

Quercus TFI

Silny biznes, godziwa wycena

Podwyższamy naszą 12M cenę dla Quercus TFI do PLN 12.5/akcję z PLN 11.3 poprzednio, ale ze względu na wzrost kursu akcji obniżamy rekomendację do Trzymaj z Kupuj. Quercus pokazał solidne wyniki za 1Q25, które skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz zysku netto o 7% zarówno w 2025 r., jak i w 2026 r. Aktywa pod zarządzeniem pozostają na ścieżce wzrostu (38% r/r, +2% m/m) wspierane przez dobre wyniki funduszy oraz napływy. Biorąc jednak pod uwagę wzrost kursu akcji (19% w ciągu ostatniego miesiąca) wycenę na poziomie 12.7/13.1x 2025/26e P/E uważamy za adekwatną. Zwracamy jednak uwagę na *upside risk* ze strony potencjalnie lepszej niż oczekiwana opłaty zmiennej, zmian w dystrybucji funduszy spółki oraz otwartej architektury na rynku.

Lepsze wyniki za 1Q25 – Zysk netto spółki w 1Q25 wyniósł PLN 9.1m (41% r/r) i był 10% powyżej naszych oczekiwań głównie na skutek niższych kosztów. Opłata za zarządzanie wzrosła 24% r/r, przychody z tyt. przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się o 13% r/r, a rezerwa z tyt. opłaty zmiennej wyniosła PLN 2m.

AUM wciąż na ścieżce wzrostu – W kwietniu aktywa pod zarządzeniem AUM of Quercus TFI zwiększyły się o 38% r/r (2% m/m). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem rosnących AUM funduszy QRS Akumulacji Kapitału (68% r/r) oraz QRS Dłużny Krótkoterminowy (83% r/r).

Zmiany prognoz 2025/26e – Niższe od oczekiwań koszty w 1Q25 oraz zmiany księgowości dot. Capitea skłoniły nas do obniżenia naszych prognoz kosztów o 6/5% w 2025/26e, ale także do obniżenia naszych szacunków przychodów finansowych netto. W rezultacie, podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Quercus TFI o 7% w 2025e oraz 2026e.

Upside risk – Zwracamy uwagę na upside risk ze strony potencjalnie lepszej niż oczekiwana opłaty zmiennej w 2025e, zmian w dystrybucji funduszy spółki oraz otwartej architektury na rynku.

Wskaźniki wyceny bardziej fair – Na naszych prognozach Quercus jest notowany na 12.7/13.1x 2025/26e P/E, z 7% dyskontem i 5% premią do spółek porównywalnych. Biorąc pod uwagę wysoką rentowność, zdrową strukturę AUM, powtarzalną dystrybucję zysków i oczekiwaną ścieżkę wyników, uważamy obecną wycenę za adekwatną.

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

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2023-2027e (PLNm)

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	118.5	176.9	162.5	164.4	165.5	166.2
EBITDA	27.8	73.2	50.6	50.9	49.2	47.7
Zysk netto	31.0	43.2	41.0	39.8	37.5	35.6
- zmiana r/r (%)	120%	40%	-5%	-3%	-6%	-5%
DY/skup akcji (%)	2.1%	5.1%	11.3%	7.8%	7.6%	7.1%
P/E (x)	19.8	13.4	12.7	13.1	13.9	14.6
P/BV	6.2	5.1	5.4	5.3	5.3	5.3

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

Trzymaj (poprz. Kupuj)

Cena docelowa **PLN 12.5**

Potencjał wzrostu **+13%**
 Cena z 6 maja 2025 PLN 11.1

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

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 2Q25 14 sierpnia

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	QRS PW
Free float (%)	51.1
MCAP (PLNm)	594
Liczba akcji (mn)	52.1

Akcjonariusze	Sebastian i Anna Buczek 19.3%
	Jakub Głowacki (oraz FR) 18.4%
	Fundacja Zbigniewa Juroszka 9.6%
	OFE NN 7.7%

Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

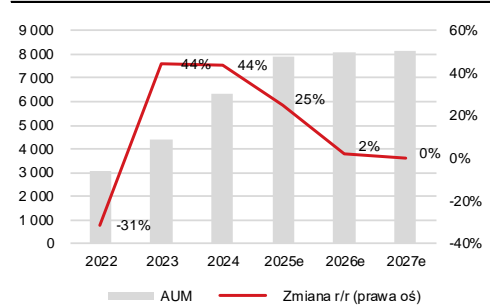
Kluczowe dane	3
Zmiany prognoz na lata 2025-26e.....	4
Ostatnie wydarzenia	5
Wycena.....	6
Rating ESG	8
Prognozy finansowe.....	9
DISCLAIMER.....	12

Kluczowe dane

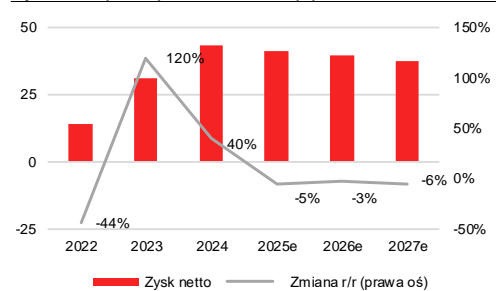
Rachunek wyników	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	118.5	176.9	162.5	164.4	165.5	166.2
- zarządzanie funduszami inw.	69.9	97.5	92.0	99.7	101.0	101.8
- przyjmowanie zleceń	42.2	51.5	52.0	52.0	52.5	53.1
Koszty ogółem	-93.7	-107.3	-116.1	-117.7	-120.6	-122.8
Koszty dystrybucji	-39.5	-54.8	-62.4	-60.2	-60.1	-60.7
Koszty świadczeń pracowniczych	-27.8	-33.7	-34.2	-36.2	-38.5	-39.3
Usługi obce	-6.1	-6.3	-6.9	-7.5	-7.9	-8.1
Pozostałe koszty operacyjne	-17.2	-8.8	-8.5	-9.5	-9.9	-10.3
Amortyzacja	-3.1	-3.6	-4.2	-4.2	-4.3	-4.3
EBIT	24.7	69.7	46.4	46.7	44.9	43.4
EBITDA	27.8	73.2	50.6	50.9	49.2	47.7
Przychody finansowe netto	14.6	-14.2	6.4	4.5	3.4	2.6
Zysk brutto	39.3	55.4	52.8	51.2	48.3	46.0
Podatek dochodowy	-7.6	-10.8	-10.1	-9.7	-9.2	-8.7
Zysk netto	31.7	44.7	42.7	41.4	39.1	37.2
Zysk netto akcj. jedn. domin.	31.0	43.2	41.0	39.8	37.5	35.6
Bilans	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Rzeczowe aktywa trwałe	6.1	6.3	6.3	6.4	6.6	7.0
Aktywa finansowe	85.0	39.8	47.3	55.2	63.6	72.5
Aktywa trwałe	100.8	57.6	65.1	73.1	81.8	91.0
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	60.1	53.1	44.3	35.6
Aktywa obrotowe	104	134	110	104	96	88
Aktywa razem	204	192	175	177	178	179
Kapitał własny jedn. dom.	99.4	113.4	97.1	97.9	97.7	97.8
Rezerwy na zobowiązania	22.0	3.3	3.2	3.1	3.0	3.2
Leasing	3.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Zobowiązania długoterminowe	25.2	5.0	4.9	4.9	4.8	5.0
Zob. z tyt. dostaw i usług	4.1	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
Zob. wobec klientów	49.3	35.6	35.3	35.7	36.1	36.5
Zobowiązania krótkoterminowe	74.4	67.0	67.1	68.0	68.9	69.8
Pasywa razem	204	192	175	177	178	179
Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	31.0	43.2	41.0	39.8	37.5	35.6
Amortyzacja	3.1	3.6	4.2	4.2	4.3	4.3
Koszty finansowe	0.2	25.9	0.2	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	5.7	-24.3	1.0	1.7	1.7	2.0
Przepływy z działalności operacyjnej	26.0	32.2	46.4	45.9	43.6	42.1
Nakłady inwestycyjne	-1.9	-4.0	-4.2	-4.3	-4.5	-4.7
Pozostałe	0.8	19.7	-7.5	-7.9	-8.4	-8.9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1.1	15.7	-11.7	-12.3	-12.9	-13.5
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-12.7	-29.2	-59.1	-40.6	-39.4	-37.2
Pozostałe	-1.9	-2.5	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	-14.5	-31.7	-59.2	-40.7	-39.5	-37.3
Środki pieniężne na początek okresu	58.2	68.5	84.7	60.1	53.1	44.3
Środki pieniężne na koniec okresu	68.5	84.7	60.1	53.1	44.3	35.6
Wybrane dane	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
AUM (PLNm)	4 409	6 343	7 919	8 093	8 124	8 106
Zmiana r/r (%)	44%	44%	25%	2%	0%	0%
Średnie AUM (PLNm)	3 551	5 376	7 131	8 006	8 109	8 115
Zmiana r/r (%)	1%	51%	33%	12%	1%	0%
ROE (%)	34%	41%	39%	41%	38%	36%
ROA (%)	17%	22%	22%	23%	21%	20%
Marża zysku netto (%)	26%	24%	25%	24%	23%	21%
Marża na średnich AUM (%)	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	86%	94%	132%	95%	95%	95%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	2.1%	5.1%	11.3%	7.8%	7.6%	7.1%
Liczba akcji (m)	55.2	52.1	47.0	47.0	47.0	47.0
P/E (x)	19.8	13.4	12.7	13.1	13.9	14.6
P/BV (x)	6.2	5.1	5.4	5.3	5.3	5.3

