |
| EBITDA | 37.8 | 39.9 | 6% | 34.5 | 34.8 | 1% | 30.1 | 31.6 | 5% |
| Przychody fin. netto | 11.2 | 13.4 | 19% | 6.7 | 10.2 | 52% | 5.7 | 8.0 | 40% |
| Zysk brutto | 44.7 | 49.3 | 10% | 36.8 | 40.8 | 11% | 31.3 | 35.5 | 13% |
| Zysk netto | 36.4 | 39.9 | 10% | 29.8 | 33.1 | 11% | 25.4 | 28.7 | 13% |
| Zysk netto jedn. domin. | 35.2 | 38.4 | 9% | 28.7 | 31.4 | 10% | 24.2 | 27.1 | 12% |
| AUM (na koniec okresu) | 5 612 | 5 945 | 6% | 5 620 | 6 338 | 13% | 5 548 | 6 033 | 9% |
| AUM (średnie) | 5 011 | 5 177 | 3% | 5 616 | 6 141 | 9% | 5 584 | 6 185 | 11% |

Source: Company, Pekao Equity Research estimates



Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem w lipcu w górę 57% r/r, 3% m/m

W lip'24 aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI wzrosły 57% r/r (3% m/m). Wzrost w ujęciu rocznym był głównie efektem rosnących AUM QRS Ochrony Kapitału (132% r/r), QRS Dłużny Krótkoterminowy (174% r/r) oraz QRS Agresywny (34% r/r).

Quercus TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| | Gru-23 | Mar-24 | Kwi-24 | Maj-24 | Cze-24 | Lip-24 | r/r | m/m |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|-----------|
| FIO | 3 605 | 4 218 | 4 382 | 4 548 | 4 740 | 4 927 | 68% | 4% |
| Absolute Return FIZ | 53 | 48 | 57 | 56 | 55 | 53 | 16% | -4% |
| Global Balanced Plus FIZ | 48 | 50 | 42 | 43 | 44 | 42 | -9% | -5% |
| Acer Multistrategy FIZ | 83 | 88 | 88 | 88 | 117 | 117 | 98% | 0% |
| Multistrategy FIZ | 63 | 63 | 60 | 61 | 61 | 58 | -4% | -4% |
| Private Equity Multifund FIZ | 5 | 5 | 4 | 4 | 5 | 4 | -26% | -7% |
| Alphaset FIZ | 184 | 213 | 203 | 203 | 213 | 207 | 15% | -3% |
| Asset Management | 347 | 355 | 360 | 354 | 314 | 304 | 2% | -3% |
| TOTAL | 4 409 | 5 062 | 5 219 | 5 380 | 5 570 | 5 735 | 57% | 3% |

Source: Company, Pekao Equity Research

Złożenie oferty nabycia 100% akcji Noble Securities

3-go lipca Quercus TFI poinformował, że złożył ofertę wiążącą nabycia 100% akcji domu maklerskiego Noble Securities. Według doniesień prasowych przejęciem Noble Securities miał być także zainteresowany Skarbiec Holding.

Publikacja wyników za 2Q24 (12-go sierpnia)

Wynik netto Quercus TFI w 2Q24 wyniósł PLN 9.4m (134% r/r) i był 26% powyżej naszych założeń dzięki znacznie lepszej stronie przychodowej wspieranej zarówno przez wysoką opłatę za zarządzanie, jak i bardzo dobre wyniki Xeliona. Wyniki spółki za 2Q24 odbieramy pozytywnie. Wysoka opłata za zarządzanie była pochodną dobrych wyników zarządzanych funduszy i w 1H24 uwzględniała PLN 6.5m przychodów z opłaty zmiennej. Jednocześnie przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się o 25% r/r (15% kw/kw). Rezerwa z tytułu opłaty zmiennej nieznacznie wzrosła do PLN 11.8m (z PLN 11.4m po 1Q24). Koszty ogółem były o 10% wyższe niż zakładaliśmy, ale były pochodną wysokich przychodów. W 2Q24 aktywa pod zarządzaniem zwiększyły się o kolejne 10% q/q dzięki dobrym wynikom zarządzanych funduszy i napływom.

