

## Quercus TFI

### Bardziej odporny na zawirowania na rynkach akcji

Podwyższamy naszą 12M cenę dla Quercus TFI do PLN 11.3/akcję z PLN 8.6 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Quercus miał bardzo dobre wyniki finansowe w 2024, a rok 2025 nie powinien być istotnie słabszy. AUM rosną o 40% r/r, napływy pozostają wysokie, a wskaźniki wyceny są wciąż niewymagające. Ponadto, spółka zaoferuje skup akcji za PLN 59m, w tym PLN 18m z kapitałów rezerwowych. Zwracamy również uwagę, że dzięki rozwiniętej ofercie funduszy dłużnych Quercus pozostaje relatywnie bardziej odporny na zawirowania na rynkach akcji.

**Dobry początek roku** – Oczekujemy, że zysk netto w 1Q25 wyniesie PLN 8.3m (29% r/r) i będzie pochodną rosnących aktywów pod zarządzaniem, dobrych stóp zwrotu funduszy i wysokich napływów.

**AUM wciąż w górę** – AUM w marcu zwiększyły się o 40% r/r (2% m/m) do PLN 7,085m (40% r/r, 2% m/m), głównie na skutek wyższych AUM QRS akumulacji Kapitału oraz QRS Dłużny Krótkoterminowy.

**Zmiany prognoz 2025/26e** – Szybszy wzrost AUM, lepsze napływy i wysokie stopy zwrotu funduszy skłoniły nas do podwyższenia prognoz AUM o 25/34% w 2025/26e. To, wraz z solidnymi wynikami za 4Q25 oraz 1Q25 (prognoza) skłoniło nas do podwyższenia prognoz zysku netto o 22% w 2025e (do PLN 38m) oraz o 38% w 2026e (do PLN 37m).

**Bardziej odporny na zawirowania rynkowe** – Nagłe spadki na rynkach akcji stwarzają dla TFI ryzyko spadku AUM i odpływów. Quercus TFI ma jednak aktywa oparte na funduszach dłużnych, z których trzy największe stanowią około 70% AUM. Dlatego też, naszym zdaniem, spółka jest relatywnie mniej podatna na zawirowania na rynkach akcji. Wpływ podwyższonej zmienności na rynku długu, powinien być ograniczony.

**Wycena wciąż niewymagająca** – Na naszych prognozach Quercus jest notowany na 11.9/12.3x 2025/26e P/E, z 3/18% premią do spółek porównywalnych. Wysoka rentowność, zdrowa struktura AUM, powtarzalna dystrybucja zysków i oczekiwana ścieżka wyników spółki sprawiają, że naszym zdaniem wskaźniki wyceny nie są wymagające.

**Duża szansa ze strony otwartej architektury** – Zwracamy uwagę na szansę jaką niesie pakiet deregulacyjny R. Brzoski w zakresie otwartej architektury, która może stanowić istotne wsparcie dla niezależnych TFI.

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

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

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	93.1	118.5	176.9	161.9	164.1	165.1	165.2
EBITDA	19.2	27.8	73.2	42.7	44.1	42.9	40.8
Zysk netto	14.1	31.0	43.2	38.3	37.2	35.1	32.8
- zmiana r/r	-44%	120%	40%	-11%	-3%	-6%	-7%
Stopa dywidendy (%)	4.1%	2.4%	5.8%	12.9%	8.4%	8.2%	7.7%
P/E (x)	38.9	17.3	11.7	11.9	12.3	13.0	13.9
P/BV	6.8	5.4	4.5	4.8	4.8	4.8	4.8

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

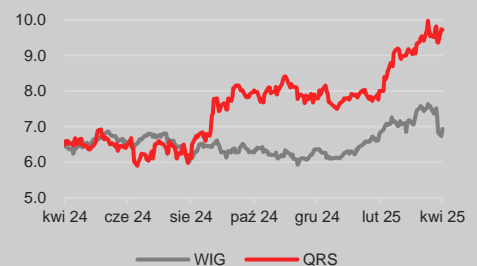
## Kupuj (raport aktualizujący)

