

Quercus TFI

Kolejne pozytywne zaskoczenia

Podwyższamy naszą 12M cenę dla Quercus TFI do PLN 13.2/akcję z PLN 12.5 poprzednio i podwyższamy naszą rekomendacją do Kupuj z Trzymaj. W ostatnich miesiącach Quercus zaskakiwał pozytywnie wzrostem AUM, dobrymi stopami zwrotu funduszy oraz wysokimi napływami. Wyniki za 2Q25 były powyżej oczekiwań, a rezerwa na *success fee* wzrosła do PLN 11m. Na skutek wyższych oczekiwanych AUM podwyższamy prognozy zysku netto o 14/8% w 2025/26e. Biorąc pod uwagę wysoką rentowność, zdrową strukturę AUM, powtarzalną dystrybucję zysków i oczekiwaną ścieżkę wyników, uważamy obecną wycenę 11.5x P/E za nie wymagającą.

Wyniki za 2Q25 powyżej oczekiwań – 2Q25 był kolejnym solidnym kwartałem dla spółki i – ponownie – zaskoczył pozytywnie. Zysk netto wyniósł PLN 12.8m (35% r/r) i był 10% powyżej naszych założeń, na skutek wyższych przychodów, częściowo skompensowanych przez wyższe koszty. Rezerwa na *success fee* wyniosła PLN 10.6m.

Szybszy wzrost AUM – AUM kontynuują ścieżkę wzrostu i w lipcu zwiększyły się o 39% r/r 52% m/m. Wzrost w ujęciu rocznym był efektem rosnących AUM funduszy QRS Akumulacji Kapitału (47% r/r), QRS Dłużny Krótkoterminowy (79% r/r) i Obligacji Skarbowych (116% r/r).

Zmiany prognoz na 2025/26e – Szybszy wzrost AUM, dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy, wysokie napływy oraz rezerwa z tytułu opłaty zmiennej skłoniły nas do podwyższenia prognoz przychodów o 13/10% w 2025/26e. Przy wyższych oczekiwanych kosztach podnosimy nasze prognozy zysku netto dla Quercus TFI o 14/8% w 2025/26e.

Dodatkowy potencjał z nowych projektów – Umowa z Templeton ma zostać sfinalizowana w 4Q25. Zwracamy jednak uwagę, że na spotkaniu wynikowym 2Q25 prezes wskazywał na toczące się kolejne projekty, które powinny wspierać rozwój spółki. Potencjalne nowe umowy nie są uwzględnione w naszych prognozach i mogą stanowić *upside risk*.

Wskaźniki wyceny wciąż nie wymagające – Na naszych prognozach Quercus jest notowany na 11.1/12.1x 2025/26e P/E, z 30/14% dyskontem do spółek porównywalnych. Biorąc pod uwagę wysoką rentowność, zdrową strukturę AUM, dystrybucję zysków i oczekiwaną ścieżkę wyników, uważamy obecną wycenę za nie wymagającą.

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

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2023-2028e (PLNm)

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	118.5	176.9	183.2	181.6	185.1	185.6
EBITDA	27.8	73.2	58.1	55.1	57.3	54.9
Zysk netto	31.0	43.2	46.9	43.0	43.6	40.4
- zmiana r/r (%)	120%	40%	8%	-8%	1%	-8%
DY/skup akcji (%)	2.1%	5.1%	11.3%	8.8%	8.1%	8.3%
P/E (x)	19.8	13.4	11.1	12.1	11.9	12.9
P/BV	6.2	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

Kupuj (poprz. Trzymaj)

Cena docelowa

PLN 13.2

Potencjał wzrostu

+19%

Cena z 1 września 2025

PLN 11.10

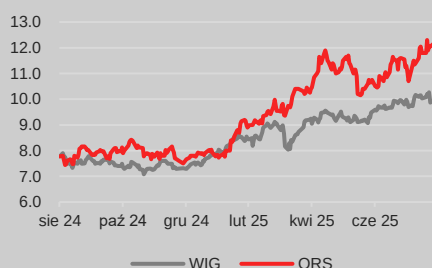
Rating ESG

B

Ocena końcowa ESG

1.23

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 3Q25

20 października

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	QRS PW
Free float (%)	43.0
MCAP (PLNm)	521
Liczba akcji (mn)	47.0