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

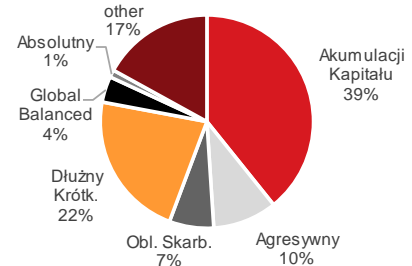
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



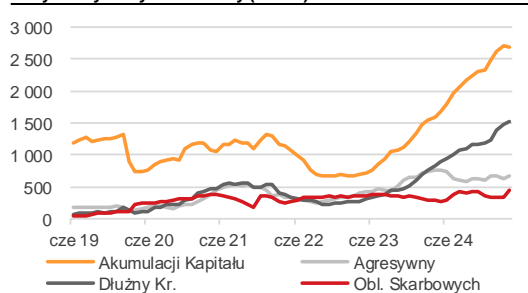
Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



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, napływy oraz wyniki finansowe spółki, 4) Ryzyko regulacyjne – Zmiany regulacyjne mogą negatywnie przełożyć się na prowadzoną przez spółkę działalność, 5) Ryzyko dystrybucji – Zmiany w zakresie dostępności zewnętrznego sieci dystrybucyjnych mogą spowodować spadek zainteresowania ofertą zarządzanych funduszy, 6) Ryzyko odejścia personelu – Odejście kluczowych zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy, AUM oraz napływy.



Zmiana prognoz na lata 2025-26e

Niższe od oczekiwań koszty w 1Q25 oraz zmiany księgowania dot. Capitea skłoniły nas do obniżenia naszych prognoz kosztów o 6/5% w 2025/26e, ale również do obniżenia naszych szacunków przychodów finansowych netto. W rezultacie, podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Quercus TFI o 7% w 2025e oraz 2026e.