**Cena docelowa** **PLN 11.3**

**Potencjał wzrostu** **+16%**  
 Cena z 8 kwietnia 2025 PLN 9.72

**Rating ESG** **B**  
**Ocena końcowa ESG** **1.23**

### Relatywny kurs akcji vs. WIG



### NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 1Q25 17 kwietnia

### KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg QRS PW  
 Free float (%) 51.1  
 MCAP (PLNm) 506  
 Liczba akcji (mn) 52.1

Akcjonariusze Sebastian i Anna Buczek 19.3%  
 Jakub Głowacki 12.8%  
 Fundacja Zbigniewa Juroszka 9.6%  
 OFE NN 7.2%

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



## Spis treści

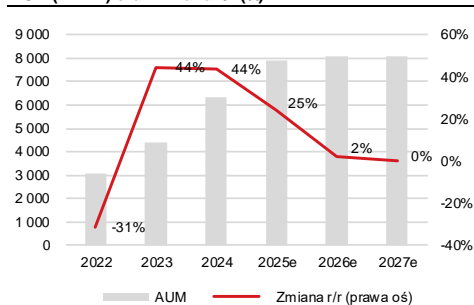
Kluczowe dane .....	3
Prognoza na 1Q25.....	4
Zmiany prognoz na lata 2025-26e.....	5
Ostatnie wydarzenia .....	6
Wycena .....	7
Rating ESG .....	9
Prognozy finansowe .....	10
DISCLAIMER .....	11