Quercus TFI – P&L, PLN mn

| | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | r/r | kw/kw | Pekao | vs. Pekao |
|----------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| Przychody | 23.8 | 25.2 | 48.6 | 29.7 | 36.7 | 54% | 24% | 31.9 | 15% |
| Koszty ogółem | -21.2 | -19.8 | -19.8 | -24.7 | -27.9 | 31% | 13% | -25.3 | 10% |
| EBIT | 2.6 | 3.7 | 17.4 | 4.9 | 8.8 | 241% | 78% | 6.6 | 33% |
| EBITDA | 3.5 | 4.6 | 17.8 | 6.0 | 9.4 | 171% | 57% | 7.7 | 23% |
| Przychody fin. netto | 2.6 | 2.5 | 6.4 | 3.2 | 3.5 | 34% | 11% | 3.0 | 19% |
| Zysk brutto | 5.2 | 6.1 | 23.8 | 8.1 | 12.3 | 136% | 52% | 9.6 | 29% |
| Zysk netto | 4.0 | 4.7 | 19.0 | 6.5 | 9.4 | 134% | 46% | 7.5 | 26% |
| AUM (koniec okresu) | 3 441 | 3 821 | 4 409 | 5 062 | 5 570 | 62% | 10% | | |
| AUM (średnie) | 3 296 | 3 653 | 4 073 | 4 741 | 5 308 | 61% | 12% | | |

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



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 8.6/na akcję (17% potencjał wzrostu).

Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

| | |
|------------------------------|------------|
| DCF | 8.5 |
| Wycena porównawcza | 8.8 |
| Średnia ważona | 8.6 |
| Cena docelowa | 8.6 |
| Cena rynkowa | 7.3 |
| Potencjał wzrostu (%) | 17% |

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.6% (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 8.5/akcję.

Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2027e | 2028e | Terminal |
|-----------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Przychody | 147 | 147 | 145 | 143 | 145 | 148 | 148 |
| - zmiana r/r | 24% | 0% | -1% | -2% | 2% | 2% | 2% |
| EBIT | 36 | 31 | 27 | 24 | 24 | 25 | 25 |
| - zmiana r/r | 45% | -15% | -10% | -14% | 2% | 2% | 2% |
| Podatek | -7 | -6 | -5 | -4 | -5 | -5 | -5 |
| NOPLAT | 29 | 25 | 22 | 19 | 20 | 20 | 20 |
| - zmiana r/r | 45% | -14% | -11% | -14% | 2% | 2% | 2% |
| D&A | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| - zmiana r/r | 30% | 3% | 1% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| Capex | -2 | -2 | -3 | -3 | -4 | -4 | -4 |
| - zmiana r/r | 10% | 10% | 10% | 10% | 51% | 0% | 0% |
| Zmiana kapitału obrotowego | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FCF | 43 | 26 | 23 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| DFCF | 39 | 21 | 17 | 13 | 12 | 11 | 11 |
| Suma zdyskontowanych FCF | 113 | | | | | | |
| Wartość rezydualna | 360 | | | | | | |
| Zdysk. wartość rezydualna | 195 | | | | | | |
| Enterprise value | 308 | | | | | | |
| Dług netto (2023) | -68 | | | | | | |
| Mniejszości | 6 | | | | | | |
| Equity value - Dec 31 2023 | 371 | | | | | | |
| Liczba akcji (m) | 52.1 | | | | | | |
| 12M cena docelowa (PLN) | 8.5 | | | | | | |
| Cena rynkowa (PLN) – 28 Sie'24 | 7.3 | | | | | | |
| Potencjał wzrostu | 16% | | | | | | |

Źródło: Pekao Equity Research



Quercus TFI – Kalkulacja WACC

| | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2027e | 2028e | Terminal |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 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 | 8.6% | 8.6% | 8.6% | 8.6% | 8.6% | 8.6% | 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 (%) | | | | | | |
|------|-----|---------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | | 2.6% | 3.6% | 4.6% | 5.6% | 6.6% | 7.6% | 8.6% |
| Beta | 0.7 | 11.0 | 10.8 | 10.6 | 10.4 | 10.2 | 10.0 | 9.8 |
| | 0.8 | 10.1 | 10.0 | 9.8 | 9.6 | 9.5 | 9.3 | 9.2 |
| | 0.9 | 9.5 | 9.3 | 9.1 | 9.0 | 8.9 | 8.7 | 8.6 |
| | 1.0 | 8.9 | 8.8 | 8.6 | 8.5 | 8.4 | 8.3 | 8.1 |
| | 1.1 | 8.4 | 8.3 | 8.2 | 8.1 | 8.0 | 7.8 | 7.7 |
| | 1.2 | 8.0 | 7.9 | 7.8 | 7.7 | 7.6 | 7.5 | 7.4 |
| | 1.3 | 7.7 | 7.6 | 7.5 | 7.4 | 7.3 | 7.2 | 7.1 |

