

## Quercus TFI

### Dobre perspektywy

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Quercus TFI od zalecenia Kupuj z ceną docelową PLN 5.3/akcję (27% potencjał wzrostu). Po trudnym roku 2022, spółka wraca na ścieżkę wzrostu na skutek rosnących aktywów pod zarządzaniem oraz napływów do funduszy wspieranych dobrymi wynikami zarządzanych funduszy. Oczekujemy, że wynik netto Quercus TFI wyniesie PLN 24m w 2023e oraz PLN 21m w 2024e. Biorąc pod uwagę obiecujące perspektywy oraz dywidendę/buy-back, obecną wycenę na poziomie 10/11x C/Z uważamy za niewymagającą.

**AUM na ścieżce wzrostu...** – W sierpniu aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI zwiększyły się do PLN 3,696m (19% r/r, 1% m/m) głównie na skutek wzrostu AUM QRS Agresywny, QRS Dłużny Krótkoterminowy oraz QRS Ochrony Kapitału. W naszych prognozach zakładamy, że aktywa pod zarządzaniem wzrosną do PLN 3.9mld (28% r/r) w 2023e oraz do PLN 4.6mld (18% r/r) w 2024e.

**...wspomagane dobrymi wynikami funduszy oraz spadającymi stopami procentowymi** – Oczekujemy, że wzrost AUM będzie wspomagany przez napływy do funduszy (PLN 276m od początku roku) oraz dobre wyniki zarządzanych funduszy. Spodziewamy się również, że rozpoczęty cykl obniżek stop procentowych w Polsce będzie sprzyjał szukaniu przez klientów alternatyw inwestycyjnych.

**Dobre wyniki na horyzoncie** – Oczekujemy, że zysk netto Quercus TFI wzrośnie do PLN 24m (68% r/r) w 2023e oraz nieznacznie spadnie do PLN 21/20m w 2024/25e. Spodziewamy się wzrostu opłaty stałej (na skutek przyrostu AUM), ale również solidnej opłaty zmiennej.

**Dywidenda/skup akcji** – Quercus TFI regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Z zysku za 2023/24e oczekujemy 95% wskaźnika wypłaty i stopy dywidendy na poziomie 10/9%.

**Niewymagająca wycena** – Na naszych prognozach na 2023/24e Quercus TFI jest notowany na 9.7/11.1x C/Z, z 26/3% dyskontem do spółek zagranicznych. Ze względu na obiecujące perspektywy wyników oraz dywidendę obecną wycenę uważamy za niewymagającą.

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

### Quercus TFI – Kluczowe dane, 2021-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	83.0	93.1	109.3	119.4	125.0	127.6
EBITDA	27.1	19.2	23.4	22.7	23.5	23.6
Zysk netto	25.1	14.1	23.7	20.7	20.2	19.3
- zmiana r/r	40%	-44%	68%	-13%	-2%	-4%
Dywidenda/skup(%)	7.3%	9.5%	5.5%	10.0%	8.8%	8.6%
P/E (x)	9.8	16.7	9.7	11.1	11.4	11.9
P/BV (x)	2.7	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

## Kupuj (raport inicjujący)

**Cena docelowa** **PLN 5.3**

**Potencjał wzrostu** **+27%**  
 Cena z 6 września 2023 **PLN 4.17**

**Rating ESG** **B**  
**Ocena końcowa ESG** **1.14**

### Relatywny kurs akcji vs. WIG



### NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 3Q23 **20 Października**

### KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	QRS PW
Free float (%)	43.5
MCAP (PLNm)	236
Liczba akcji (mn)	56.5

Akcjonariusze	Sebastian i Anna Buczek 17.8%
	Jakub Głowacki 16.7%
	Betpay Capital Sp. z o.o. 9.0%
	OFE NN 7.3%
	Q1 FIZ 5.8%
	Other 43.5%

**Michał Fidelus**  
[michal.fidelus@pekao.com.pl](mailto:michal.fidelus@pekao.com.pl)



## Spis treści

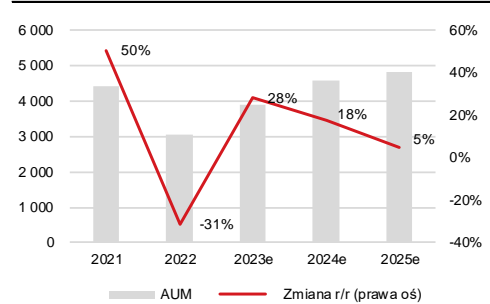
Kluczowe dane .....	3
Tezy inwestycyjne.....	4
Czynniki ryzyka .....	5
Strategia i model biznesowy .....	6
Wycena .....	11
Rating ESG .....	13
Prognozy finansowe.....	14
DISCLAIMER .....	16