## Kluczowe dane

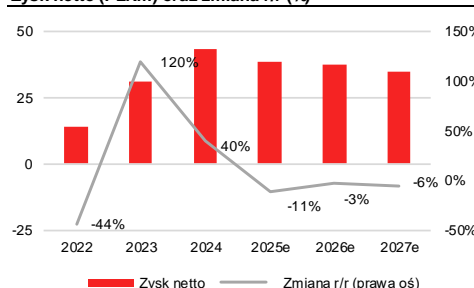
Rachunek wyników	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Przychody</b>	<b>118.5</b>	<b>176.9</b>	<b>161.9</b>	<b>164.1</b>	<b>165.1</b>	<b>165.2</b>
- zarządzanie funduszami inw.	69.9	97.5	94.5	99.9	101.2	101.6
- przyjmowanie zleceń	42.2	51.5	52.1	52.6	53.2	53.7
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-93.7</b>	<b>-107.3</b>	<b>-123.3</b>	<b>-124.1</b>	<b>-126.3</b>	<b>-128.7</b>
Koszty dystrybucji	-39.5	-54.8	-62.5	-60.7	-60.5	-61.1
Koszty świadczeń pracowniczych	-27.8	-33.7	-32.0	-33.3	-34.6	-35.3
Usługi obce	-6.1	-6.3	-7.3	-7.9	-8.1	-8.3
Pozostałe koszty operacyjne	-17.2	-8.8	-17.3	-18.2	-18.9	-19.7
Amortyzacja	-3.1	-3.6	-4.1	-4.2	-4.2	-4.2
<b>EBIT</b>	<b>24.7</b>	<b>69.7</b>	<b>38.6</b>	<b>39.9</b>	<b>38.7</b>	<b>36.6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>27.8</b>	<b>73.2</b>	<b>42.7</b>	<b>44.1</b>	<b>42.9</b>	<b>40.8</b>
Przychody finansowe netto	14.6	-14.2	11.2	8.5	7.0	6.3
<b>Zysk brutto</b>	<b>39.3</b>	<b>55.4</b>	<b>49.8</b>	<b>48.4</b>	<b>45.7</b>	<b>42.9</b>
Podatek dochodowy	-7.6	-10.8	-9.5	-9.2	-8.7	-8.1
Zysk netto	31.7	44.7	40.3	39.2	37.1	34.7
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>31.0</b>	<b>43.2</b>	<b>38.3</b>	<b>37.2</b>	<b>35.1</b>	<b>32.8</b>
Bilans	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Rzeczowe aktywa trwale	6.1	6.3	6.4	6.5	6.9	7.3
Aktywa finansowe	85.0	39.8	47.3	55.2	63.6	72.5
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>100.8</b>	<b>57.6</b>	<b>65.2</b>	<b>73.3</b>	<b>82.0</b>	<b>91.3</b>
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	57.7	50.6	41.8	32.4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>104</b>	<b>134</b>	<b>108</b>	<b>101</b>	<b>93</b>	<b>85</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>204</b>	<b>192</b>	<b>173</b>	<b>175</b>	<b>175</b>	<b>176</b>
<b>Kapitał własny jedn. dom.</b>	<b>99.4</b>	<b>113.4</b>	<b>94.7</b>	<b>95.6</b>	<b>95.4</b>	<b>94.9</b>
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
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>25.2</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>
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
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>74.4</b>	<b>67.0</b>	<b>67.1</b>	<b>68.0</b>	<b>68.9</b>	<b>69.8</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>204</b>	<b>192</b>	<b>173</b>	<b>175</b>	<b>175</b>	<b>176</b>
Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Zysk netto</b>	<b>31.0</b>	<b>43.2</b>	<b>38.3</b>	<b>37.2</b>	<b>35.1</b>	<b>32.8</b>
Amortyzacja	3.1	3.6	4.1	4.2	4.2	4.2
Koszty finansowe	0.2	25.9	0.4	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	5.7	-24.3	1.3	2.1	2.1	2.4
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>26.0</b>	<b>32.2</b>	<b>44.1</b>	<b>43.6</b>	<b>41.4</b>	<b>39.5</b>
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
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1.1</b>	<b>15.7</b>	<b>-11.7</b>	<b>-12.3</b>	<b>-12.9</b>	<b>-13.5</b>
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-12.7	-29.2	-59.1	-38.3	-37.3	-35.2
Pozostałe	-1.9	-2.5	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-14.5</b>	<b>-31.7</b>	<b>-59.5</b>	<b>-38.4</b>	<b>-37.4</b>	<b>-35.3</b>
<b>Środki pieniężne na początek okresu</b>	<b>58.2</b>	<b>68.5</b>	<b>84.7</b>	<b>57.7</b>	<b>50.6</b>	<b>41.8</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>68.5</b>	<b>84.7</b>	<b>57.7</b>	<b>50.6</b>	<b>41.8</b>	<b>32.4</b>
Wybrane dane	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	4 409	6 343	7 900	8 079	8 113	8 097
Zmiana r/r (%)	44%	44%	25%	2%	0%	0%
Średnie AUM (PLNm)	3 551	5 376	7 122	7 989	8 096	8 105
Zmiana r/r (%)	1%	51%	32%	12%	1%	0%
ROE (%)	34%	41%	37%	39%	37%	34%
ROA (%)	17%	22%	21%	21%	20%	19%
Marża zysku netto (%)	26%	24%	24%	23%	21%	20%
Marża na średnich AUM (%)	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	86%	94%	132%	95%	95%	95%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	2.4%	5.8%	12.9%	8.4%	8.2%	7.7%
Liczba akcji (m)	55.2	52.1	47.0	47.0	47.0	47.0
P/E (x)	17.3	11.7	11.9	12.3	13.0	13.9
P/BV (x)	5.4	4.5	4.8	4.8	4.8	4.8

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

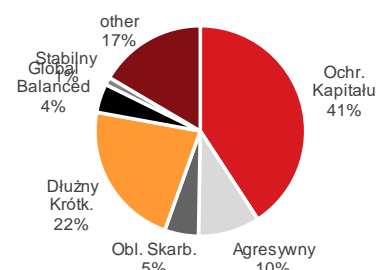
### AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



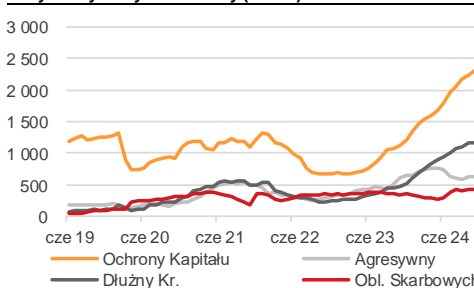
### Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



### 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 w wysokim poziomie przez dłuższy czas, klienci mogą być bardziej skłonni do lokowania oszczędności w depozyty i obligacje SP, 3) Ryzyko słabych wyników funduszy – Słabe stopy zwrotu zarządzanych funduszy mogą negatywnie przełożyć się zarówno na AUM, napływ 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. nierzynnych 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 napływ y.