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 (%) | | | | | | |
|------------------|----|---------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | | 2.6% | 3.6% | 4.6% | 5.6% | 6.6% | 7.6% | 8.6% |
| Premia za ryzyko | 3% | 9.4 | 9.2 | 9.1 | 8.9 | 8.8 | 8.7 | 8.5 |
| | 4% | 9.2 | 9.1 | 8.9 | 8.8 | 8.6 | 8.5 | 8.4 |
| | 5% | 9.1 | 8.9 | 8.8 | 8.6 | 8.5 | 8.4 | 8.3 |
| | 6% | 8.9 | 8.8 | 8.6 | 8.5 | 8.4 | 8.3 | 8.1 |
| | 7% | 8.7 | 8.6 | 8.5 | 8.4 | 8.2 | 8.1 | 8.0 |
| | 8% | 8.6 | 8.5 | 8.3 | 8.2 | 8.1 | 8.0 | 7.9 |
| | 9% | 8.5 | 8.3 | 8.2 | 8.1 | 8.0 | 7.9 | 7.8 |

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wycena porównawcza

| | 2024e | 2025e |
|--------------------------------|------------|-------|
| Średnia spółek zagranicznych | 13.7 | 12.4 |
| Quercus C/Z | 9.9 | 12.1 |
| Premia/dyskonto do średniej | -27% | -2% |
| Implikowana wycena/akcję (PLN) | 10.1 | 7.5 |
| Waga | 50% | 50% |
| Wycena na akcję (PLN) | 8.8 | |

Źródło: Pekao Equity Research



Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2024-2025e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 8.8/akcję.

Quercus TFI – Wycena porównawcza

| | Kraj | MCAP (EURm) | AuM [mln EUR] | P/E | | P/BV | | ROE | | Stopa dywideny | |
|------------------------------|------|-------------|---------------|------|------|------|------|------|------|----------------|------|
| | | | | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 |
| ASHMORE GROUP PLC | GB | 1 470 | 51 246 | 13.6 | 16.8 | 1.4 | 1.4 | 10% | 9% | 10% | 10% |
| HARGREAVES LANSDOWN PLC | GB | 6 204 | 183 212 | 15.8 | 16.5 | 6.6 | 6.0 | 42% | 35% | 4% | 4% |
| JUPITER FUND MANAGEMENT | GB | 550 | 60 216 | 7.9 | 9.8 | 0.5 | 0.5 | 8% | 6% | 6% | 5% |
| MAN GROUP PLC/JERSEY | GB | 3 171 | 151 392 | 6.2 | 5.7 | 1.2 | 1.2 | 26% | 25% | 6% | 6% |
| SCHRODERS PLC | GB | 6 601 | 741 048 | 11.7 | 10.4 | 1.2 | 1.2 | 10% | 12% | 6% | 6% |
| AFFILIATED MANAGERS GROUP | US | 4 632 | 608 008 | 7.1 | 6.9 | na | na | 13% | 12% | 0% | 0% |
| ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP | US | 3 577 | 655 459 | 11.7 | 10.0 | na | na | 7% | 8% | 9% | 10% |
| APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC | US | 58 052 | 588 192 | 15.0 | 12.4 | 4.1 | 3.0 | 39% | 28% | 2% | 2% |
| ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A | US | 3 034 | 135 726 | 12.5 | 11.6 | na | na | na | na | 7% | 8% |
| BLACKROCK INC | US | 118 566 | 9 046 452 | 20.9 | 18.6 | 3.3 | 3.1 | 15% | 16% | 2% | 2% |
| BLACKSTONE INC | US | 154 530 | 940 159 | 29.6 | 22.8 | 14.3 | 13.2 | 51% | 61% | 3% | 4% |
| CARLYLE GROUP INC/THE | US | 12 886 | 385 027 | 10.5 | 9.3 | 1.5 | 1.3 | 21% | 24% | 3% | 4% |
| FRANKLIN RESOURCES INC | US | 9 547 | 1 299 111 | 10.5 | 9.5 | 0.5 | 0.5 | 5% | 6% | 5% | 5% |
| KKR & CO INC | US | 97 473 | 499 639 | 26.2 | 19.9 | 4.0 | 3.2 | 14% | 14% | 1% | 1% |
| T ROWE PRICE GROUP INC | US | 21 555 | 1 305 586 | 11.8 | 11.9 | 2.4 | 2.3 | 20% | 19% | 5% | 5% |
| PERPETUAL LTD | AU | 1 437 | 11 300 | 12.6 | 11.6 | 1.0 | 1.0 | 9% | 10% | 6% | 7% |
| AMP LTD | AU | 2 017 | na | 15.4 | 13.0 | 0.9 | 0.9 | 6% | 7% | 3% | 4% |
| INSIGNIA FINANCIAL LTD | AU | 936 | 193 904 | 7.2 | 6.6 | 0.7 | 0.7 | 10% | 11% | 8% | 3% |