Akcjonariusze	Sebastian i Anna Buczek 20.2%
	Jakub Głowacki (oraz FR) 17.0%
	Fundacja Zbigniewa Juroszka 9.5%
	OFE NN 8.0%

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

Kluczowe dane	3
Zmiany prognoz na lata 2025-26e.....	4
Ostatnie wydarzenia	5
Wycena	6
Rating ESG	8
Prognozy finansowe.....	9
DISCLAIMER.....	12

Kluczowe dane

Rachunek wyników	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	118.5	176.9	183.2	181.6	185.1	185.6
- zarządzanie funduszami inw.	69.9	97.5	102.0	107.3	113.9	115.0
- przyjmowanie zleceń	42.2	51.5	58.4	60.6	60.4	60.5
Koszty ogółem	-93.7	-107.3	-129.4	-131.5	-132.7	-135.7
Koszty dystrybucji	-39.5	-54.8	-67.7	-72.0	-70.8	-71.2
Koszty świadczeń pracowniczych	-27.8	-33.7	-39.0	-40.5	-42.3	-44.2
Usługi obce	-6.1	-6.3	-6.9	-7.5	-7.9	-8.1
Pozostałe koszty operacyjne	-17.2	-8.8	-11.4	-6.5	-6.8	-7.0
Amortyzacja	-3.1	-3.6	-4.3	-4.9	-5.0	-5.0
EBIT	24.7	69.7	53.8	50.2	52.4	49.9
EBITDA	27.8	73.2	58.1	55.1	57.3	54.9
Przychody finansowe netto	14.6	-14.2	6.3	5.0	3.6	2.0
Zysk brutto	39.3	55.4	60.2	55.2	56.0	51.9
Podatek dochodowy	-7.6	-10.8	-11.6	-10.5	-10.6	-9.9
Zysk netto	31.7	44.7	48.5	44.7	45.3	42.0
Zysk netto akcj. jedn. domin.	31.0	43.2	46.9	43.0	43.6	40.4

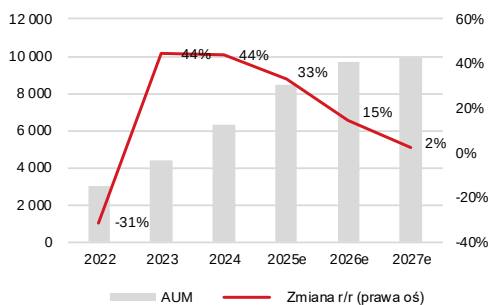
Bilans	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Rzeczowe aktywa trwałe	6.1	6.3	6.2	5.6	5.1	4.8
Aktywa finansowe	85.0	39.8	47.3	55.2	63.6	72.5
Aktywa trwałe	100.8	57.6	65.0	72.4	80.3	88.8
Należności z tyt. dostaw i usług	33.7	34.0	34.7	35.4	36.1	36.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	68.5	84.7	66.1	57.4	52.4	43.3
Aktywa obrotowe	104	134	116	108	104	95
Aktywa razem	204	192	181	181	184	184
Kapitał własny jedn. dom.	99.4	113.4	102.9	101.5	104.4	103.3
Rezerwy na zobowiązania	22.0	3.3	3.2	3.1	3.0	3.2
Leasing	3.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Zobowiązania długoterminowe	25.2	5.0	4.9	4.9	4.8	5.0
Zob. z tyt. dostaw i usług	4.1	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
Zob. wobec klientów	49.3	35.6	35.3	35.7	36.1	36.5
Zobowiązania krótkoterminowe	74.4	67.0	67.1	68.0	68.9	69.8
Pasywa razem	204	192	181	181	184	184