## Zmiana prognoz na lata 2025-26e

Znacznie szybszy niż oczekiwany wzrost aktywów pod zarządzaniem w ostatnich miesiącach, wysokie napływy oraz dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz AUM o 25% w 2025e oraz o 34% w 2026e. Biorąc również pod uwagę solidne wyniki za 4Q24 oraz oczekiwany dobry początek 2025 r. podwyższamy nasze prognozy zysku netto o 22% w 2025e (do PLN 38m) oraz o 38% w 2026e (do PLN 37m).

- Znacznie szybszy niż oczekiwany wzrost AUM w ostatnich miesiącach, wysokie napływy (głównie do funduszy opartych na rynku długu) oraz dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz aktywów pod zarządzaniem o 25% w 2025e oraz o 34% w 2026e. Uwzględniając jednocześnie solidne wyniki za 4Q24 oraz oczekiwany dobry początek 2025 r., podwyższamy nasze prognozy przychodów ogółem o 10/13% w 2025/26e.
- Przy nieco podwyższonych prognozach kosztów ogółem, podnosimy nasze szacunki EBITDA o 23/39% w 2025/26e. Przy jednoczesnym braku istotnych zmian w zakresie prognozy przychodów finansowych podwyższamy nasze oczekiwania zysku netto dla Quercus TFI do PLN 38.3m w 2025e (o 22%) oraz do PLN 37.2m w 2026e (o 38%).

### Quercus TFI – Zmiana prognoz na lata 2025-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2024			2025e			2026e		
	Poprz.	Aktualne	Zmiana (%)	Poprz.	Obecne	Zmiana (%)	Poprz.	Obecne	Zmiana (%)
<b>Przychody</b>	<b>147.0</b>	<b>176.9</b>	<b>20%</b>	<b>146.9</b>	<b>161.9</b>	<b>10%</b>	<b>145.4</b>	<b>164.1</b>	<b>13%</b>
Koszty	-111.1	-107.3	-3%	-116.2	-123.3	6%	-118.0	-124.1	5%
<b>EBIT</b>	<b>35.9</b>	<b>69.7</b>	<b>94%</b>	<b>30.7</b>	<b>38.6</b>	<b>26%</b>	<b>27.5</b>	<b>39.9</b>	<b>45%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>39.9</b>	<b>73.2</b>	<b>84%</b>	<b>34.8</b>	<b>42.7</b>	<b>23%</b>	<b>31.6</b>	<b>44.1</b>	<b>39%</b>
Przychody finansowe netto	13.4	-14.2	-206%	10.2	11.2	10%	8.0	8.5	6%
Zysk brutto	49.3	55.4	12%	40.8	49.8	22%	35.5	48.4	37%
Zysk netto	39.9	44.7	12%	33.1	40.3	22%	28.7	39.2	37%
<b>Zysk netto dla akcj. domin.</b>	<b>38.4</b>	<b>43.2</b>	<b>13%</b>	<b>31.4</b>	<b>38.3</b>	<b>22%</b>	<b>27.1</b>	<b>37.2</b>	<b>38%</b>
AUM (na koniec okresu)	5 945	6 343	7%	6 338	7 900	25%	6 033	8 079	34%
AUM (średnie)	5 177	5 376	4%	6 141	7 122	16%	6 185	7 989	29%

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



## Ostatnie wydarzenia

### Aktywa pod zarządzaniem w marcu w górę o 40% r/r, 2% m/m

W mar'24 aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI wzrosły o 40% r/r (2% m/m). Wzrost w ujęciu rocznym był głównie efektem rosnących AUM QRS Akumulacji Kapitału (76% r/r) oraz QRS Dłużny Krótkoterminowy (92% r/r).