- Pozostawiamy nasze prognozy aktywów pod zarządzaniem bez większych zmian – oczekujemy, że AUM ogółem wzrosną o 25% r/r w 2025e (po 44% r/r wzroście w 2024) oraz zwiększą się o 2% r/r w 2026e. Nie dokonujemy również żadnych istotnych zmian w zakresie przychodów ogółem zarówno w 2025 r., jak i w 2026e.
- Niższe od oczekiwań koszty ogółem wykazane w 1Q25 oraz zmiany w zakresie księgowania dot. Capitea skłoniły nas do obniżenia kosztów ogółem o 6% w 2025e oraz o 5% w 2026e. Obniżamy jednocześnie nasze szacunki przychodów finansowych netto o 43% w 2025e oraz o 47% w 2026e.
- W rezultacie, oczekujemy, że zysk netto Quercus TFI wyniesie PLN 41.0m w 2025e (podwyższenie prognoz o 7%) oraz PLN 39.8m w 2026e (podwyższenie prognozy o 7%).

Quercus TFI – Zmiana prognoz na lata 2025-2026e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2025e			2026e		
	Poprzednie	Obecne	Zmiana %	Poprzednie	Obecne	Zmiana %
Przychody	161.9	162.5	0%	164.1	164.4	0%
Koszty ogółem	-123.3	-116.1	-6%	-124.1	-117.7	-5%
EBIT	38.6	46.4	20%	39.9	46.7	17%
EBITDA	42.7	50.6	19%	44.1	50.9	15%
Przychody finansowe netto	11.2	6.4	-43%	8.5	4.5	-47%
Zysk brutto	49.8	52.8	6%	48.4	51.2	6%
Zysk netto	40.3	42.7	6%	39.2	41.4	6%
Zysk netto akcj. jedn. dom.	38.3	41.0	7%	37.2	39.8	7%
AUM (na koniec okresu)	7 900	7 919	0.2%	8 079	8 093	0.2%
AUM (średnie)	7 122	7 131	0.1%	7 989	8 006	0.2%

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem w kwietniu w górę o 38% r/r, 2% m/m

W kwietniu 2025 r. aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI wzrosły o 38% r/r (2% m/m). Wzrost w ujęciu rocznym był głównie efektem rosnących AUM QRS Akumulacji Kapitału (68% r/r) oraz QRS Dłużny Krótkoterminowy (83% r/r).

Quercus TFI – Aktywa pod zarządzaniem

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Gru-24	Sty-25	Lut-25	Mar-25	Kwi-25	r/r	m/m
FIO	5 438	5 724	5 949	6 089	6 306	44%	4%
Absolute Return FIZ	33	34	36	21	22	-61%	5%
Global Balanced Plus FIZ	45	45	45	43	44	4%	2%
Acer Multistrategy FIZ	109	109	148	147	147	67%	0%
Multistrategy FIZ	57	55	56	56	57	-5%	2%
Private Equity Multifund FIZ	4	4	4	4	4	-20%	-5%
Alphaset FIZ	208	227	227	228	228	12%	0%
Asset Management	428	449	472	474	361	0%	-24%
TOTAL	6 343	6 670	6 960	7 085	7 191	38%	2%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wyniki za 1Q25 (publikacja 17-go kwietnia)

Zysk netto Quercus TFI w 1Q25 wyniósł PLN 9.1m (41% r/r) i był 10% powyżej naszych oczekiwań. Wygląda na to, że w przeciwieństwie do ostatnich kwartałów, wyniki za 1Q25 nie były w żaden istotny sposób zniekształcone przez księgowania dot. Capitea. Lepszy od oczekiwań wynik netto w 1Q25 był efektem niższych niż zakładane kosztów, podczas gdy przychody finansowe netto były niższe, a przychody ogółem zbliżone do naszych oczekiwań. W 1Q25 przychody z zarządzania funduszami wzrosły o 24% r/r, a przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się 13% r/r. Aktywa pod zarządzaniem zwiększyły się o 40% r/r (12% kw/kw) dzięki dobrym wynikom inwestycyjnym zarządzanych funduszy oraz napływom. Rezerwa z tytułu opłaty zmiennej wyniosła PLN 2m i była wyższa niż zakładaliśmy. 1Q25 odbieramy jako dobry początek roku dla Quercus TFI.