## Kluczowe dane

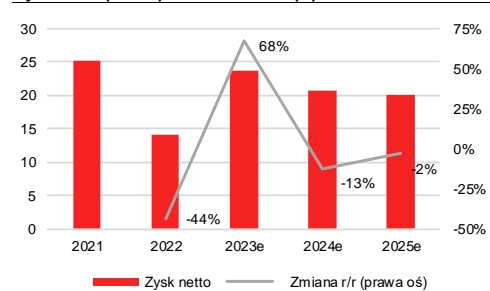
Rachunek wyników	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Przychody</b>	<b>83.0</b>	<b>93.1</b>	<b>109.3</b>	<b>119.4</b>	<b>125.0</b>	<b>127.6</b>
- zarządzanie funduszami inwestycyjnymi	54.1	47.4	48.8	60.4	66.0	68.7
- przyjmowanie zleceń kupna/umarsz	7.8	39.0	42.1	45.3	45.3	45.4
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-57.5</b>	<b>-78.1</b>	<b>-89.5</b>	<b>-100.4</b>	<b>-105.3</b>	<b>-108.0</b>
Koszty dystrybucji	-24.0	-37.3	-39.7	-50.5	-53.8	-55.1
Koszty świadczeń pracowniczych	-19.2	-20.8	-27.0	-26.2	-27.0	-27.8
Usługi obce	-2.5	-6.1	-6.4	-6.9	-7.2	-7.5
Pozostałe koszty operacyjne	-10.2	-9.6	-12.7	-13.1	-13.5	-13.6
Amortyzacja	-1.6	-4.3	-3.6	-3.7	-3.8	-4.0
<b>EBIT</b>	<b>25.6</b>	<b>14.9</b>	<b>19.8</b>	<b>19.0</b>	<b>19.7</b>	<b>19.7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>27.1</b>	<b>19.2</b>	<b>23.4</b>	<b>22.7</b>	<b>23.5</b>	<b>23.6</b>
Przychody finansowe netto	5.0	2.8	10.3	7.4	6.1	5.0
<b>Zysk brutto</b>	<b>30.5</b>	<b>17.7</b>	<b>30.0</b>	<b>26.4</b>	<b>25.7</b>	<b>24.6</b>
Podatek dochodowy	-5.4	-3.0	-5.7	-5.0	-4.9	-4.7
<b>Zysk netto</b>	<b>25.1</b>	<b>14.7</b>	<b>24.3</b>	<b>21.3</b>	<b>20.8</b>	<b>20.0</b>
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>25.1</b>	<b>14.1</b>	<b>23.7</b>	<b>20.7</b>	<b>20.2</b>	<b>19.3</b>
<b>Bilans</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4.7	5.9	5.9	5.9	6.1	6.5
Aktywa finansowe	66.9	72.9	75.1	78.6	83.5	90.3
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>82.0</b>	<b>88.1</b>	<b>90.2</b>	<b>93.9</b>	<b>98.9</b>	<b>106.1</b>
Należności z tyt. dostaw i usług	29.7	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	80.7	58.2	67.8	63.9	59.0	52.8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>114.2</b>	<b>69.9</b>	<b>79.5</b>	<b>75.6</b>	<b>70.7</b>	<b>64.6</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>196.2</b>	<b>158.0</b>	<b>169.8</b>	<b>169.5</b>	<b>169.6</b>	<b>170.6</b>
<b>Kapitał własny jedn. dom.</b>	<b>89.6</b>	<b>81.1</b>	<b>92.8</b>	<b>91.0</b>	<b>91.6</b>	<b>91.7</b>
Rezerwy na zobowiązania	15.1	15.1	15.4	15.7	15.5	15.7
Leasing	1.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>16.7</b>	<b>18.7</b>	<b>19.0</b>	<b>19.3</b>	<b>19.1</b>	<b>19.3</b>
Zob. z tyt. dostaw i usług	2.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Zob. wobec klientów	68.9	39.8	39.4	40.4	40.0	40.5
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>89.9</b>	<b>53.0</b>	<b>52.7</b>	<b>53.9</b>	<b>53.7</b>	<b>54.3</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>196.2</b>	<b>158.0</b>	<b>169.8</b>	<b>169.5</b>	<b>169.6</b>	<b>170.6</b>
<b>Rachunek przepływów pieniężnych</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>25.1</b>	<b>14.7</b>	<b>24.3</b>	<b>21.3</b>	<b>20.8</b>	<b>20.0</b>
Amortyzacja	1.6	4.3	3.6	3.7	3.8	4.0
Koszty finansowe	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	-14.2	-20.3	-0.1	1.3	-0.5	0.7
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>12.8</b>	<b>-1.1</b>	<b>28.2</b>	<b>26.5</b>	<b>24.2</b>	<b>24.7</b>
Wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych	15.0	7.9	5.0	5.0	5.0	5.0
Nakłady inwestycyjne	-0.7	-1.5	-2.1	-2.3	-2.5	-2.8
Pozostałe	35.1	-3.0	-8.5	-9.9	-11.2	-13.2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>49.4</b>	<b>3.4</b>	<b>-5.6</b>	<b>-7.2</b>	<b>-8.8</b>	<b>-11.0</b>
Emisja akcji	22.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-17.9	-22.3	-12.6	-23.1	-20.3	-19.8
Pozostałe	-0.8	-2.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>3.8</b>	<b>-24.9</b>	<b>-12.9</b>	<b>-23.2</b>	<b>-20.4</b>	<b>-19.9</b>
<b>Środki pieniężne na początek okresu</b>	<b>14.8</b>	<b>80.7</b>	<b>58.2</b>	<b>67.8</b>	<b>63.9</b>	<b>59.0</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>80.7</b>	<b>58.2</b>	<b>67.8</b>	<b>63.9</b>	<b>59.0</b>	<b>52.8</b>
<b>Wybrane dane</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
AUM (PLNm)	4 438	3 054	3 911	4 603	4 827	4 983
Zmiana r/r (%)	50%	-31%	28%	18%	5%	3%
Średnie AUM (PLNm)	3 682	3 512	3 482	4 257	4 715	4 905
Zmiana r/r (%)	48%	-5%	-1%	22%	11%	4%
ROE (%)	28%	17%	27%	23%	22%	21%
ROA (%)	18%	8%	14%	12%	12%	11%
Marża zysku netto (%)	30%	15%	22%	17%	16%	15%
Marża na średnich AUM (%)	1%	0%	1%	0%	0%	0%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	100%	89%	86%	95%	95%	95%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	7.3%	9.5%	5.5%	10.0%	8.8%	8.6%
Liczba akcji (m)	58.8	56.5	55.2	55.2	55.2	55.2
P/E (x)	9.8	16.7	9.7	11.1	11.4	11.9
P/BV (x)	2.7	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

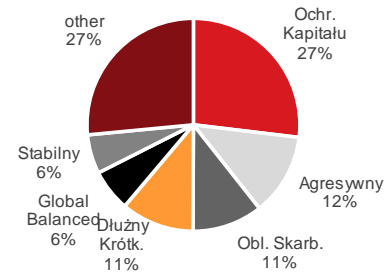
### AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



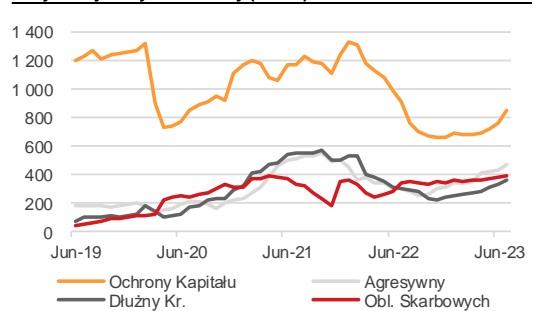
### Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



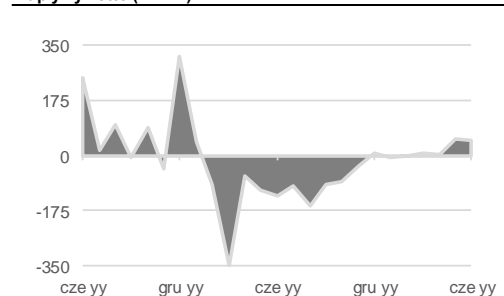
### Struktura aktywów (%), Sierpień 2023