### **Quercus TFI – Aktywa pod zarządzaniem**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Gru-24	Sty-25	Lut-25	Mar-25	r/r	m/m
FIO	5 438	5 724	5 949	6 089	44%	2%
Absolute Return FIZ	33	34	36	21	-56%	-42%
Global Balanced Plus FIZ	45	45	45	43	-14%	-5%
Acer Multistrategy FIZ	109	109	148	147	67%	-1%
Multistrategy FIZ	57	55	56	56	-11%	1%
Private Equity Multifund FIZ	4	4	4	4	-21%	3%
Alphaset FIZ	208	227	227	228	7%	0%
Asset Management	428	449	472	474	33%	0%
<b>TOTAL</b>	<b>6 343</b>	<b>6 670</b>	<b>6 960</b>	<b>7 085</b>	<b>40%</b>	<b>2%</b>

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### Skup akcji własnych lub dywidenda

Zarząd rekomenduje skup akcji własnych za PLN 59m (PLN 41m z jednostkowych wyników za 2024 oraz PLN 18m z kapitału rezerwowego) lub dywidendę za łączną kwotę PLN 40.6m (DPS PLN 0.78) powiększoną o skup akcji własnych za PLN 18m.

### Wyniki za 4Q24 (publikacja 21-go marca)

Zysk netto Quercus TFI w 4Q24 wyniósł PLN 19.4m (2% r/r) i był zbliżony do naszych oczekiwań. Wyniki były zaburzone przez księgowania dot. Capitea, jednak ich wpływ na wynik netto nie był znaczący. Nieznacznie lepsze skorygowane przychody (głównie za sprawą lepszej opłaty zmiennej) zostały skompensowane przez niższe niż zakładaliśmy skorygowane przychody finansowe netto. Przychody z opłaty zmiennej w całym 2024 r. wyniosły PLN 31m wobec PLN 24m w 2023. W 4Q24 opłata za zarządzanie funduszami wzrosła 12% r/r, a przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się o 17% r/r (1% kw/kw). Aktywa pod zarządzaniem kontynuowały wzrost (44% r/r, 6% kw/kw) dzięki dobrym stopom zwrotu zarządzanych funduszy oraz napływom. Wyniki za 4Q24 uważamy za bardzo solidne zakończenie bardzo dobrego roku.

### **Quercus TFI – P&L, PLN mn**

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	r/r	kw/kw	Pekao	vs. Peo
Przychody	48.6	29.7	36.7	34.5	76.1	57%	121%	54.4	na
Koszty ogółem	-31.1	-24.7	-27.9	-28.6	-26.0	-16%	-9%	-34.9	na
EBIT	17.4	4.9	8.8	5.8	50.1	187%	758%	19.5	na
EBITDA	17.8	6.0	9.4	6.7	51.2	188%	667%	20.5	na
Przych. Fin. netto	6.4	3.2	3.5	4.5	-25.4	na	na	4.2	na
Zysk brutto	23.8	8.1	12.3	10.3	24.7	4%	139%	23.8	4%
<b>Zysk netto</b>	<b>19.0</b>	<b>6.5</b>	<b>9.4</b>	<b>7.9</b>	<b>19.4</b>	<b>2%</b>	<b>145%</b>	<b>19.0</b>	<b>2%</b>

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



## Prognoza wyników 1Q25

1Q25 zapowiada się jako solidny początek roku dla Quercus TFI. Aktywa pod zarządzaniem wzrosły o 40% r/r (12% kw/kw) wspierane przez dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy oraz napływy. Zakładamy dobre wyniki Xeliona, a także brak istotnych zmian trendów w kosztach ogółem. Spodziewamy się, że zysk netto w 1Q25 wyniesie PLN 8.3m (29% r/r).

- Na koniec 1Q25 **AUM** Quercus TFI wyniosły PLN 7,085m (40% r/r, 12% kw/kw). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem wyższych AUM funduszu QRS Ochrony Kapitału (76% r/r) oraz QRS Dłużny Krótkoterminowy (92% r/r), podczas gdy QRS Agresywny oraz QRS Absolutny zanotowały bardziej wyraźne odpływy (odpowiednio -15% r/r oraz -65% r/r). Kwartalny wzrost aktywów ogółem był efektem wyższych AUM funduszy QRS Ochrony Kapitału (16% kw/kw) oraz QRS Dłużny Krótkoterminowy (25% kw/kw), podczas gdy aktywa QRS Absolutny zmniejszyły się -31% kw/kw.
- W 1Q25 **napływy** do Quercus TFI wyniosły PLN +453m (wobec PLN 225m w 4Q24). W całym 2024 r. napływy netto wyniosły PLN 1,504m wobec PLN 693m w FY 2023 (oraz PLN -1,167m w 2022).
- W 1Q25 spodziewamy się **przychodów z zarządzania funduszami** wyższych o 29% r/r na skutek wzrostu AUM (43% r/r, 9% kw/kw) oraz nieznaczących przychodów z opłaty zmiennej. Przy 17% r/r wyższych przychodach z przyjmowania zleceń zakładamy 22% r/r wzrost przychodów ogółem do PLN 36.3m.
- Spodziewamy się kosztów na poziomie PLN 29.4m (19% r/r) oraz przychodów finansowych netto w wysokości PLN 4.0m (25% r/r). Zakładamy wynik netto na poziomie PLN 8.3m (29% r/r, -57% kw/kw).