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Rating ESG

Quercus TFI – Podsumowanie ratingu ESG

| | E | S | G |
|-------------------|-------------|------|------|
| Wynik | 0.82 | 1.40 | 1.29 |
| Waga | 30% | 40% | 30% |
| Wynik ESG | 1.19 | | |
| 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, 2021-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS skorygowany | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| Przychody | 83.0 | 93.1 | 118.5 | 147.0 | 146.9 | 145.4 | 142.5 |
| Marża zysku brutto | 37% | 19% | 33% | 34% | 28% | 24% | 21% |
| EBIT | 25.6 | 14.9 | 24.7 | 35.9 | 30.7 | 27.5 | 23.7 |
| EBITDA | 27.1 | 19.2 | 27.8 | 39.9 | 34.8 | 31.6 | 27.9 |
| Wynik netto | 25.1 | 14.1 | 31.0 | 38.4 | 31.4 | 27.1 | 23.0 |
| Dług netto | -80.7 | -58.2 | -68.5 | -84.5 | -75.5 | -69.4 | -62.4 |
| BPS | 1.5 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 1.9 |
| DPS | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| ROE | 28% | 17% | 34% | 37% | 29% | 26% | 23% |
| ROA | 18% | 8% | 17% | 19% | 15% | 13% | 11% |
| D&A | 1.6 | 4.3 | 3.1 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 |
| Free cash flow | 13.6 | 35.0 | -1.4 | 43.5 | 26.2 | 23.4 | 20.2 |
| CAPEX | 0.7 | 1.5 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 2.5 | 2.8 |

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – P&L, 2021-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 83.0 | 93.1 | 118.5 | 147.0 | 146.9 | 145.4 | 142.5 |
| EBIT | 25.6 | 14.9 | 24.7 | 35.9 | 30.7 | 27.5 | 23.7 |
| EBITDA | 27.1 | 19.2 | 27.8 | 39.9 | 34.8 | 31.6 | 27.9 |
| Przychody finansowe netto | 5.0 | 2.8 | 14.6 | 13.4 | 10.2 | 8.0 | 6.7 |
| Zysk brutto | 30.5 | 17.7 | 39.3 | 49.3 | 40.8 | 35.5 | 30.4 |
| Podatek dochodowy | -5.4 | -3.0 | -7.6 | -9.3 | -7.8 | -6.7 | -5.8 |
| Zysk netto | 25.1 | 14.7 | 31.7 | 39.9 | 33.1 | 28.7 | 24.6 |
| Zysk netto akcj. jedn. domin. | 25.1 | 14.1 | 31.0 | 38.4 | 31.4 | 27.1 | 23.0 |