Quercus TFI – Wybrane dane z rachunku wyników, PLN mn

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	r/r	kw/kw	Pekao	vs. Pekao
Przychody	29.7	36.7	34.5	76.1	36.0	21%	-53%	36.3	-1%
Koszty ogółem	-24.7	-27.9	-28.6	-26.0	-26.0	5%	0%	-29.4	-12%
EBIT	4.9	8.8	5.8	50.1	10.0	103%	-80%	6.9	46%
EBITDA	6.0	9.4	6.7	51.2	11.0	83%	-79%	7.8	41%
Przychody fin. netto	3.2	3.5	4.5	-25.4	1.8	-43%	-107%	4.0	-54%
Zysk brutto	8.1	12.3	10.3	24.7	11.8	46%	-52%	10.9	9%
Zysk netto	6.5	9.4	7.9	19.4	9.1	41%	-53%	8.3	10%
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, 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 12.5/na akcję (13% potencjał wzrostu).

Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

DCF	13.0
Wycena porównawcza	11.2
Średnia ważona	12.5
Cena docelowa	12.5
Cena rynkowa	11.1
Potencjał wzrostu (%)	12.6%

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału. Zakładamy stopę wolną od ryzyka 5.6% (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 13.0/akcję.

Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal
Przychody	163	164	165	166	166	166	166
EBIT	46	47	45	43	41	38	38
- zmiana r/r	-33%	1%	-4%	-3%	-6%	-6%	0%
- marża EBIT	29%	28%	27%	26%	25%	23%	23%
Podatek	-9	-9	-9	-8	-8	-7	-7
NOPLAT	37	38	36	35	33	31	31
- zmiana r/r	-33%	0%	-3%	-3%	-6%	-6%	0%
D&A	4	4	4	4	4	4	4
- zmiana r/r	17%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Capex	-4	-4	-4	-5	-4	-4	-4
- zmiana r/r	120%	4%	4%	4%	-8%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	-1	-1	-1	-1	0	0	0
FCF	37	37	35	34	33	31	31
DFCF	33	30	26	22	20	17	17
Suma zdyskontowanych FCF	147						
Wartość rezydualna	562						
Zdysk. wartość rezydualna	305						
Enterprise value	452						
Dług netto (2024)	-85						
Equity value - 31 grudnia 2024	530						
Liczba akcji (m)	47.0						
12M cena docelowa (PLN)	13.0						
Cena rynkowa (PLN) – 6 maja	11.1						
Potencjał wzrostu	17%						

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kalkulacja WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	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
Koszt kapitału własnego	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	8.7%
Koszt długu	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	7.0%
Koszt długu po podatku	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	5.7%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	8.7%

Źródło: Pekao Equity Research

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

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Stopa wolna od ryzyka (%)						
		2.6%	3.6%	4.6%	5.6%	6.6%	7.6%	8.6%
Beta	0.7	17.4	17.0	16.6	16.3	15.9	15.5	15.2
	0.8	16.0	15.6	15.3	15.0	14.6	14.3	14.0
	0.9	14.8	14.5	14.2	13.9	13.6	13.3	13.1
	1.0	13.9	13.6	13.3	13.0	12.8	12.5	12.3
	1.1	13.0	12.8	12.5	12.3	12.1	11.8	11.6
	1.2	12.3	12.1	11.9	11.6	11.4	11.2	11.1
	1.3	11.7	11.5	11.3	11.1	10.9	10.7	10.6

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 (%)						
		2.6%	3.6%	4.6%	5.6%	6.6%	7.6%	8.6%
Premia za ryzyko	3%	14.9	14.5	14.2	13.9	13.6	13.4	13.1
	4%	14.5	14.2	13.9	13.6	13.3	13.1	12.8
	5%	14.2	13.9	13.6	13.3	13.0	12.8	12.5
	6%	13.9	13.6	13.3	13.0	12.8	12.5	12.3
	7%	13.5	13.3	13.0	12.8	12.5	12.3	12.1
	8%	13.2	13.0	12.7	12.5	12.3	12.0	11.8
	9%	13.0	12.7	12.5	12.2	12.0	11.8	11.6

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	2025e	2026e
Średnia spółek zagranicznych	13.7	12.4
Quercus C/Z	12.7	13.1
Premia/dyskonto do średniej	-7%	5%
Implikowana wycena/akcję (PLN)	12.0	10.5
Waga	50%	50%
Wycena na akcję (PLN)	11.2	

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2025-2026e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 11.2/akcję.