### Quercus TFI – Prognoza wyników 1Q25

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25e	r/r	kw/kw
Przychody	29.7	36.7	34.5	76.1	36.3	22%	-52%
Koszty ogółem	-24.7	-27.9	-28.6	-26.0	-29.4	19%	13%
EBIT	4.9	8.8	5.8	50.1	6.9	39%	-86%
EBITDA	6.0	9.4	6.7	51.2	7.8	30%	-85%
Przychody fin. netto	3.2	3.5	4.5	-25.4	4.0	25%	-116%
Zysk brutto	8.1	12.3	10.3	24.7	10.9	34%	-56%
<b>Zysk netto</b>	<b>6.5</b>	<b>9.4</b>	<b>7.9</b>	<b>19.4</b>	<b>8.3</b>	29%	-57%
AUM (koniec okresu)	5 062	5 570	6 002	6 343	7 085	40%	12%
AUM (średnie)	4 741	5 308	5 813	6 202	6 764	43%	9%

Źródło: Spółka, prognozy 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 11.3/na akcję (16% potencjał wzrostu).

### Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

DCF	12.3
Wycena porównawcza	8.8
Średnia ważona	11.3
<b>Cena docelowa</b>	<b>11.3</b>
Cena rynkowa	9.7
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>16.3%</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 12.3/akcję.

### Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal
Przychody	162	164	165	165	169	172	172
- zmiana r/r	-9%	1%	1%	0%	2%	2%	2%
EBIT	39	40	39	37	37	38	38
- zmiana r/r	-45%	4%	-3%	-6%	2%	2%	0%
- marża EBIT	24%	24%	23%	22%	22%	22%	22%
Podatek	-7	-8	-7	-7	-7	-7	-7
NOPLAT	31	32	31	30	30	31	31
- zmiana r/r	-45%	3%	-2%	-6%	2%	2%	0%
D&A	4	4	4	4	4	4	4
- zmiana r/r	15%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Capex	-4	-4	-4	-5	-4	-4	-4
- zmiana r/r	120%	4%	4%	4%	-9%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	-1	-1	-1	-1	0	0	0
<b>FCF</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
<b>DFCF</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
Suma zdyskontowanych FCF	127						
Wartość rezydualna	557						
Zdysk. wartość rezydualna	299						
<b>Enterprise value</b>	<b>426</b>						
Dług netto (2024)	-85						
<b>Equity value - 31 grudnia 2024</b>	<b>504</b>						
Liczba akcji (m)	47.0						
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>12.3</b>						
Cena rynkowa (PLN) – 8 kwietnia	9.7						
<b>Potencjał wzrostu</b>	<b>27%</b>						

Źródło: Pekao Equity Research

**Quercus TFI – Kalkulacja WACC**

	2024e	2025e	2026e	2027e	2027e	2028e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>8.7%</b>
Koszt długu	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	7.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.7%</b>
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</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	16.6	16.2	15.8	15.5	15.1	14.8	14.4
	0.8	15.2	14.9	14.5	14.2	13.9	13.6	13.3
	0.9	14.1	13.8	13.5	13.2	12.9	12.6	12.4
	1.0	13.1	12.8	12.6	12.3	12.1	11.8	11.6
	1.1	12.3	12.1	11.8	11.6	11.4	11.1	10.9
	1.2	11.6	11.4	11.2	11.0	10.8	10.6	10.4
	1.3	11.0	10.8	10.6	10.4	10.2	10.1	9.9