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2021-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| AUM (PLNm) | 4 438 | 3 054 | 4 409 | 5 945 | 6 338 | 6 033 | 5 748 |
| Zmiana r/r (%) | 50% | -31% | 44% | 35% | 7% | -5% | -5% |
| Średnie AUM (PLNm) | 3 682 | 3 512 | 3 551 | 5 177 | 6 141 | 6 185 | 5 891 |
| Zmiana r/r (%) | 48% | -5% | 1% | 46% | 19% | 1% | -5% |
| Marża zysku netto (%) | 30% | 15% | 26% | 26% | 21% | 19% | 16% |
| Marża na średnich AUM (%) | 1% | 0% | 1% | 1% | 1% | 0% | 0% |
| Stopa dywidendy (%) | 4% | 5% | 3% | 8% | 10% | 8% | 7% |
| Liczba akcji (m) | 59 | 56 | 55 | 52 | 52 | 52 | 52 |

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Bilans, 2021-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Rzeczowe aktywa trwałe | 4.7 | 5.9 | 6.1 | 6.1 | 6.4 | 6.8 | 7.5 |
| Aktywa finansowe | 66.9 | 72.9 | 85.0 | 87.7 | 90.8 | 94.4 | 98.8 |
| Aktywa trwałe | 82.0 | 88.1 | 100.8 | 103.5 | 106.8 | 111.0 | 116.0 |
| Należności z tyt. dostaw i usług | 29.7 | 10.9 | 33.7 | 21.2 | 21.6 | 22.1 | 22.5 |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 80.7 | 58.2 | 68.5 | 84.5 | 75.5 | 69.4 | 62.4 |
| Aktywa obrotowe | 114.2 | 69.9 | 103.7 | 107.1 | 98.5 | 92.9 | 86.3 |
| Aktywa razem | 196.2 | 158.0 | 204.5 | 210.6 | 205.4 | 203.8 | 202.3 |
| Kapitał własny jedn. dom. | 89.6 | 81.1 | 99.4 | 109.7 | 104.8 | 102.1 | 99.4 |
| Rezerwy na zobowiązania | 15.1 | 15.1 | 22.0 | 22.4 | 22.2 | 22.5 | 22.8 |
| Leasing | 1.3 | 3.1 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 16.7 | 18.7 | 25.2 | 25.6 | 25.4 | 25.7 | 26.0 |
| Zob. z tyt. dostaw i usług | 2.7 | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| Zob. wobec klientów | 68.9 | 39.8 | 49.3 | 44.4 | 43.9 | 44.4 | 45.0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 89.9 | 53.0 | 74.4 | 69.8 | 69.6 | 70.5 | 71.4 |
| Pasywa razem | 196.2 | 158.0 | 204.5 | 210.6 | 205.4 | 203.8 | 202.3 |

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Cash flow, 2021-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Zysk netto | 25.1 | 14.7 | 31.0 | 38.4 | 31.4 | 27.1 | 23.0 |
| Amortyzacja | 1.6 | 4.3 | 3.1 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 |
| Koszty finansowe | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| Pozostałe | -14.2 | -20.3 | 5.7 | 9.7 | 0.7 | 2.2 | 2.2 |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 12.8 | -1.1 | 26.0 | 52.5 | 36.6 | 33.5 | 29.4 |
| Wpływy ze sprzedaży aktywów | 15.0 | 7.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Nakłady inwestycyjne | -0.7 | -1.5 | -1.9 | -2.1 | -2.3 | -2.5 | -2.8 |
| Wydatki na aktywa finansowe | 35.1 | -3.0 | 0.8 | -4.4 | -5.0 | -5.6 | -6.3 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 49.4 | 3.4 | -1.1 | -6.5 | -7.3 | -8.1 | -9.1 |
| Emisja akcji | 22.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dywidenda/nabycie akcji własnych | -17.9 | -22.3 | -12.7 | -29.7 | -37.9 | -31.4 | -27.3 |
| Pozostałe | -0.8 | -2.5 | -1.9 | -0.4 | -0.3 | -0.1 | -0.1 |
| Przepływy z działalności finansowej | 3.8 | -24.9 | -14.5 | -30.0 | -38.3 | -31.5 | -27.4 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 14.8 | 80.7 | 58.2 | 68.5 | 84.5 | 75.5 | 69.4 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 80.7 | 58.2 | 68.5 | 84.5 | 75.5 | 69.4 | 62.4 |

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 29 SIERPANIA O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 30 SIERPANIA 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. 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 zawarła takie umowy i faktycznie otrzymała 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