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Stopa dywideny	
				2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 262	58 161	16.8	19.0	1.1	1.2	7%	7%	11%	11%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	6 208	183 212	16.0	16.4	5.8	5.2	35%	31%	4%	5%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	470	54 799	11.6	11.8	0.5	0.5	4%	4%	4%	4%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	2 296	162 914	8.4	5.7	1.2	0.9	13%	20%	8%	8%
SCHRODERS PLC	GB	6 333	800 568	11.7	10.6	1.2	1.1	11%	11%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 358	684 027	7.5	7.0	1.5	1.4	21%	29%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING	US	3 933	765 485	12.8	11.3	na	na	6%	na	8%	9%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	66 712	725 710	16.3	12.9	3.6	2.9	30%	25%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA	US	2 793	155 772	12.3	11.9	na	na	na	na	8%	8%
BLACKROCK INC	US	124 573	11 161 707	19.5	17.3	2.8	2.8	15%	16%	2%	3%
BLACKSTONE INC	US	144 782	1 089 168	28.8	21.9	9.6	8.6	37%	44%	3%	4%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	12 727	426 147	10.3	8.8	1.9	1.6	21%	22%	4%	4%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	9 284	1 505 741	8.4	7.8	0.4	0.4	6%	6%	6%	6%
KKR & CO INC	US	88 997	616 071	21.9	17.6	3.5	2.8	13%	13%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	17 617	1 552 421	10.8	10.7	2.0	1.9	17%	18%	6%	6%
PERPETUAL LTD	AU	1 074	12 332	9.8	10.7	1.1	1.1	11%	10%	7%	6%
AMP LTD	AU	1 812	na	12.4	11.5	0.8	0.8	7%	7%	3%	4%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	1 480	193 904	10.8	10.7	1.2	1.2	12%	11%	0%	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%
Wynik ESG	1.23		
Rating ESG	B		

Źródło: Pekao Equity Research

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

Quercus TFI – Metodologia ESG

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

Źródło: Pekao Equity Research

Prognozy finansowe

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2022-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
EPS skorygowany	0.2	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
Przychody	93.1	118.5	176.9	162.5	164.4	165.5	166.2
Marża zysku brutto	19%	33%	31%	32%	31%	29%	28%
EBIT	14.9	24.7	69.7	46.4	46.7	44.9	43.4
EBITDA	19.2	27.8	73.2	50.6	50.9	49.2	47.7
Wynik netto	14.1	31.0	43.2	41.0	39.8	37.5	35.6
Dług netto	-58.2	-68.5	-84.7	-60.1	-53.1	-44.3	-35.6
BPS	1.4	1.8	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
DPS	0.4	0.2	0.6	1.3	0.9	0.8	0.8
ROE	17%	34%	41%	39%	41%	38%	36%
ROA	8%	17%	22%	22%	23%	21%	20%
D&A	4.3	3.1	3.6	4.2	4.2	4.3	4.3
Free cash flow	35.0	-1.4	54.8	36.9	37.0	35.4	34.1
CAPEX	1.5	1.9	4.0	4.2	4.3	4.5	4.7