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	31.0	43.2	46.9	43.0	43.6	40.4
Amortyzacja	3.1	3.6	4.3	4.9	5.0	5.0
Koszty finansowe	0.2	25.9	0.3	0.4	0.1	0.1
Pozostałe	5.7	-24.3	1.0	1.8	1.8	2.1
Przepływy z działalności operacyjnej	26.0	32.2	52.5	50.1	50.5	47.5
Nakłady inwestycyjne	-1.9	-4.0	-4.2	-4.3	-4.5	-4.7
Pozostałe	0.8	19.7	-7.5	-7.9	-8.4	-8.9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1.1	15.7	-11.7	-12.3	-12.9	-13.5
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-12.7	-29.2	-59.1	-46.1	-42.4	-43.1
Pozostałe	-1.9	-2.5	-0.3	-0.4	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	-14.5	-31.7	-59.4	-46.5	-42.5	-43.2
Środki pieniężne na początek okresu	58.2	68.5	84.7	66.1	57.4	52.4
Środki pieniężne na koniec okresu	68.5	84.7	66.1	57.4	52.4	43.3

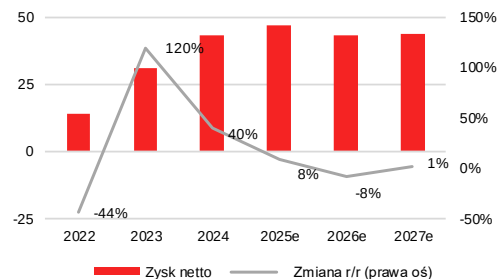
Wybrane dane	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	4 409	6 343	8 462	9 709	9 922	10 085
Zmiana r/r (%)	44%	44%	33%	15%	2%	2%
Średnie AUM (PLNm)	3 551	5 376	7 403	9 086	9 816	10 004
Zmiana r/r (%)	1%	51%	38%	23%	8%	2%
ROE (%)	34%	41%	43%	42%	42%	39%
ROA (%)	17%	22%	25%	24%	24%	22%
Marża zysku netto (%)	26%	24%	26%	24%	24%	22%
Marża na średnich AUM (%)	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	86%	94%	132%	95%	95%	95%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	2.1%	5.1%	11.3%	8.8%	8.1%	8.3%
Liczba akcji (m)	55.2	52.1	47.0	47.0	47.0	47.0
P/E (x)	19.8	13.4	11.1	12.1	11.9	12.9
P/BV (x)	6.2	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

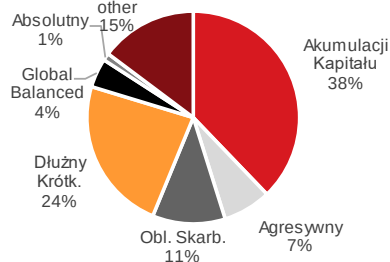
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



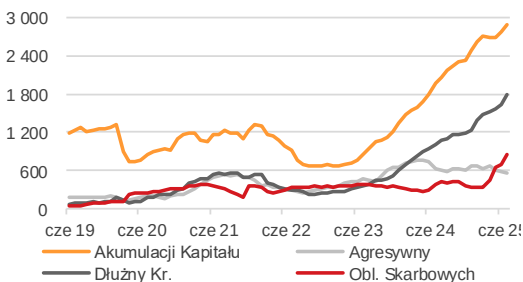
Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



Struktura aktywów (%)



Aktywa wybranych funduszy (PLNm)



Kluczowe ryzyka dla naszej wyceny oraz prognoz:

1) Zależność od trendów rynkowych – Bessa, lub nagłe zmiany na rynkach mogą negatywnie przełożyć się na stopy zwrotu zarządzanych funduszy, 2) Ryzyko stóp procentowych – Jeżeli stopy procentowe pozostaną wysokie przez dłuższy czas, klienci mogą być bardziej skłonni do lokowania oszczędności w depozyty i obligacje SP, 3) Ryzyko słabych wyników funduszy – Słabe stopy zwrotu zarządzanych funduszy mogą negatywnie przełożyć się zarówno na AUM, 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 zew. nętrnych 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 2025-26e

Na skutek lepszego od oczekiwań wzrostu AUM w ostatnich miesiącach, dobrych stóp zwrotu zarządzanych funduszy oraz wysokich napływów, podwyższamy nasze prognozy aktywów pod zarządzaniem o 7/20% w 2025/26e. Powyższe, wraz z wysoką rezerwą na *success fee* wykazaną po 1H25, skłoniło nas do podniesienia prognoz przychodów ogółem o 13/10% w 2025/26e. Przy jednocześnie wyższych prognozach kosztów (o 11/12% w 2025/26e) oczekujemy, że zysk netto Quercus TFI wyniesie PLN 46.9m w 2025e (podwyższenie o 14%) oraz PLN 43.0m w 2026e (podwyższenie 8%).