### Aktywa wybranych funduszy (PLNm)



### Napływy netto (PLNm)





## Tezy inwestycyjne

- **Niezależna spółka zarządzania aktywami** – Quercus TFI jest niezależnym podmiotem zarządzania aktywami z wartością aktywów na poziomie PLN 3.7mld oraz c. 2% udziałem w rynku funduszy inwestycyjnych otwartych. Spółka oferuje szerokie spektrum produktów inwestycyjnych opartych na akcjach, instrumentach dłużnych, czy surowcach. Według danych *Analizy.pl* na koniec czerwca 2023 r. Quercus miał 8,170 klientów.
- **AUM na ścieżce wzrostu** – W sierpniu aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI zwiększyły się do PLN 3,696m (19% r/r, 1% m/m) głównie na skutek wzrostu AUM funduszy *QRS Agresywny*, *QRS Ochrony Kapitału* oraz *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (odpowiednio 59% r/r, 24% r/r oraz 34% r/r). W naszych prognozach zakładamy, że aktywa pod zarządzaniem wzrosną do PLN 3.9mld (28% r/r) w 2023e oraz do PLN 4.7mld (18% r/r) w 2024e.
- **... wspierane przez napływy do funduszy...** – Po bardzo udanym roku 2021 (napływy netto PLN +1.3mld), rok 2022 był znacznie trudniejszy z odpływami na poziomie PLN -1.2mld. Ostatnie miesiące przyniosły jednak stabilizację pozytywnych trendów, z napływami od początku roku na poziomie PLN 276m (wobec PLN -961m odpływów w tym samym czasie roku poprzedniego). Spodziewamy się, że pozytywne tendencje zostaną utrzymane, czemu sprzyjać będą dobre wyniki zarządzanych funduszy oraz spadające stopy procentowe.
- **...oraz dobre wyniki zarządzanych funduszy** – Stopy zwrotu funduszy zarządzanych przez Quercus TFI od początku roku są dwucyfrowe w strategiach akcyjnych oraz na poziomie 8-10% w strategiach dłużnych (*QRS Ochrony Kapitału*, *QRS Dłużny Krótkoterminowy*, *QRS Obligacji Skarbowych*). Uważamy, że dobre wyniki funduszy powinny wspierać napływy również w kolejnych kwartałach.
- **Wsparcie ze strony obniżek stop procentowych** – Przez ostatnie kwartały środowisko konkurencyjne dla funduszy inwestycyjne było trudne ze względu na silną konkurencję ze strony depozytów oraz obligacji Skarbu Państwa. Uważamy jednak, że rozpoczęty cykl obniżek stop będzie sprzyjał poszukiwaniu przez klientów alternatyw inwestycyjnych oraz zwiększy zainteresowanie ofertą funduszy.
- **Dobre wyniki na horyzoncie** – Oczekujemy, że w zysk netto Quercus TFI wyniesie PLN 24m (68% r/r) w 2023e oraz PLN 21/20m w 2024/25e. Oczekujemy rosnącej opłaty stałej (na skutek przyrostu aktywów pod zarządzaniem), ale także relatywnie wysokiej opłaty zmiennej (PLN 15/10m w 2023/24e).
- **Dywidenda/skup akcji** – Quercus TFI regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Z zysku za 2023/24e oczekujemy 95% wskaźnika wypłaty i stopy dywidendy na poziomie 10/9%.
- **Niewymagająca wycena** – Na naszych prognozach na 2023/24e Quercus TFI jest notowany na 9.7/11.1x C/Z, z 26/3% dyskontem do spółek zagranicznych. Ze względu na obiecujące perspektywy wyników oraz dywidendę obecną wycenę uważamy za niewymagającą.



## Czynniki ryzyka

- **Zależność od trendów rynkowych** – Efekty zarządzania aktywami są w znacznym stopniu uzależnione od trendów na globalnych rynkach finansowych i kapitałowych. Dostrzegamy ryzyko, że bessy, lub nieoczekiwane zmiany na rynkach akcji, obligacji, surowców, towarów, czy walut mogą istotnie negatywnie przełożyć się na stopy zwrotu funduszy zarządzanych przez Quercus TFI, a tym samym na wyniki finansowe spółki.
- **Ryzyko wysokich stóp procentowych** – Zakładamy, że nadchodzące obniżki stop procentowych w Polsce skłonią klientów do poszukiwania alternatywnych możliwości inwestycyjnych (wobec depozytów oraz obligacji Skarbu Państwa), co powinno skutkować zwiększeniem zainteresowania ofertą funduszy inwestycyjnych. Zwracamy jednak uwagę, że jeżeli stopy procentowe pozostaną na relatywnie wysokim poziomie przez dłuższy czas, klienci mogą w dalszym ciągu być bardziej skłonni do lokowania oszczędności głównie w depozyty i obligacje SP.
- **Ryzyko słabych wyników zarządzanych funduszy** – Aktywa pod zarządzaniem oraz napływy do funduszy są w znacznym stopniu pochodną osiąganych przez fundusze stóp zwrotu. Zwracamy uwagę, że negatywne, lub mało konkurencyjne (w porównaniu do alternatyw inwestycyjnych oraz konkurencyjnych TFI) stopy zwrotu zarządzanych funduszy mogą negatywnie przełożyć się zarówno na wartość aktywów, jak i napływy oraz wyniki finansowe spółki.
- **Ryzyko regulacyjne** – Zarządzanie aktywami jest działalnością ściśle regulowaną zarówno na poziomie krajowym, jak i europejskim. Dostrzegamy ryzyko, że nowe, nieoczekiwane zmiany regulacyjne mogą negatywnie przełożyć się na prowadzoną przez spółkę działalność oraz jej wyniki finansowe.
- **Ryzyko dystrybucji** – Quercus TFI jest niezależną spółką zarządzającą aktywami z dystrybucją opierającą się nie tylko na DI Xelion, ale również na zewnętrznych pośrednikach. Zwracamy uwagę, że potencjalne zmiany w zakresie dostępności zewnętrznych sieci dystrybucyjnych mogą spowodować spadek zainteresowania ofertą zarządzanych funduszy, a w efekcie doprowadzić do spadku aktywów oraz pogorszenia wyników finansowych spółki.
- **Ryzyko odejścia kluczowych zarządzających** – Fundusze inwestycyjne Quercus TFI są zarządzane przez doświadczonych ekspertów. Widzimy ryzyko, że odejście kluczowych zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy, a tym samym na aktywa oraz napływy.



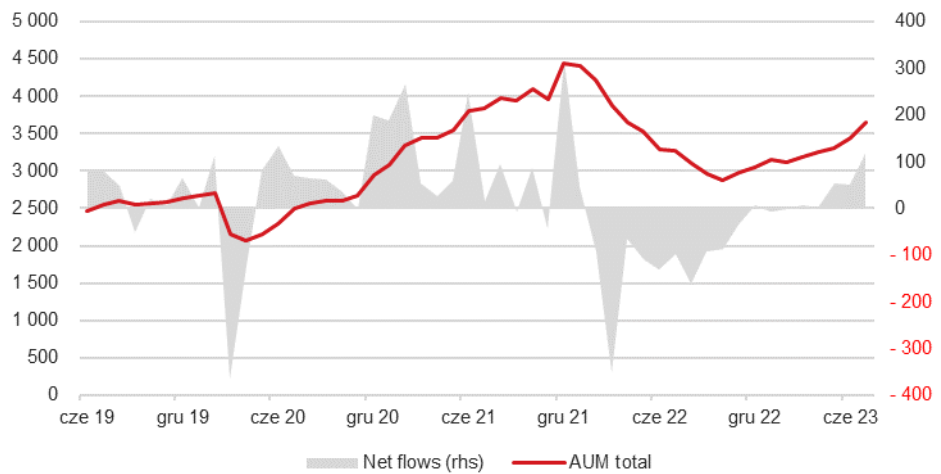
## Strategia i model biznesowy

### Niezależna spółka zarządzania aktywami z 2% udziałem w rynku

Quercus TFI jest niezależną spółką zarządzania aktywami z AUM na poziomie PLN 3.7mld oraz c. 2% udziałem w krajowym rynku funduszy inwestycyjnych otwartych. Oferuje szerokie spektrum produktów inwestycyjnych opartych na rynkach akcji, instrumentów dłużnych oraz surowcach. Według serwisu *Analizy.pl* na koniec czerwca 2023 Quercus miał 8,170 klientów. W październiku 2021 spółka przejęła Dom Inwestycyjny Xelion.