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – P&L, 2022-2028e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	93.1	118.5	176.9	162.5	164.4	165.5	166.2
Koszty ogółem	-78.1	-93.7	-107.3	-116.1	-117.7	-120.6	-122.8
EBIT	14.9	24.7	69.7	46.4	46.7	44.9	43.4
EBITDA	19.2	27.8	73.2	50.6	50.9	49.2	47.7
Przychody finansowe netto	2.8	14.6	-14.2	6.4	4.5	3.4	2.6
Zysk brutto	17.7	39.3	55.4	52.8	51.2	48.3	46.0
Podatek dochodowy	-3.0	-7.6	-10.8	-10.1	-9.7	-9.2	-8.7
Zysk netto	14.7	31.7	44.7	42.7	41.4	39.1	37.2
Zysk netto akcj. jedn. domin.	14.1	31.0	43.2	41.0	39.8	37.5	35.6

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	7 919	8 093	8 124	8 106
Zmiana r/r (%)	-31%	44%	44%	25%	2%	0%	0%
Średnie AUM (PLNm)	3 512	3 551	5 376	7 131	8 006	8 109	8 115
Zmiana r/r (%)	-5%	1%	51%	33%	12%	1%	0%
Marża zysku netto (%)	15%	26%	24%	25%	24%	23%	21%
Marża na średnich AUM (%)	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Stopa dywidendy (%)	4%	2%	5%	11%	8%	8%	7%
Liczba akcji (m)	56	55	52	47	47	47	47

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Bilans, 2022-2028e
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Rzeczowe aktywa trwałe	5.9	6.1	6.3	6.3	6.4	6.6	7.0
Aktywa finansowe	72.9	85.0	39.8	47.3	55.2	63.6	72.5
Aktywa trwałe	88.1	100.8	57.6	65.1	73.1	81.8	91.0
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	60.1	53.1	44.3	35.6
Aktywa obrotowe	69.9	103.7	134.1	110.2	103.8	95.8	87.8
Aktywa razem	158.0	204.5	191.7	175.3	177.0	177.5	178.7
Kapitał własny jedn. dom.	81.1	99.4	113.4	97.1	97.9	97.7	97.8
Rezerwy na zobowiązania	15.1	22.0	3.3	3.2	3.1	3.0	3.2
Leasing	3.1	3.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Zobowiązania długoterminowe	18.7	25.2	5.0	4.9	4.9	4.8	5.0
Zob. z tyt. dostaw i usług	3.8	4.1	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
Zob. wobec klientów	39.8	49.3	35.6	35.3	35.7	36.1	36.5
Zobowiązania krótkoterminowe	53.0	74.4	67.0	67.1	68.0	68.9	69.8
Pasywa razem	158.0	204.5	191.7	175.3	177.0	177.5	178.7

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research
Quercus TFI – Cash flow, 2022-2028e
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	14.7	31.0	43.2	41.0	39.8	37.5	35.6
Amortyzacja	4.3	3.1	3.6	4.2	4.2	4.3	4.3
Koszty finansowe	0.2	0.2	25.9	0.2	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	-20.3	5.7	-24.3	1.0	1.7	1.7	2.0
Przepływy z działalności operacyjnej	-1.1	26.0	32.2	46.4	45.9	43.6	42.1
Wpływy ze sprzedaży aktywów	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nakłady inwestycyjne	-1.5	-1.9	-4.0	-4.2	-4.3	-4.5	-4.7
Wydatki na aktywa finansowe	-3.0	0.8	19.7	-7.5	-7.9	-8.4	-8.9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	3.4	-1.1	15.7	-11.7	-12.3	-12.9	-13.5
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-22.3	-12.7	-29.2	-59.1	-40.6	-39.4	-37.2
Pozostałe	-2.5	-1.9	-2.5	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	-24.9	-14.5	-31.7	-59.2	-40.7	-39.5	-37.3
Środki pieniężne na początek okresu	80.7	58.2	68.5	84.7	60.1	53.1	44.3
Środki pieniężne na koniec okresu	58.2	68.5	84.7	60.1	53.1	44.3	35.6

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 7 MAJA O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 8 MAJA 2025 O GODZ. 07:30 CET.

PRZED PUBLIKACJĄ TREŚĆ RAPORTU NIE BYŁA UDOSTĘPNIANA ŻADNEMU Z PODMIOTÓW, KTÓRYCH DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

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

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

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

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

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

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

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

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; Assec 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