- Na skutek lepszego od oczekiwań wzrostu AUM w ostatnich miesiącach, dobrych stóp zwrotu zarządzanych funduszy oraz wysokich napływów, podwyższamy nasze prognozy aktywów pod zarządzaniem o 7/20% w 2025/26e. Oczekujemy obecnie, że AUM ogółem wzrosną o 33% r/r w 2025e (po 44% r/r wzroście w 2024), o 15% r/r w 2026e oraz o 2% r/r w 2027e.
- Powyższe, wraz z wysoką rezerwą na *success fee* wykazaną po 1H25, skłoniło nas do podniesienia prognoz przychodów ogółem o 13/10% w 2025/26e.
- Wyższe od oczekiwanych koszty wykazane w 2Q25 wraz z podwyższonymi prognozami AUM, skłoniły nas do podniesienia naszych prognoz kosztów ogółem o 11% w 2025e oraz o 12% w 2026e. Nasze prognozy przychodów finansowych netto pozostawiamy bez większych zmian.
- W rezultacie powyższych zmian oczekujemy że zysk netto Quercus TFI wyniesie PLN 46.9m w 2025e (podwyższenie o 14%) oraz PLN 43.0m w 2026e (podwyższenie 8%).

Quercus TFI – Zmiana prognoz na lata 2025-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2025e			2026e			2027e		
	Poprz.	Obecne	Zmiana (%)	Poprz.	Obecne	Zmiana (%)	Poprz.	Obecne	Zmiana (%)
Przychody	162.5	183.2	13%	164.4	181.6	10%	165.5	185.1	12%
Koszty ogółem	-116.1	-129.4	11%	-117.7	-131.5	12%	-120.6	-132.7	10%
EBIT	46.4	53.8	16%	46.7	50.2	7%	44.9	52.4	17%
EBITDA	50.6	58.1	15%	50.9	55.1	8%	49.2	57.3	17%
Przychody fin. netto	6.4	6.3	-1%	4.5	5.0	11%	3.4	3.6	6%
Zysk brutto	52.8	60.2	14%	51.2	55.2	8%	48.3	56.0	16%
Zysk netto	42.7	48.5	14%	41.4	44.7	8%	39.1	45.3	16%
Zysk netto dla większ.	41.0	46.9	14%	39.8	43.0	8%	37.5	43.6	16%
AUM (na koniec roku)	7 919	8 462	7%	8 093	9 709	20%	8 124	9 922	22%
AUM (średnie)	7 131	7 403	4%	8 006	9 086	13%	8 109	9 816	21%

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem w lipcu w górę o 39% r/r, 5% m/m

W lipcu 2025 r. aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI wzrosły o 39% r/r (5% m/m). Wzrost w ujęciu rocznym był głównie efektem rosnących AUM QRS Akumulacji Kapitału (47% r/r), QRS Dłużny Krótkoterminowy (79% r/r) oraz QRS Obligacji Skarbowych (116% r/r).