### Quercus TFI – AUM oraz napływy

PLNm



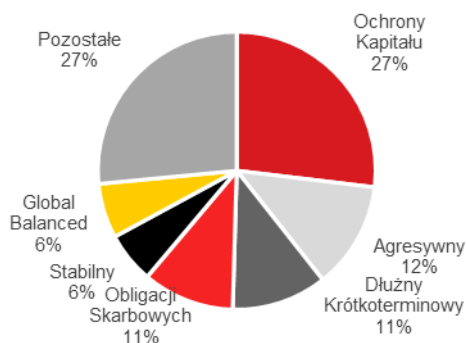
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### AUM na ścieżce wzrostu

W sierpniu aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI wyniosły PLN 3,696m (19% r/r, 1% m/m). W strukturze AUM największy udział mają *QRS Ochrony Kapitału* (27%), *QRS Agresywny* (12%) oraz *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (11%). Trzy największe fundusze odpowiadają za 50% aktywów pod zarządzaniem.

### Quercus TFI – Struktura AUM, Sie'23

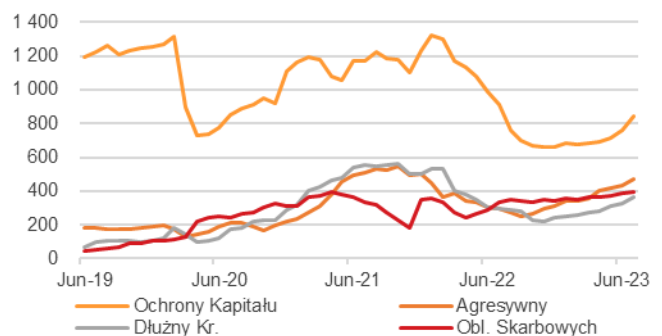
%



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### Quercus TFI – AUM wybranych funduszy

PLNm



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



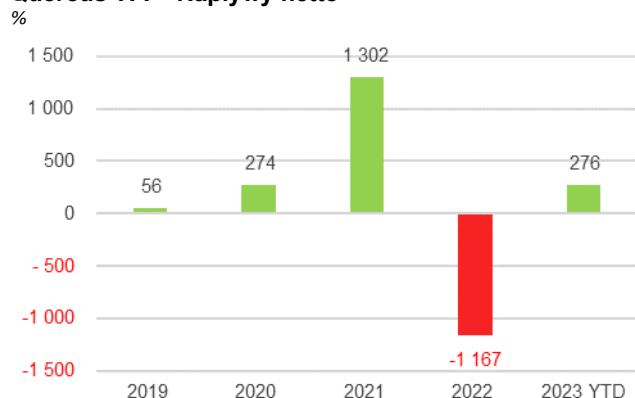


Sierpień 2023 r. przyniósł kontynuację pozytywnych trendów w aktywach pod zarządzaniem. AUM spółki rosła od listopada 2022, po osiągnięciu dołka w październiku 2022 r. na skutek turbulencji rynkowych wywołanych napaścią Rosji na Ukrainę. Poprzedni znaczący spadek aktywów miał miejsce w marcu 2020 r. po wybuchu pandemii COVID-19. W okresie Maj 2020 – Grudzień 2021 aktywa pod zarządzaniem spółki niemal nieprzerwanie rosły osiągając szczyt na poziomie PLN 4.4mld. W ciągu ostatnich lat AUM of Quercus TFI wzrosły o 40% głównie na skutek wzrostu AUM *QRS Stabilny*, *QRS Dłużny Krótkoterminowy* oraz *QRS Agresywny* (odpowiednio 205%, 118% oraz 106%).

### Napływy do funduszy

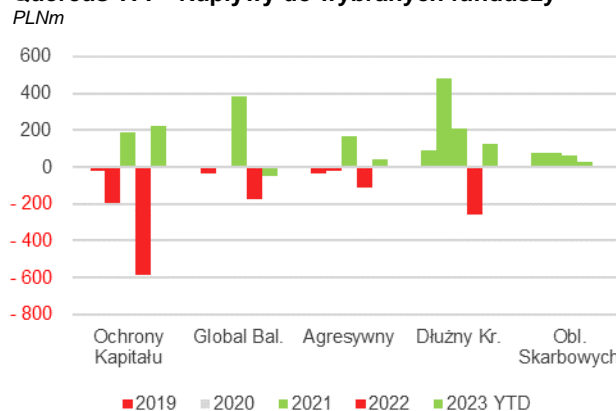
Po bardzo dobrym roku 2021 (napływy do funduszy Quercus TFI na poziomie PLN +1,302m), rok 2022 był znacznie trudniejszy, a odpływy z funduszy spółki wyniosły PLN -1,167m. W ostatnich miesiącach widać jednak powrót pozytywnych tendencji – od marca 2023 r. napływy do funduszy spółki są pozytywne i w sierpniu wyniosły PLN 58m vs. PLN 118m w lipcu oraz PLN 50m w czerwcu). Od początku roku napływy osiągnęły wartość PLN 276m (wobec PLN -961m odpływów w tym samym okresie roku poprzedniego). Napływy miały miejsce głównie do funduszy *QRS Ochrony Kapitału* oraz *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (odpowiednio PLN +227m oraz PLN +122m), ale także do *QRS Agresywny* (PLN 39m).

**Quercus TFI – Napływy netto\***



\* YTD – okres styczeń-sierpień'23, Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Quercus TFI – Napływy do wybranych funduszy\***



\* YTD – okres styczeń-sierpień'23, Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### Dobre wyniki inwestycyjne zarządzanych funduszy

Aktywa pod zarządzaniem oraz napływy do funduszy są w znacznym stopniu determinowane przez stopy zwrotu osiągnięte przez zarządzane fundusze. O ile rok 2022 był bardzo wymagający, wyniki funduszy od początku roku 2023 są bardzo obiecujące. Strategie akcyjne osiągają wysokie dwucyfrowe stopy zwrotu, a strategie oparte na rynku instrumentów dłużnych mają wyniki na poziomie 8-10% (*QRS Ochrony Kapitału*, *QRS Dłużny Krótkoterminowy*, *QRS Obligacji Skarbowych*). Zwracamy również uwagę, że długoterminowe stopy zwrotu (3-5Y) są również konkurencyjne, a fundusze akcyjne osiągają wyniki lepsze niż indeks WIG.