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%	14.1	13.8	13.5	13.2	12.9	12.6	12.4
	4%	13.8	13.5	13.2	12.9	12.6	12.4	12.1
	5%	13.4	13.2	12.9	12.6	12.3	12.1	11.8
	6%	13.1	12.8	12.6	12.3	12.1	11.8	11.6
	7%	12.8	12.6	12.3	12.0	11.8	11.6	11.4
	8%	12.5	12.3	12.0	11.8	11.6	11.3	11.1
	9%	12.3	12.0	11.8	11.5	11.3	11.1	10.9

Źródło: Pekao Equity Research

**Quercus TFI – Wycena porównawcza**

	2025e	2026e
Średnia spółek zagranicznych	11.6	9.5
Quercus C/Z	11.9	12.3
Premia/dyskonto do średniej	3%	18%
Implikowana wycena/akcję (PLN)	9.4	8.2
Waga	50%	50%
<b>Wycena na akcję (PLN)</b>	<b>8.8</b>	

Źródło: Pekao Equity Research



Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2025-2026e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 8.8/akcję.

**Quercus TFI – Wycena porównawcza**

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Stopa dywideny	
				2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 085	58 161	14.1	13.8	1.0	1.0	7%	8%	13%	13%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	6 143	183 212	16.0	16.4	5.8	5.2	35%	31%	4%	5%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	441	54 799	9.9	9.6	0.4	0.4	5%	5%	5%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 321	162 914	6.6	4.8	1.2	0.9	16%	22%	8%	9%
SCHRODERS PLC	GB	5 699	800 568	9.9	8.8	1.1	1.0	11%	12%	7%	7%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	3 893	684 027	6.4	6.0	1.3	1.2	21%	29%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 451	765 485	9.9	8.9	na	na	7%	na	10%	12%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	58 602	725 710	12.7	10.9	3.0	2.4	31%	25%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MAA	US	2 546	155 772	9.7	8.9	na	na	na	na	9%	10%
BLACKROCK INC	US	115 863	11 161 707	17.2	14.9	2.5	2.5	15%	17%	3%	3%
BLACKSTONE INC	US	139 892	1 089 168	21.9	17.6	10.2	9.2	50%	56%	4%	5%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	12 192	426 147	9.0	8.0	1.7	1.3	22%	23%	4%	4%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	8 103	1 505 741	7.1	6.5	0.4	0.4	6%	6%	7%	7%
KKR & CO INC	US	79 210	616 071	17.3	14.3	2.8	2.4	12%	16%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	16 592	1 552 421	9.2	9.0	1.8	1.7	18%	18%	6%	6%
PERPETUAL LTD	AU	1 051	12 332	10.3	9.5	1.1	1.1	12%	12%	7%	8%
AMP LTD	AU	1 569	na	10.6	9.8	0.7	0.7	7%	8%	4%	5%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 395	193 904	10.2	9.6	1.2	1.1	12%	13%	1%	5%

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%
<b>Wynik ESG</b>	<b>1.23</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, 2022-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
EPS skorygowany	0.2	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
Przychody	93.1	118.5	176.9	161.9	164.1	165.1	165.2
Marża zysku brutto	19%	33%	31%	31%	30%	28%	26%
EBIT	14.9	24.7	69.7	38.6	39.9	38.7	36.6
EBITDA	19.2	27.8	73.2	42.7	44.1	42.9	40.8
Wynik netto	14.1	31.0	43.2	38.3	37.2	35.1	32.8
Dług netto	-58.2	-68.5	-84.7	-57.7	-50.6	-41.8	-32.4
BPS	1.4	1.8	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
DPS	0.4	0.2	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7
ROE	17%	34%	41%	37%	39%	37%	34%
ROA	8%	17%	22%	21%	21%	20%	19%
D&A	4.3	3.1	3.6	4.1	4.2	4.2	4.2
Free cash flow	35.0	-1.4	54.8	30.5	31.5	30.4	28.5
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
<b>Przychody</b>	<b>93.1</b>	<b>118.5</b>	<b>176.9</b>	<b>161.9</b>	<b>164.1</b>	<b>165.1</b>	<b>165.2</b>
EBIT	14.9	24.7	69.7	38.6	39.9	38.7	36.6
<b>EBITDA</b>	<b>19.2</b>	<b>27.8</b>	<b>73.2</b>	<b>42.7</b>	<b>44.1</b>	<b>42.9</b>	<b>40.8</b>
Przychody finansowe netto	2.8	14.6	-14.2	11.2	8.5	7.0	6.3
Zysk brutto	17.7	39.3	55.4	49.8	48.4	45.7	42.9
Podatek dochodowy	-3.0	-7.6	-10.8	-9.5	-9.2	-8.7	-8.1
<b>Zysk netto</b>	<b>14.7</b>	<b>31.7</b>	<b>44.7</b>	<b>40.3</b>	<b>39.2</b>	<b>37.1</b>	<b>34.7</b>
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>14.1</b>	<b>31.0</b>	<b>43.2</b>	<b>38.3</b>	<b>37.2</b>	<b>35.1</b>	<b>32.8</b>