Quercus TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Mar-25	Kwi-25	Maj-25	Cze-25	Lip-25	r/r	m/m
FIO	6 089	6 306	6 509	6 703	7 082	44%	6%
Absolute Return FIZ	21	22	22	21	21	-60%	2%
Global Balanced Plus FIZ	43	44	47	49	47	13%	-4%
Acer Multistrategy FIZ	147	147	147	145	145	24%	0%
Multistrategy FIZ	56	57	55	54	52	-10%	-3%
Private Equity Multifund FIZ	4	4	4	3	3	-24%	-6%
Alphaset FIZ	228	228	228	234	229	10%	-2%
Asset Management	474	361	358	359	364	20%	1%
TOTAL	7 085	7 191	7 393	7 592	7 967	39%	5%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Cena w umowie z Templeton podwyższona do PLN 11.45 z PLN 10.0

Quercus TFI opublikował plan połączenia z Templeton Asset Management TFI. Spółki przyjęły wartość akcji Quercusa w ramach parytetu wymiany ostatecznie na poziomie PLN 11.45 zł wobec PLN 10.0 poprzednio. Łączna wartość dodatkowej emisji akcji ma wynieść PLN 38-40m.

Wyniki za 2Q25 (publikacja 14-go sierpnia)

2Q25 był kolejnym solidnym kwartałem dla spółki - 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.

Quercus TFI – Wybrane dane z rachunku wyników, 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 fin. netto	3.5	4.5	-25.4	1.8	1.6	-55%	-13%	1.8	-9%
Zysk brutto	12.3	10.3	24.7	11.8	16.4	34%	39%	14.8	11%
Zysk netto	9.4	7.9	19.4	9.1	12.8	35%	40%	11.6	10%
AUM	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

Wycena

Wyceny spółki Quercus TFI dokonujemy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę porównawczą. Przyjmując odpowiednio 70/30% wagi obu metod otrzymujemy cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 13.2/na akcję (19% potencjał wzrostu).

Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

DCF	12.7
Wycena porównawcza	14.4
Średnia ważona	13.2
Cena docelowa	13.2
Cena rynkowa	11.10
Potencjał wzrostu (%)	18.9%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych dyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.4% (4.0% w terminalu), premię za ryzyko 6.0% (5.0% w terminalu) oraz Beta 1.0. Przyjmujemy również stopę wzrostu (g) na poziomie 3%. Nasz model DCF implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 12.7/akcję.

Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Przychody	182	185	186	186	186	186	186
- zmiana r/r	-1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	50	52	50	49	46	43	43
- zmiana r/r	-7%	4%	-5%	-3%	-6%	-6%	0%
- EBIT margin	28%	28%	27%	26%	25%	23%	23%
Podatek	-10	-10	-10	-9	-9	-8	-8
NOPLAT	40	42	40	39	37	35	35
- zmiana r/r	-7%	4%	-5%	-2%	-6%	-6%	0%
D&A	5	5	5	5	5	5	5
- zmiana r/r	38%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Capex	-4	-4	-5	-6	-6	-6	-6
- zmiana r/r	129%	4%	4%	18%	0%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	-1	-1	-1	0	0	0	0
FCF	40	42	40	39	37	34	34
DFCF	36	34	29	26	22	18	18
Suma zdysk. FCF	165						
Wartość rezydualna	620						
Zdyskontowana wartość rezydualna	331						
Enterprise value	496						
Dług netto (2025e)	-66						
Equity value - Dec 31 2025	556						
Liczba akcji (m)	47.0						
12M cena docelowa (PLN)	12.7						
Cena rynkowa (PLN) – 1 września 2025	11.1						
Potencjał wzrostu/spadku	14%						

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kalkulacja WACC

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

Źródło: Pekao Equity Research

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

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
Beta		2.4%	3.4%	4.4%	5.4%	6.4%	7.4%	8.4%
	0.7	18.1	17.4	16.8	16.2	15.6	15.1	14.6
	0.8	16.4	15.9	15.3	14.8	14.3	13.8	13.4
	0.9	15.1	14.6	14.1	13.6	13.2	12.8	12.4
	1.0	14.0	13.6	13.1	12.7	12.3	11.9	11.6
	1.1	13.1	12.7	12.3	11.9	11.5	11.2	10.9
	1.2	12.3	11.9	11.5	11.2	10.9	10.6	10.3
	1.3	11.6	11.2	10.9	10.6	10.3	10.0	9.8