**Quercus TFI – Wyniki funduszy\***

%	2021	2022	2023 YTD
QRS Global Growth	11%	-28%	29%
QRS Agresywny	41%	-16%	26%
QRS lev	26%	-44%	23%
QRS Absolute Return FIZ	32%	-2%	15%
QRS Stabilny	7%	-8%	13%
QRS Multistrategy FIZ	19%	-4%	12%
QRS Obligacji Skarbowych	-10%	-12%	10%
QRS Dłużny Krótkoterminowy	0%	3%	9%
QRS Ochrony Kapitału	0%	3%	8%
QRS Global Balanced	8%	-20%	8%
QRS Global Balanced Plus FIZ	14%	-19%	7%
QRS Gold	-6%	1%	6%
QRS Silver	-12%	5%	2%
Acer Multistrategy FIZ**	82%	13%	-2%
QRS short	-17%	19%	-7%
WIG	22%	-17%	18%

\* YTD – okres styczeń-sierpień 2023r., \*\* na koniec czerwca 2023 r., Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Quercus TFI – Długoterminowe wyniki funduszy\***

%	12M	36M	60M
QRS lev	74%	7%	-48%
QRS Agresywny	42%	79%	97%
QRS Stabilny	23%	16%	18%
QRS Global Growth	22%	21%	35%
QRS Dłużny Krótkoterminowy	12%	13%	na
QRS Global Balanced	12%	-2%	na
QRS Ochrony Kapitału	11%	13%	17%
QRS Silver	33%	Na	na
QRS Obligacji Skarbowych	11%	-12%	na
QRS Gold	13%	-3%	45%
QRS Multistrategy FIZ	19%	38%	64%
QRS short	-23%	-21%	-11%
WIG	40%	33%	16%

\* Stan na 5 września 2023 r., Źródło: Analizy.pl, Pekao Equity Research

**Struktura przychodów i kosztów**

Struktura przychodów Quercus TFI jest oparta na przychodach za zarządzanie funduszami (53% udział 1H23) oraz na przychodach z tyt. przyjmowania zleceń/umarzania (42% udział). Opłata za zarządzanie jest pochodną wartości oraz struktury aktywów z wyższą opłatą w strategiach akcyjnych oraz niższą w strategiach dłużnych. Uwzględnia ona również przychody z opłaty zmiennej realizowane gdy wyniki funduszy są lepsze od benchmarku. Opłata z tyt. przyjmowania zleceń/umarzania jest determinowana przez dystrybucję produktów przez DI Xelion. W 1H23 łączne przychody Quercus TFI spadły -13% r/r.

**Quercus TFI – Opłaty za zarządzanie, 2022**

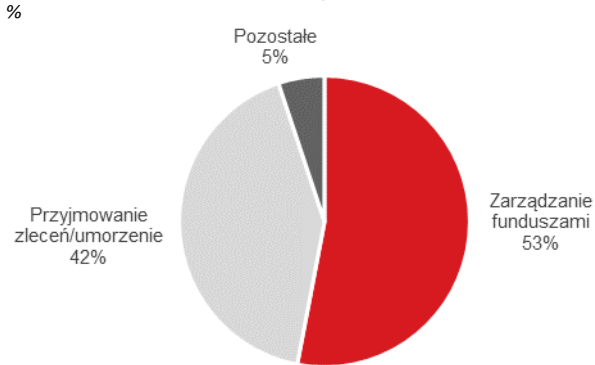
	Opłata stała	Opłata zmienna
QRS Ochrony Kapitału	1.0%	20% ponad WIBID 6M +40bp
QRS Global Balanced	2.0%	20% ponad (z uwzgl. HWM)
QRS Agresywny	2.0%	20% ponad WIG
QRS Dłużny Krótkoterminowy	0.8%	20% ponad WIBID 6M + 25bp
QRS Obligacji Skarbowych	1.0%	20% ponad TBSP index
QRS lev	2.0%	na
QRS short	2.0%	na
QRS Gold	2.0%	na
QRS Stabilny	2.0%	20% zysku (z uwzgl. HWM)
QRS Global Growth	2.0%	20% ponad MSCI ACWI NTR
QRS Silver	2.0%	Na
QRS Dłużny 1	1.0%	Na
QRS Dłużny 2	1.0%	Na
QRS Absolute Return FIZ	2.8%	20% ponad 10%
QRS Global Balanced Plus FIZ	3.0%	10% ponad 0%
Acer Multistrategy FIZ	3.0%	1.7% jeżeli zysk >10%
QRS Multistrategy FIZ	3.0%	10% ponad 0%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



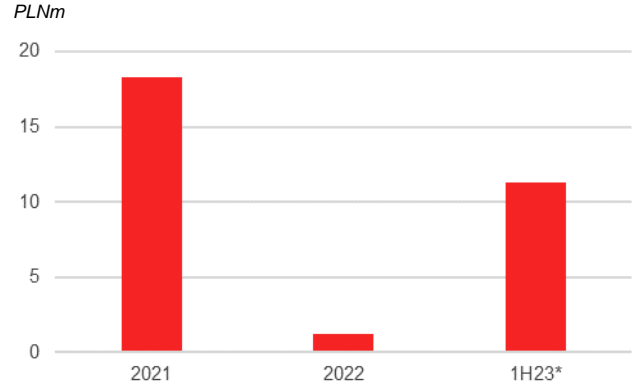


**Quercus TFI – Struktura przychodów, 1H23**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

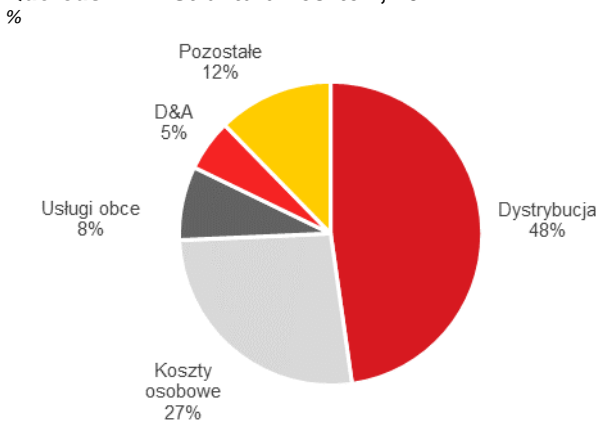
**Quercus TFI – Opłata zmienna\*, 2021-1H23**



