

Quercus TFI

(Trzymaj, TP PLN 12.5)

Rekomendacja z 8-go maja 2025

2Q25 zysk netto 10% powyżej naszych oczekiwań. PLN 10.6m rezerwy z tytułu opłaty zmiennej.

Quercus TFI opublikował wyniki za 2Q25:

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl

- **Zysk netto Quercus TFI w 2Q25** wyniósł PLN 12.8m (35% r/r, 40% kw/kw) i był 10% powyżej naszych prognoz (PLN 11.6m). Lepszy od oczekiwań wynik netto w 2Q25 był efektem znacznie wyższych niż zakładane przychodów (głównie za sprawą lepszych naliczonych przychodów z tytułu opłaty zmiennej), co zostało częściowo skompensowane przez wyższe niż oczekiwane koszty ogółem. Przychody finansowe netto były zbliżone do naszych oczekiwań.
- **Przychody** ogółem w 2Q25 wyniosły PLN 51m (38% r/r, 41% kw/kw) i były 24% powyżej naszych oczekiwań. Przychody z zarządzania funduszami wzrosły 51% r/r (54% kw/kw) i uwzględniały PLN 7m naliczonej opłaty zmiennej, a przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się o 14% r/r (17% kw/kw). Udział niżej-marżowych funduszy opartych na rynku długu w 2Q25 wzrósł średnio do 69% vs. 67% w 1Q25 oraz 57% w 2Q24.
- W 1H25 rezerwa z tytułu **opłaty zmiennej** wyniosła PLN 10.6m wobec PLN 2.0m w 1Q25, PLN 11.8m w 1H24 oraz vs. przychody z opłaty zmiennej w 2024 r. PLN 31m.
- **Koszty ogółem** w 2Q25 wyniosły PLN 36m (29% r/r, 38% kw/kw) i były 29% powyżej naszych założeń. Koszty dystrybucji wzrosły o 26% r/r, koszty osobowe zwiększyły się o 25% r/r, koszty usług obcych wzrosły o 13% r/r, a pozostałe koszty operacyjne wzrosły 41% r/r.
- Na koniec 2Q25 **AUM** of Quercus TFI wyniosły PLN 7,592m (36% r/r, 7% kw/kw). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem rosnących AUM funduszy *QRS Akumulacji Kapitału* (54% r/r), *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (72% r/r) oraz *QRS Obligacji Skarbowych* (131% r/r), podczas gdy aktywa *QRS Agresywny* i *QRS Absolutny* zmniejszyły się odpowiednio -21% r/r oraz -63% r/r. Również wzrost AUM w ujęciu kwartalnym był efektem rosnących AUM *QRS Obligacji Skarbowych* (105% kw/kw), *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (10% kw/kw) i *QRS Akumulacji Kapitału* (2% kw/kw), podczas gdy aktywa *QRS Agresywny* zmniejszyły się -6% kw/kw.
- W 2Q25 **napływy** do Quercus TFI wyniosły PLN +394m (wobec PLN +453m w 1Q25, PLN +1,504m w całym 2024 oraz PLN +693m w FY 2023).

Nasza ocena: POZYTYWNA

2Q25 był kolejnym bardzo solidnym kwartałem dla Quercus TFI i ponownie – zaskoczył pozytywnie. Zysk netto wyniósł PLN 12.8m (35% r/r) i był 10% powyżej naszych szacunków głównie za sprawą znacznie lepszych przychodów. W 2Q25 przychody z zarządzania funduszami wzrosły o 51% r/r i były wspomagane przez PLN 7m naliczonej opłaty zmiennej. Przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się 14% r/r. Aktywa pod zarządzaniem wzrosły o 36% r/r (7% kw/kw) dzięki dobrym wynikom inwestycyjnym zarządzanych funduszy oraz napływom. Rezerwa z tytułu opłaty zmiennej wzrosła do PLN 10.6m z PLN 2.0m po 1Q25. Zwracamy uwagę na dodatkową pozycję PLN 1.7m pozostałych przychodów operacyjnych (zwykle ta linia jest w okolicach zera). Koszty ogółem były również znacznie wyższe od oczekiwań, ale – poza wyższymi niż zakładane kosztami osobowymi – były dodatkowo zawyżone przez wyraźnie wyższe niż zwykle pozostałe koszty operacyjne (dot. rozliczeń), które w dużym stopniu uważamy za niepowtarzalne.

Podsumowując, wyniki Quercus TFI za 2Q25 odbieramy pozytywnie. Biorąc pod uwagę zysk netto w I półroczu na poziomie PLN 21.9m, wciąż rosnące aktywa pod zarządzaniem oraz

PLN 10.6m rezerwy na success fee, uważamy naszą obecną prognozę rocznego zysku netto w 2025 r. w wysokości PLN 41m za konserwatywną.

Quercus TFI – P&L, PLN mn

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	r/r	kw/kw	Pekao	vs. Pekao
Przychody	36.7	34.5	76.1	36.0	50.7	38%	41%	40.8	24%
Koszty ogółem	-27.9	-28.6	-26.0	-26.0	-35.9	29%	38%	-27.7	29%
EBIT	8.8	5.8	50.1	10.0	14.9	69%	49%	13.1	14%
EBITDA	9.4	6.7	51.2	11.0	15.9	69%	45%	14.1	13%
Przychody finansowe netto	3.5	4.5	-25.4	1.8	1.6	-55%	-13%	1.8	-9%
Wynik brutto	12.3	10.3	24.7	11.8	16.4	34%	39%	14.8	11%
Zysk netto (akjc. domin.)	9.4	7.9	19.4	9.1	12.8	35%	40%	11.6	10%
AUM na koniec okresu	5 570	6 002	6 343	7 085	7 592	36%	7%		
AUM średnie	5 308	5 813	6 202	6 764	7 315	38%	8%		

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 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 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 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 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