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 (%)						
Premia za ryzyko		2.4%	3.4%	4.4%	5.4%	6.4%	7.4%	8.4%
	3%	15.7	15.1	14.6	14.1	13.7	13.2	12.8
	4%	15.1	14.6	14.1	13.6	13.2	12.8	12.4
	5%	14.5	14.1	13.6	13.1	12.7	12.3	12.0
	6%	14.0	13.6	13.1	12.7	12.3	11.9	11.6
	7%	13.5	13.1	12.7	12.3	11.9	11.5	11.2
	8%	13.0	12.6	12.2	11.9	11.5	11.2	10.9
	9%	12.6	12.2	11.8	11.5	11.2	10.8	10.5

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	2025e	2026e
Średnia spółek zagranicznych	15.9	14.1
Quercus C/Z	11.1	12.1
Premia/dyskonto do średniej	-30%	-14%
Implikowana wycena/akcję (PLN)	15.9	12.9
Waga	50%	50%
Wycena na akcję (PLN)	14.4	

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2025-2026e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 14.4/akcję.

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	Krej	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		DY	
				2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 474	58 161	22.6	22.7	1.4	1.4	7%	7%	9%	9%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	771	54 799	11.9	12.9	0.8	0.8	7%	5%	5%	4%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 205	162 914	8.2	6.2	1.3	0.9	15%	18%	8%	8%
SCHRODERS PLC	GB	7 069	800 568	13.0	11.3	1.3	1.3	11%	12%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	5 540	684 027	9.1	8.3	2.0	1.7	14%	13%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 765	765 485	12.2	10.8	na	na	7%	na	8%	9%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	66 894	725 710	16.3	13.6	3.2	2.7	28%	19%	1%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA	US	3 263	155 772	13.1	11.8	na	na	na	na	7%	8%
BLACKROCK INC	US	158 174	11 161 707	24.0	21.5	3.5	3.5	16%	17%	2%	2%
BLACKSTONE INC	US	182 186	1 089 168	32.6	25.2	11.2	10.4	35%	41%	2%	3%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	19 979	426 147	15.3	13.0	3.2	2.6	23%	24%	2%	2%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	11 370	1 505 741	12.0	9.6	0.6	0.6	6%	7%	4%	4%
KKR & CO INC	US	107 016	616 071	27.0	20.5	4.6	4.0	12%	12%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	20 398	1 552 421	11.6	11.2	2.4	2.2	19%	20%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 395	12 014	13.8	13.4	1.4	1.5	11%	12%	5%	5%
AMP LTD	AU	2 424	na	15.5	14.5	1.1	1.1	7%	7%	2%	3%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 694	184 553	12.4	12.5	1.4	1.3	12%	11%	0%	0%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Rating ESG

Quercus TFI – Podsumowanie ratingu ESG

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

Źródło: Pekao Equity Research

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

Quercus TFI – Metodologia ESG

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

Źródło: Pekao Equity Research

Prognozy finansowe

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2022-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
EPS skorygowany	0.2	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
Przychody	93.1	118.5	176.9	183.2	181.6	185.1	185.6
Marża zysku brutto	19%	33%	31%	33%	30%	30%	28%
EBIT	14.9	24.7	69.7	53.8	50.2	52.4	49.9
EBITDA	19.2	27.8	73.2	58.1	55.1	57.3	54.9
Wynik netto	14.1	31.0	43.2	46.9	43.0	43.6	40.4
Dług netto	-58.2	-68.5	-84.7	-66.1	-57.4	-52.4	-43.3
BPS	1.4	1.8	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
DPS	0.4	0.2	0.6	1.3	1.0	0.9	0.9
ROE	17%	34%	41%	43%	42%	42%	39%
ROA	8%	17%	22%	25%	24%	24%	22%
D&A	4.3	3.1	3.6	4.3	4.9	5.0	5.0
Free cash flow	35.0	-1.4	54.8	42.9	40.5	42.2	40.0
CAPEX	1.5	1.9	4.0	4.2	4.3	4.5	4.7