\* Rezerwa, Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

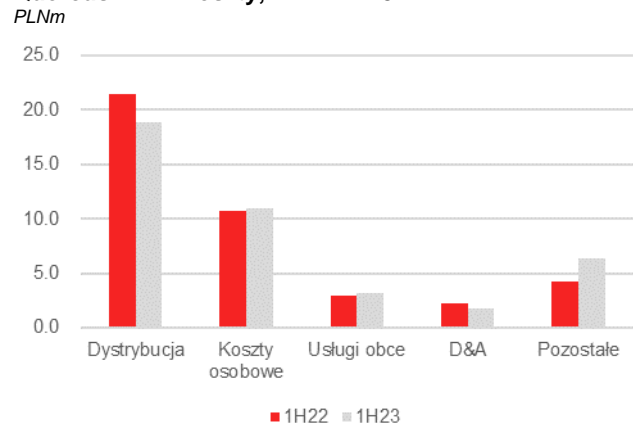
Koszty w Quercus TFI są determinowane przez koszty dystrybucji oraz koszty osobowe, które w 2022 stanowiły odpowiednio 42% oraz 33% kosztów ogółem. Koszty osobowe są pochodną zatrudnienia oraz wynagrodzeń (w pewnym stopniu uzależnionych również od wyników zarządzanych funduszy). Koszty dystrybucji są natomiast zależne od wartości sprzedaży oraz wynagrodzenia pośredników. W 1H23 koszty ogółem Quercus TFI były płaskie (-1% r/r), przy kosztach dystrybucji niższych o -12% r/r, kosztach osobowych wyższych o 2% r/r oraz pozostałych kosztach wyższych o 49% r/r.

**Quercus TFI – Struktura kosztów, 2022**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Quercus TFI – Koszty, 1H22-1H23**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

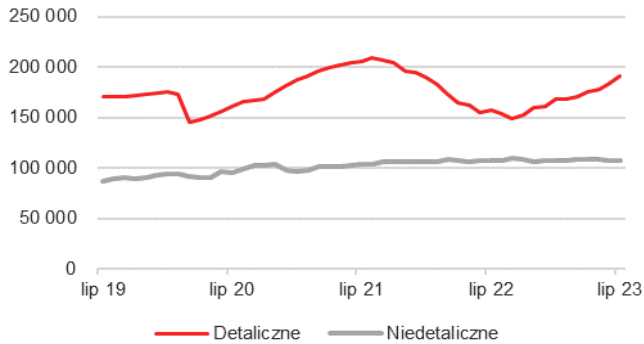
**Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce**

Na koniec lipca 2023 r. aktywa pod zarządzaniem funduszy inwestycyjnych w Polsce wyniosły PLN 299mld, w tym 191mld (64%) stanowiły aktywa funduszy detalicznych, a PLN 108mld (36%) aktywa funduszy zamkniętych. AUM funduszy detalicznych wzrosły o 21% r/r, podczas gdy aktywa funduszy zamkniętych pozostały płaskie r/r. Biorąc pod uwagę alokację aktywów, w strukturze AUM detalicznych dominują aktywa oparte na strategiach dłużnych (51% udział), a udział strategii akcyjnych oraz mieszanych wynosi odpowiednio 18% oraz 15%. Według danych *Analizy.pl* w lipcu 2023 r. napływy do detalicznych funduszy inwestycyjnych wyniosły PLN 2.3mld

(wobec PLN -0.3mld odpływów w lipcu 2022 r.), a narastająco od początku roku napływy wyniosły PLN 8.5mld (wobec PLN -5.6mld narastająco w lipcu 2022 r.).

**AUM w Polsce**

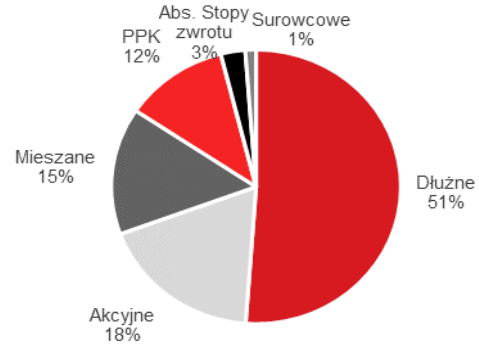
PLNm



Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research

**AUM w Polsce – struktura funduszy detalicznych**

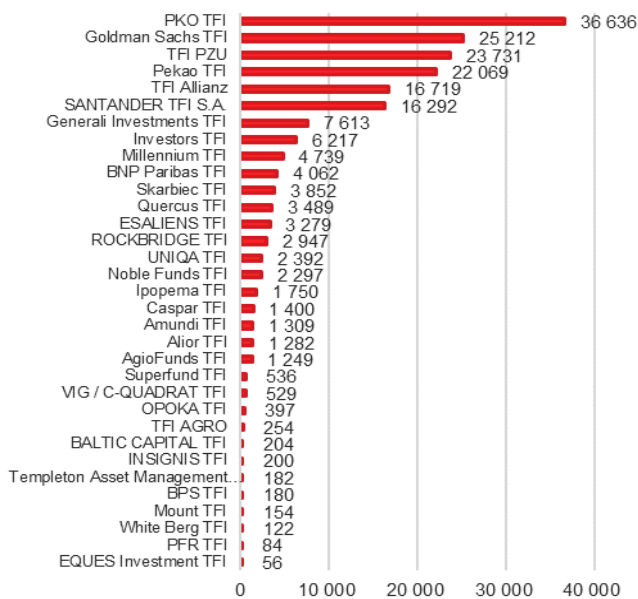
%



Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research

**AUM in Poland – Fundusze detaliczne\***

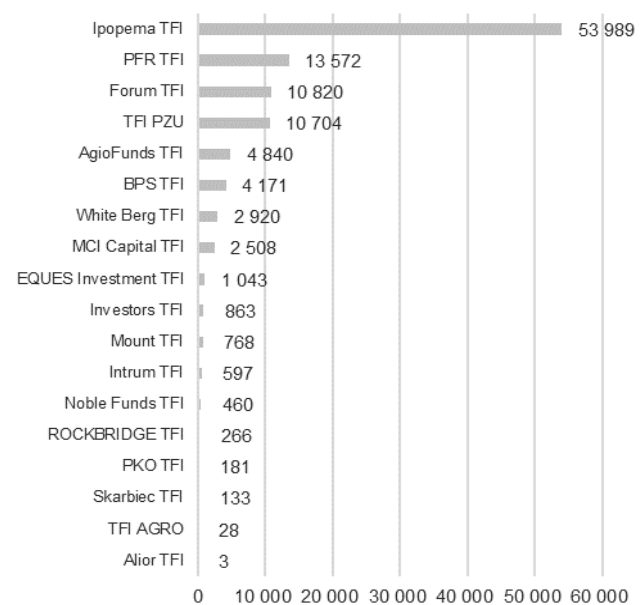
PLNm



\* Stan na lipiec 2023r., Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research

