

## Quercus TFI

(Kupuj, TP PLN 11.3)

Rekomendacja z 10-go kwietnia 2025

### 1Q25 zysk netto 10% powyżej naszych oczekiwań. PLN 2m rezerwy z tytułu opłaty zmiennej.

Quercus TFI opublikował wyniki za 1Q25:

**Michał Fidelus**

michal.fidelus@pekao.com.pl

- **Zysk netto Quercus TFI w 1Q25** wyniósł PLN 9.1m (41% r/r, -53% kw/kw) i był 10% powyżej naszych oczekiwań (PLN 8.3m). Wygląda na to, że w przeciwieństwie do ostatnich kwartałów, wyniki za 1Q25 nie były w żaden istotny sposób zniekształcone przez księgowania dot. Capitea (zwykle zawyżające pozostałe koszty operacyjne oraz przychody finansowe netto). Lepszy od oczekiwań wynik netto w 1Q25 był efektem niższych niż zakładane kosztów, podczas gdy przychody finansowe netto były niższe, a przychody ogółem zbliżone do naszych oczekiwań.
- **Przychody** ogółem w 1Q25 wyniosły PLN 36m (21% r/r, -53% kw/kw) i były zbliżone do naszych założeń (1% poniżej). Przychody z zarządzania funduszami wzrosły 24% r/r, a przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się o 13% r/r (0% kw/kw). Udział niżej-marżowych funduszy opartych na rynku długu w 1Q25 wyniósł średnio 55% vs. 54% w 4Q24 oraz 53% w 1Q24.
- W 1Q25 rezerwa z tytułu **opłaty zmiennej** wyniosła PLN 2.0m wobec PLN 11.4m po 1Q24 oraz vs. przychodów z opłaty zmiennej w całym 2024 r. na poziomie PLN 31m.
- **Koszty ogółem** w 1Q25 wyniosły PLN 26m (5% r/r, 0% kw/kw) i były 12% poniżej naszych założeń. Koszty dystrybucji wzrosły o 30% r/r, koszty osobowe zwiększyły się o 9% r/r, a koszty usług obcych wzrosły o 1% r/r.
- Na koniec 1Q25 **AUM** Quercus TFI wyniosły PLN 7,085m (40% r/r, 12% kw/kw). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem wyższych AUM funduszu *QRS Ochrony Kapitału* (76% r/r) oraz *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (92% r/r), podczas gdy *QRS Agresywny* oraz *QRS Absolutny* zanotowały bardziej wyraźne odpływy (odpowiednio -15% r/r oraz -65% r/r). Kwartalny wzrost aktywów ogółem był efektem wyższych AUM funduszy *QRS Ochrony Kapitału* (16% kw/kw) oraz *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (25% kw/kw), podczas gdy aktywa *QRS Absolutny* zmniejszyły się -31% kw/kw.
- W 1Q25 **napływy** do Quercus TFI wyniosły PLN +453m (wobec PLN 225m w 4Q24). W całym 2024 r. napływy netto wyniosły PLN 1,504m wobec PLN 693m w FY 2023 (oraz PLN -1,167m w 2022).

#### Nasza ocena: POZYTYWNA

1Q25 był solidnym początkiem roku. Zysk netto wyniósł PLN 9.1m (41% r/r) i był 10% powyżej naszych oczekiwań. Wygląda na to, że w przeciwieństwie do ostatnich kwartałów, wyniki za 1Q25 nie były w żaden istotny sposób zniekształcone przez księgowania dot. Capitea. Lepszy od oczekiwań wynik netto w 1Q25 był efektem niższych niż zakładane kosztów, podczas gdy przychody finansowe netto były niższe, a przychody ogółem zbliżone do naszych oczekiwań. W 1Q25 przychody z zarządzania funduszami wzrosły o 24% r/r, a przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się 13% r/r. Aktywa pod zarządzaniem zwiększyły się o 40% r/r (12% kw/kw) dzięki dobrym wynikom inwestycyjnym zarządzanych funduszy oraz napływowi. Rezerwa z tytułu opłaty zmiennej wyniosła PLN 2m i była wyższa niż zakładaliśmy. W wynikach za 1Q25 zwracamy również uwagę na wyższe koszty dystrybucji oraz nieco wyższe pozostałe przychody. Oczekujemy, że zysk netto Quercus TFI wyniesie PLN 38.3m (-11% r/r) w 2025e oraz PLN 37.2m (-3% r/r) w 2026e. Zwracamy uwagę, że zannualizowany zysk netto 1Q25 przekładałby się na roczny wynik netto na poziomie PLN 36m, co sprawia, że nasza roczna prognoza na 2025e nie wydaje się szczególnie wygórowana.

**Quercus TFI – P&L, PLN mn**

|                                  | 1Q24       | 2Q24       | 3Q24       | 4Q24        | 1Q25       | y/y  | q/q   | Pekao      | vs. Pekao |
|----------------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------|-------|------------|-----------|
| Przychody                        | 29.7       | 36.7       | 34.5       | 76.1        | 36.0       | 21%  | -53%  | 36.3       | -1%       |
| - zarządzanie funduszami         | 17.3       | 0.0        | 0.0        | 39.9        | 21.4       | 24%  | -46%  | 22.3       | -4%       |
| Koszty ogółem                    | -24.7      | -27.9      | -28.6      | -26.0       | -26.0      | 5%   | 0%    | -29.4      | -12%      |
| EBIT                             | 4.9        | 8.8        | 5.8        | 50.1        | 10.0       | 103% | -80%  | 6.9        | 46%       |
| EBITDA                           | 6.0        | 9.4        | 6.7        | 51.2        | 11.0       | 83%  | -79%  | 7.8        | 41%       |
| Przychody finansowe netto        | 3.2        | 3.5        | 4.5        | -25.4       | 1.8        | -43% | -107% | 4.0        | -54%      |
| Wynik brutto                     | 8.1        | 12.3       | 10.3       | 24.7        | 11.8       | 46%  | -52%  | 10.9       | 9%        |
| <b>Zysk netto (akjc. domin.)</b> | <b>6.5</b> | <b>9.4</b> | <b>7.9</b> | <b>19.4</b> | <b>9.1</b> | 41%  | -53%  | <b>8.3</b> | 10%       |
| AUM na koniec okresu             | 5 062      | 5 570      | 6 002      | 6 343       | 7 085      | 40%  | 12%   |            |           |
| AUM średnie                      | 4 741      | 5 308      | 5 813      | 6 202       | 6 764      | 43%  | 9%    |            |           |

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**UJAWNIEŃ W OBRĘBIE 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 datą 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 zamieszczane 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 prognoząmi 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 zawieszone. 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 Księgowa” 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