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – P&L, 2022-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	93.1	118.5	176.9	183.2	181.6	185.1	185.6
Koszty ogółem	-78.1	-93.7	-107.3	-129.4	-131.5	-132.7	-135.7
EBIT	14.9	24.7	69.7	53.8	50.2	52.4	49.9
EBITDA	19.2	27.8	73.2	58.1	55.1	57.3	54.9
Przychody finansowe netto	2.8	14.6	-14.2	6.3	5.0	3.6	2.0
Zysk brutto	17.7	39.3	55.4	60.2	55.2	56.0	51.9
Podatek dochodowy	-3.0	-7.6	-10.8	-11.6	-10.5	-10.6	-9.9
Zysk netto	14.7	31.7	44.7	48.5	44.7	45.3	42.0
Zysk netto akcj. jedn. domin.	14.1	31.0	43.2	46.9	43.0	43.6	40.4

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2022-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	3 054	4 409	6 343	8 462	9 709	9 922	10 085
Zmiana r/r (%)	-31%	44%	44%	33%	15%	2%	2%
Średnie AUM (PLNm)	3 512	3 551	5 376	7 403	9 086	9 816	10 004
Zmiana r/r (%)	-5%	1%	51%	38%	23%	8%	2%
Marża zysku netto (%)	15%	26%	24%	26%	24%	24%	22%
Marża na średnich AUM (%)	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Stopa dywidendy (%)	4%	2%	5%	11%	9%	8%	8%
Liczba akcji (m)	56	55	52	47	47	47	47

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Bilans, 2022-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Rzeczowe aktywa trwałe	5.9	6.1	6.3	6.2	5.6	5.1	4.8
Aktywa finansowe	72.9	85.0	39.8	47.3	55.2	63.6	72.5
Aktywa trwałe	88.1	100.8	57.6	65.0	72.4	80.3	88.8
Należności z tyt. dostaw i usług	10.9	33.7	34.0	34.7	35.4	36.1	36.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	58.2	68.5	84.7	66.1	57.4	52.4	43.3
Aktywa obrotowe	69.9	103.7	134.1	116.2	108.2	103.9	95.5
Aktywa razem	158.0	204.5	191.7	181.2	180.5	184.2	184.3
Kapitał własny jedn. dom.	81.1	99.4	113.4	102.9	101.5	104.4	103.3
Rezerwy na zobowiązania	15.1	22.0	3.3	3.2	3.1	3.0	3.2
Leasing	3.1	3.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Zobowiązania długoterminowe	18.7	25.2	5.0	4.9	4.9	4.8	5.0
Zob. z tyt. dostaw i usług	3.8	4.1	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
Zob. wobec klientów	39.8	49.3	35.6	35.3	35.7	36.1	36.5
Zobowiązania krótkoterminowe	53.0	74.4	67.0	67.1	68.0	68.9	69.8
Pasywa razem	158.0	204.5	191.7	181.2	180.5	184.2	184.3

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Cash flow, 2022-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	14.7	31.0	43.2	46.9	43.0	43.6	40.4
Amortyzacja	4.3	3.1	3.6	4.3	4.9	5.0	5.0
Koszty finansowe	0.2	0.2	25.9	0.3	0.4	0.1	0.1
Pozostałe	-20.3	5.7	-24.3	1.0	1.8	1.8	2.1
Przepływy z działalności operacyjnej	-1.1	26.0	32.2	52.5	50.1	50.5	47.5
Wpływy ze sprzedaży aktywów	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nakłady inwestycyjne	-1.5	-1.9	-4.0	-4.2	-4.3	-4.5	-4.7
Wydutki na aktywa finansowe	-3.0	0.8	19.7	-7.5	-7.9	-8.4	-8.9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	3.4	-1.1	15.7	-11.7	-12.3	-12.9	-13.5
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-22.3	-12.7	-29.2	-59.1	-46.1	-42.4	-43.1
Pozostałe	-2.5	-1.9	-2.5	-0.3	-0.4	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	-24.9	-14.5	-31.7	-59.4	-46.5	-42.5	-43.2
Środki pieniężne na początek okresu	80.7	58.2	68.5	84.7	66.1	57.4	52.4
Środki pieniężne na koniec okresu	58.2	68.5	84.7	66.1	57.4	52.4	43.3

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 1 WRZEŚNIA O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 2 WRZEŚNIA 2025 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.

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 osiągnęte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo 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