**AUM w Polsce – Fundusze zamknięte\***

PLNm



\* Stan na lipiec 2023r., Źródło: IZFiA: Analizy.pl, Pekao Equity Research

**AUM w Polsce – Napływy do funduszy detalicznych**

	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
Equity	-58	-189	-86	88	73	47	15	-37	-80	-61	-98	-7
- domestic	-60	-41	3	16	43	35	-37	29	62	39	-67	42
- foreign	2	-147	-89	72	30	13	53	-65	-142	-99	-31	-49
Debt	-93	-645	-1 834	-1 156	-296	548	713	892	1 324	2 185	1 521	2 259
Mixed	-56	-184	-264	-77	128	20	-10	-59	13	45	82	85
Commodity	-47	-120	-96	-73	-60	-95	-124	-103	-145	-118	-77	-33
Other	-3	34	29	-113	-328	-68	16	-113	-37	126	105	-37
<b>Total</b>	<b>-315</b>	<b>-1 292</b>	<b>-2 337</b>	<b>-1 243</b>	<b>-410</b>	<b>500</b>	<b>626</b>	<b>544</b>	<b>995</b>	<b>2 117</b>	<b>1 435</b>	<b>2 260</b>

Źródło: IZFiA, Pekao Equity Research



## Wycena

Wyceny spółki Quercus TFI dokonujemy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę porównawczą. Przyjmując odpowiednio 80/20% wagi obu metod otrzymujemy cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 5.3/na akcję (27% potencjał wzrostu).

### Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

DCF	5.3
Wycena porównawcza	5.3
Średnia ważona	5.3
<b>Cena docelowa</b>	<b>5.3</b>
Cena rynkowa	4.17
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>27%</b>

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.8% (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 5.3/akcję.

### Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal
Przychody	109	119	125	128	130	133	135	135
- zmiana r/r	17%	9%	5%	2%	2%	2%	2%	2%
EBIT	20	19	20	20	20	20	21	21
- marża EBIT	18%	16%	16%	15%	15%	15%	15%	15%
Podatek	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
NOPLAT	16	15	16	16	16	17	17	17
- zmiana r/r	29%	-4%	3%	0%	2%	2%	2%	2%
D&A	4	4	4	4	4	4	4	4
- zmiana r/r	-16%	3%	3%	3%	0%	0%	0%	0%
Capex	-2	-2	-3	-3	-4	-4	-4	-4
- zmiana r/r	40%	10%	10%	10%	42%	0%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>DFCF</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
Suma zdyskontowanych FCF	87							
Zdysk. wartość rezydualna	163							
<b>Enterprise value</b>	<b>250</b>							
Dług netto(2022)	-48							
Mniejszości	5							
<b>Equity value</b>	<b>293</b>							
Liczba akcji (m)	55.2							
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>5.3</b>							
Cena rynkowa (PLN) – 05.09.23	4.2							
<b>Upside/downside</b>	<b>27%</b>							

Źródło: Pekao Equity Research

**Quercus TFI – Kalkulacja WACC**

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	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%	-0.4%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>8.7%</b>
Koszt długu	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	7.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.7%</b>
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>8.7%</b>

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 (%)						
		2.8%	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
Beta	0.7	7.4	7.2	6.9	6.7	6.5	6.3	6.1
	0.8	6.8	6.6	6.4	6.2	6.0	5.8	5.6
	0.9	6.3	6.1	5.9	5.7	5.5	5.4	5.2
	1.0	5.8	5.6	5.5	5.3	5.2	5.0	4.9
	1.1	5.5	5.3	5.1	5.0	4.8	4.7	4.6
	1.2	5.1	5.0	4.8	4.7	4.6	4.5	4.3
	1.3	4.8	4.7	4.6	4.5	4.3	4.2	4.1

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 (%)						
		2.8%	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
Premia za ryzyko	3%	6.5	6.3	6.1	5.9	5.7	5.5	5.4
	4%	6.2	6.0	5.9	5.7	5.5	5.3	5.2
	5%	6.0	5.8	5.7	5.5	5.3	5.2	5.0
	6%	5.8	5.6	5.5	5.3	5.2	5.0	4.9
	7%	5.6	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.7
	8%	5.4	5.3	5.1	5.0	4.8	4.7	4.6
	9%	5.3	5.1	5.0	4.8	4.7	4.6	4.5

Źródło: Pekao Equity Research

**Quercus TFI – Wycena porównawcza**

	2023	2024
Średnia spółek zagranicznych	13.2	11.5
Quercus C/Z	9.7	11.1
Premia/dyskonto do średniej	-26%	-3%
Implikowana wycena	5.7	4.3
Waga	70%	30%
<b>Wycena</b>	<b>5.3</b>	

Źródło: Pekao Equity Research



Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2023-2024e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 5.3/akcję.

**Quercus TFI – Wycena porównawcza**

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	C/Z		C/WK		ROE		Stopa dyw.	
				2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 576	74 342	14.6	14.9	1.4	1.5	10%	11%	9%	9%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	4 224	143 805	11.4	12.0	5.3	4.9	49%	41%	5%	6%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	613	56 701	7.7	8.2	0.6	0.6	8%	7%	9%	6%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 889	133 788	9.4	6.1	1.4	1.3	15%	21%	6%	7%
SCHRODERS PLC	GB	7 735	696 332	12.7	11.7	1.5	1.4	12%	13%	5%	5%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 429	607 600	7.1	6.7	1.5	1.4	18%	19%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 297	603 492	11.6	10.1	na	na	7%	8%	9%	10%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	45 592	511 294	12.3	10.2	3.9	2.8	49%	35%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA-A	US	2 901	119 402	13.5	12.0	na	na	na	na	7%	7%
BLACKROCK INC	US	98 733	8 023 980	19.8	17.6	2.7	2.6	14%	15%	3%	3%
BLACKSTONE INC	US	118 167	909 974	23.4	17.1	9.7	8.7	47%	62%	3%	5%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	10 941	347 952	10.5	8.0	1.6	1.4	21%	24%	4%	5%
FRANKLIN REŻRÓDŁOS INC	US	12 474	1 325 230	10.2	8.5	0.5	0.4	5%	7%	5%	5%
KKR & CO INC	US	49 635	470 448	17.7	12.9	2.1	1.8	14%	16%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	23 561	1 190 085	15.1	14.7	2.7	2.7	17%	18%	4%	4%
PERPETUAL LTD	AU	1 450	11 300	14.7	11.6	1.2	1.0	13%	9%	7%	7%
AMP LTD	AU	2 084	94 859	17.2	15.0	0.9	0.9	5%	6%	4%	4%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 027	180 194	8.7	9.1	0.7	0.8	8%	8%	8%	7%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

## Rating ESG

**Quercus TFI – Podsumowanie ratingu ESG**

	E	S	G
Wynik	0.80	1.21	1.38
Waga	30%	40%	30%
<b>Wynik ESG</b>	<b>1.14</b>		
<b>Rating ESG</b>	<b>B</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)
<b>Wynik ESG</b>	1.5	2	<b>A</b>	-15.00%
	1	1.5	<b>B</b>	-7.50%
	0.5	1	<b>C</b>	0%
	0	0.5	<b>D</b>	15.00%

Źródło: Pekao Equity Research

## Prognozy finansowe

### Quercus TFI – Kluczowe dane, 2020-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS skorygowany	0.3	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
Przychody	63.1	83.0	93.1	109.3	119.4	125.0	127.6
Marża zysku brutto	34%	37%	19%	27%	22%	21%	19%
EBIT	17.4	25.6	14.9	19.8	19.0	19.7	19.7
EBITDA	18.0	27.1	19.2	23.4	22.7	23.5	23.6
Wynik netto	17.9	25.1	14.1	23.7	20.7	20.2	19.3
Dług netto	-14.7	-80.7	-48.4	-67.8	-63.9	-59.0	-52.8
BPS	1.1	1.5	1.4	1.7	1.6	1.7	1.7
DPS	0.4	0.3	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4
ROE	29%	28%	17%	27%	23%	22%	21%
ROA	20%	18%	8%	14%	12%	12%	11%
D&A	0.0	1.6	4.3	3.6	3.7	3.8	4.0
Free cash flow	8.1	13.6	35.0	17.5	16.8	17.2	17.1
CAPEX	1.4	0.7	1.5	2.1	2.3	2.5	2.8

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

### Quercus TFI – P&L, 2020-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Przychody</b>	<b>63.1</b>	<b>83.0</b>	<b>93.1</b>	<b>109.3</b>	<b>119.4</b>	<b>125.0</b>	<b>127.6</b>
EBIT	17.4	25.6	14.9	19.8	19.0	19.7	19.7
<b>EBITDA</b>	<b>18.0</b>	<b>27.1</b>	<b>19.2</b>	<b>23.4</b>	<b>22.7</b>	<b>23.5</b>	<b>23.6</b>
Przychody finansowe netto	4.3	5.0	2.8	10.3	7.4	6.1	5.0
Zysk brutto	21.7	30.5	17.7	30.0	26.4	25.7	24.6
Podatek dochodowy	-3.8	-5.4	-3.0	-5.7	-5.0	-4.9	-4.7
<b>Zysk netto</b>	<b>17.9</b>	<b>25.1</b>	<b>14.7</b>	<b>24.3</b>	<b>21.3</b>	<b>20.8</b>	<b>20.0</b>
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>17.9</b>	<b>25.1</b>	<b>14.1</b>	<b>23.7</b>	<b>20.7</b>	<b>20.2</b>	<b>19.3</b>

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

### Quercus TFI – Kluczowe dane, 2020-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
AUM (PLNm)	2 949	4 438	3 054	3 911	4 603	4 827	4 983
Zmiana r/r (%)	12%	50%	-31%	28%	18%	5%	3%
Średnie AUM (PLNm)	2 480	3 682	3 512	3 482	4 257	4 715	4 905
Zmiana r/r (%)	-4%	48%	-5%	-1%	22%	11%	4%
Marża zysku netto (%)	28%	30%	15%	22%	17%	16%	15%
Marża na średnich AUM (%)	1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%
Stopa dywidendy (%)	9%	7%	9%	5%	10%	9%	9%
Liczba akcji (m)	55	59	56	55	55	55	55

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research





**Quercus TFI – Bilans, 2020-2026e**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>	1.7	4.7	5.9	5.9	5.9	6.1	6.5
Aktywa finansowe	36.5	66.9	72.9	75.1	78.6	83.5	90.3
Aktywa trwałe	38.3	82.0	88.1	90.2	93.9	98.9	106.1
Należności z tyt. dostaw i usług	18.6	29.7	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	14.7	80.7	58.2	67.8	63.9	59.0	52.8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>51.9</b>	<b>114.2</b>	<b>69.9</b>	<b>79.5</b>	<b>75.6</b>	<b>70.7</b>	<b>64.6</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>90.2</b>	<b>196.2</b>	<b>158.0</b>	<b>169.8</b>	<b>169.5</b>	<b>169.6</b>	<b>170.6</b>
Kapitał własny jedn. dom.	60.0	89.6	81.1	92.8	91.0	91.6	91.7
Rezerwy na zobowiązania	10.5	15.1	15.1	15.4	15.7	15.5	15.7
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>4.3</b>	<b>16.7</b>	<b>18.7</b>	<b>19.0</b>	<b>19.3</b>	<b>19.1</b>	<b>19.3</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>6.6</b>	<b>89.9</b>	<b>53.0</b>	<b>52.7</b>	<b>53.9</b>	<b>53.7</b>	<b>54.3</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>90.2</b>	<b>196.2</b>	<b>158.0</b>	<b>169.8</b>	<b>169.5</b>	<b>169.6</b>	<b>170.6</b>

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

**Quercus TFI – Cash flow, 2020-2026e**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Zysk netto</b>	17.9	25.1	14.7	24.3	21.3	20.8	20.0
Amortyzacja	0.6	1.6	4.3	3.6	3.7	3.8	4.0
Pozostałe	-3.0	-14.2	-20.3	-0.1	1.3	-0.5	0.7
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>15.5</b>	<b>12.8</b>	<b>-1.1</b>	<b>28.2</b>	<b>26.5</b>	<b>24.2</b>	<b>24.7</b>
Wpływy ze sprzedaży aktywów fin.	0.3	15.0	7.9	5.0	5.0	5.0	5.0
Nakłady inwestycyjne	-1.4	-0.7	-1.5	-2.1	-2.3	-2.5	-2.8
Wydatki na aktywa finansowe	-18.2	35.1	-3.0	-8.5	-9.9	-11.2	-13.2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-19.3</b>	<b>49.4</b>	<b>3.4</b>	<b>-5.6</b>	<b>-7.2</b>	<b>-8.8</b>	<b>-11.0</b>
Emisja akcji	0.0	22.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-19.6	-17.9	-22.3	-12.6	-23.1	-20.3	-19.8
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-19.6</b>	<b>3.8</b>	<b>-24.9</b>	<b>-12.9</b>	<b>-23.2</b>	<b>-20.4</b>	<b>-19.9</b>
<b>Środki pieniężne na początek okresu</b>	<b>38.2</b>	<b>14.8</b>	<b>80.7</b>	<b>58.2</b>	<b>67.8</b>	<b>63.9</b>	<b>59.0</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>14.7</b>	<b>80.7</b>	<b>58.2</b>	<b>67.8</b>	<b>63.9</b>	<b>59.0</b>	<b>52.8</b>

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://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](http://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 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 trypoziomowego 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 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