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	7 900	8 079	8 113	8 097
Zmiana r/r (%)	-31%	44%	44%	25%	2%	0%	0%
Średnie AUM (PLNm)	3 512	3 551	5 376	7 122	7 989	8 096	8 105
Zmiana r/r (%)	-5%	1%	51%	32%	12%	1%	0%
Marża zysku netto (%)	15%	26%	24%	24%	23%	21%	20%
Marża na średnich AUM (%)	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Stopa dywidendy (%)	4%	2%	6%	13%	8%	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
<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>	5.9	6.1	6.3	6.4	6.5	6.9	7.3
Aktywa finansowe	72.9	85.0	39.8	47.3	55.2	63.6	72.5
Aktywa trwałe	88.1	100.8	57.6	65.2	73.3	82.0	91.3
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	57.7	50.6	41.8	32.4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>69.9</b>	<b>103.7</b>	<b>134.1</b>	<b>107.7</b>	<b>101.3</b>	<b>93.2</b>	<b>84.6</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>158.0</b>	<b>204.5</b>	<b>191.7</b>	<b>172.9</b>	<b>174.7</b>	<b>175.2</b>	<b>175.9</b>
Kapitał własny jedn. dom.	81.1	99.4	113.4	94.7	95.6	95.4	94.9
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
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>18.7</b>	<b>25.2</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>
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
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>53.0</b>	<b>74.4</b>	<b>67.0</b>	<b>67.1</b>	<b>68.0</b>	<b>68.9</b>	<b>69.8</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>158.0</b>	<b>204.5</b>	<b>191.7</b>	<b>172.9</b>	<b>174.7</b>	<b>175.2</b>	<b>175.9</b>

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
<b>Zysk netto</b>	14.7	31.0	43.2	38.3	37.2	35.1	32.8
Amortyzacja	4.3	3.1	3.6	4.1	4.2	4.2	4.2
Koszty finansowe	0.2	0.2	25.9	0.4	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	-20.3	5.7	-24.3	1.3	2.1	2.1	2.4
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-1.1</b>	<b>26.0</b>	<b>32.2</b>	<b>44.1</b>	<b>43.6</b>	<b>41.4</b>	<b>39.5</b>
Nakłady inwestycyjne	-1.5	-1.9	-4.0	-4.2	-4.3	-4.5	-4.7
Wydatki na aktywa finansowe	-3.0	0.8	19.7	-7.5	-7.9	-8.4	-8.9
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>3.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>15.7</b>	<b>-11.7</b>	<b>-12.3</b>	<b>-12.9</b>	<b>-13.5</b>
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	-38.3	-37.3	-35.2
Pozostałe	-2.5	-1.9	-2.5	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-24.9</b>	<b>-14.5</b>	<b>-31.7</b>	<b>-59.5</b>	<b>-38.4</b>	<b>-37.4</b>	<b>-35.3</b>
<b>Środki pieniężne na początek okresu</b>	<b>80.7</b>	<b>58.2</b>	<b>68.5</b>	<b>84.7</b>	<b>57.7</b>	<b>50.6</b>	<b>41.8</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>58.2</b>	<b>68.5</b>	<b>84.7</b>	<b>57.7</b>	<b>50.6</b>	<b>41.8</b>	<b>32.4</b>

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 9 KWIETNIA O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 10 KWIETNIA 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](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.

#### UJAWNIA W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Assecop 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 zawarze 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 trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

**W okresie przejściowym:** Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

**W trakcie przeglądu:** rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

**Brak ocen:** nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

#### WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgową” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczony na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy