Quercus TFI

Rekordowe wyniki na horyzoncie

Podwyższone prognozy AUM oraz lepsze od oczekiwań wyniki spółki za 1H26 w zakresie opłaty stałej, zmiennej oraz Xeliona, skłoniły nas do podwyższenia prognoz zysku netto dla Quercus TFI o 33% w 2026e oraz o 19% w 2027e. W rezultacie, spodziewamy się, że rok 2026 będzie rekordowy dla spółki z wynikiem netto na poziomie PLN 72m (vs. PLN 60/43m w 2025/24). W dalszym ciągu podoba nam się profil biznesowy spółki z szeroką gamą topowych produktów inwestycyjnych. Zakładamy także kontynuację dotychczasowej polityki dystrybucji zysków. Uważamy jednak, że duża część pozytywnych informacji jest już uwzględniona w wycenie, a obecne wyniki mogą okazać się trudne do powtórzenia. Zakładamy, że zysk netto spadnie -18% r/r w 2027 r. oraz -10% r/r w 2028e. Podwyższamy naszą 12M cenę docelową dla Quercus TFI do PLN 15.4/akcję z PLN 13.7 poprzednio, jednak ze względu na wzrost kursu akcji obniżamy naszą rekomendację do Trzymaj z Kupuj.

Rosnące AUM, wysokie napływy oraz dobre stopy zwrotu… – W lipcu AUM Quercus TFI wzrosły o 23% r/r do PLN 9.8bn (vs. PLN 8.0bn w lip'25 oraz PLN 5.7bn w lip'24) dzięki dobrym stopom zwrotu zarządzanych funduszy oraz wysokim napływom (PLN 435m YTD vs. PLN 1,663m w 2025 oraz PLN 1,504m w 2024).

…skutkują bardzo dobrymi wynikami za 1H26 – W efekcie powyższego zysk netto w 1H26 wzrósł o 75% r/r do PLN 38m. Opłata stała wzrosła 18% r/r, opłata zmienna zwiększyła się o 127% r/r, a wyniki z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa wzrosły o 59% r/r. Jednocześnie koszty ogółem zwiększyły się o 24% r/r.

Zmiana prognoz na lata 2026/27e – Podwyższone prognozy AUM oraz lepsze od oczekiwań wyniki spółki za 1H26 w zakresie opłaty stałej, zmiennej oraz Xeliona skłoniły nas do podniesienie prognoz przychodów o 22% w 2026e oraz o 16% w 2027e. Przy jednoczesnej rewizji prognoz kosztów (o 17/16% w 2026/27e) podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Quercus TFI o 33% w 2026e oraz o 19% w 2027e.

Upside ze strony realizowanych projektów? – CEO poinformował, że spółka pracuje nad kilkoma projektami, które mogą wspierać biznes Quercusa. Pozytywna realizacja przynajmniej części z nich mogłaby skutkować pozytywnym wpływem na nasze prognozy i wycenę.

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

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2024-2029e (PLNm)

	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	176.9	204.8	250.0	238.4	233.0	232.2
EBITDA	73.2	74.7	91.8	76.6	70.2	69.5
Zysk netto	43.2	60.2	72.4	59.5	53.4	52.2
- zmiana r/r (%)	*40%*	*39%*	*20%*	*-18%*	*-10%*	*-2%*
DY/skup akcji (%)	4.0%	6.3%	8.6%	9.6%	7.9%	7.1%
P/E (x)	16.7	11.0	9.0	10.9	12.2	12.5
P/BV	6.4	5.4	4.6	4.5	4.4	4.1

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

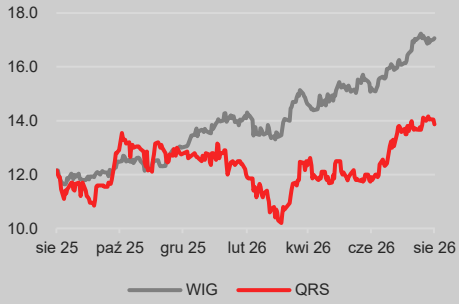
Trzymaj (poprz. Kupuj)

Cena docelowa **PLN 15.4**

Potencjał wzrostu **+11%**
Cena z 9 kwietnia 2026 PLN 13.88

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

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 3Q26	20 października

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	QRS PW
Free float (%)	53.7
MCAP (PLNmn)	702
Liczba akcji (po umorzeniu, mn)	46.9

Akcjonariusze
Sebastian Buczek (oraz FR) 17.2%
Jakub Głowacki FR 14.7%
Franklin Templeton 7.1%
Quercus TFI 7.3%

Michal Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl

Spis treści

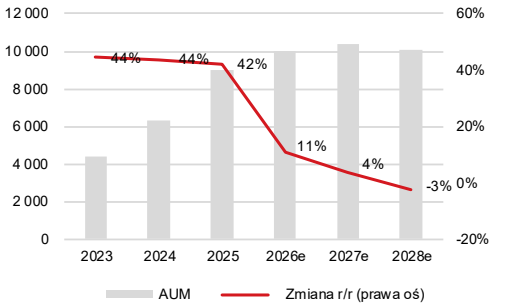
Kluczowe dane ……..3
Zmiany prognoz na lata 2026-27e……4
Ostatnie wydarzenia ……5
Wycena ……6
Rating ESG ……8
Prognozy finansowe……9
DISCLAIMER……12

Kluczowe dane

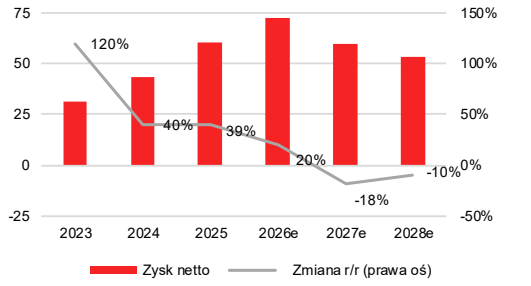
Rachunek wyników	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	**176.9**	**204.8**	**250.0**	**238.4**	**233.0**	**232.2**
- zarządzanie funduszami inw.	97.5	129.5	134.7	123.6	123.2	121.4
- przyjmowanie zleceń	51.5	65.7	94.4	97.7	98.0	98.2
Koszty ogółem	-107.3	-134.1	-162.8	-166.8	-167.9	-167.7
Koszty dystrybucji	-54.8	-73.3	-98.5	-101.0	-101.2	-99.7
Koszty świadczeń pracowniczych	-33.7	-40.1	-45.8	-46.5	-46.9	-47.9
Usługi obce	-6.3	-7.1	-7.5	-8.0	-8.2	-8.5
Pozostałe koszty operacyjne	-8.8	-9.6	-6.4	-6.4	-6.6	-6.7
Amortyzacja	**-3.6**	**-4.0**	**-4.7**	**-5.0**	**-5.0**	**-5.0**
EBIT	**69.7**	**70.7**	**87.2**	**71.6**	**65.2**	**64.5**
EBITDA	**73.2**	**74.7**	**91.8**	**76.6**	**70.2**	**69.5**
Przychody finansowe netto	-14.2	6.5	7.2	6.7	5.7	4.8
Zysk brutto	**55.4**	**77.2**	**94.4**	**78.3**	**70.9**	**69.3**
Podatek dochodowy	-10.8	-14.8	-18.2	-14.9	-13.5	-13.2
Zysk netto	44.7	62.5	76.2	63.4	57.4	56.1
Zysk netto akcj. jedn. domin.	**43.2**	**60.2**	**72.4**	**59.5**	**53.4**	**52.2**
Bilans	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**
Rzeczowe aktywa trwałe	6.3	9.4	9.2	8.9	8.7	8.7
Aktywa finansowe	39.8	39.0	42.4	46.0	49.8	53.7
Aktywa trwałe	**57.6**	**61.7**	**64.9**	**68.1**	**71.7**	**75.7**
Należności z tyt. dostaw i usług	34.0	37.9	38.6	39.4	40.2	41.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84.7	141.4	121.4	119.1	122.0	128.2
Aktywa obrotowe	**134**	**182**	**162**	**161**	**165**	**172**
Aktywa razem	**192**	**243**	**227**	**229**	**236**	**247**
Kapitał własny jedn. dom.	**113.4**	**121.5**	**142.0**	**143.0**	**149.0**	**158.6**
Rezerwy na zobowiązania	3.3	5.3	5.1	5.0	5.3	5.7
Leasing	1.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Zobowiązania długoterminowe	5.0	9.3	9.1	9.0	9.3	9.7
Zob. z tyt. dostaw i usług	3.4	42.3	5.0	5.0	5.0	5.0
Zob. wobec klientów	35.6	30.8	31.2	31.5	31.9	32.3
Zobowiązania krótkoterminowe	67.0	105.2	68.9	69.8	70.8	71.7
Pasywa razem	**192**	**243**	**227**	**229**	**236**	**247**
Rachunek przepływów pieniężnych	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**
Zysk netto	**43.2**	**60.2**	**72.4**	**59.5**	**53.4**	**52.2**
Amortyzacja	3.6	4.0	4.7	5.0	5.0	5.0
Koszty finansowe	25.9	0.3	0.5	0.5	0.1	0.1
Pozostałe	-40.5	-5.1	-33.4	4.0	4.5	4.5
Przepływy z działalności operacyjnej	**32.2**	**59.5**	**44.1**	**68.9**	**63.0**	**61.8**
Nakłady inwestycyjne	-4.0	-4.3	-4.5	-4.6	-4.8	-5.0
Pozostałe	19.7	27.4	-3.4	-3.6	-3.8	-4.0
Przepływy z działalności inwestycyjn	**15.7**	**23.1**	**-7.8**	**-8.2**	**-8.6**	**-9.0**
Emisja akcji	0.0	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-29.2	-59.0	-55.7	-62.5	-51.4	-46.5
Pozostałe	-2.5	-2.8	-0.5	-0.5	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	**-31.7**	**-25.9**	**-56.3**	**-63.0**	**-51.5**	**-46.6**
Środki pieniężne na początek okresu	**68.5**	**84.7**	**141.4**	**121.4**	**119.1**	**122.0**
Środki pieniężne na koniec okresu	**84.7**	**141.4**	**121.4**	**119.1**	**122.0**	**128.2**
Wybrane dane	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**
AUM (PLNm)	6 343	9 021	9 994	10 353	10 086	9 984
Zmiana r/r (%)	*44%*	*42%*	*11%*	*4%*	*-3%*	*-1%*
Średnie AUM (PLNm)	5 376	7 682	9 507	10 173	10 219	10 035
Zmiana r/r (%)	*51%*	*43%*	*24%*	*7%*	*0%*	*-2%*
ROE (%)	41%	51%	55%	42%	37%	34%
ROA (%)	22%	28%	31%	26%	23%	22%
Marża zysku netto (%)	24%	29%	29%	25%	23%	22%
Marża na średnich AUM (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	94%	94%	89%	82%	81%	81%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	4.0%	6.3%	8.6%	9.6%	7.9%	7.1%
Liczba akcji (m)	52.1	47.6	46.9	46.9	46.9	46.9
P/E (x)	16.7	11.0	9.0	10.9	12.2	12.5
P/BV (x)	6.4	5.4	4.6	4.5	4.4	4.1

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

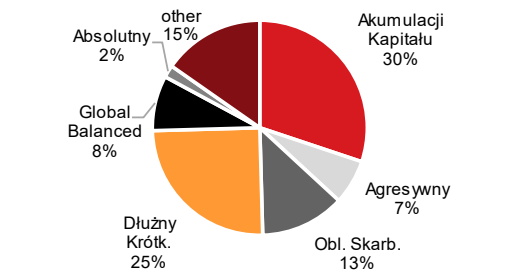
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



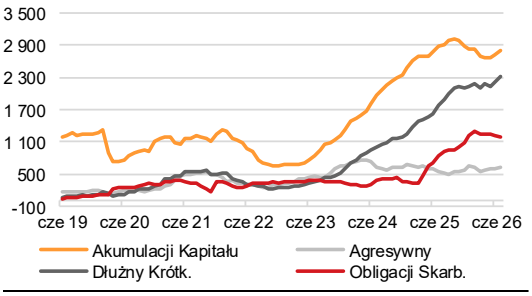
Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



Struktura aktywów (%)



Aktywa wybranych funduszy (PLNm)



Kluczowe ryzyka dla naszej wyceny oraz prognoz:

1) Zależność od trendów rynkowych – Bessa, lub nagłe zmiany na rynkach mogą negatywnie przełożyć się na stopy zwrotu zarządzanych funduszy, **2)** Ryzyko stóp procentowych – Jeżeli stopy procentowe pozostaną wysokie przez dłuższy czas, klienci mogą być bardziej skłonni do lokowania oszczędności w depozyty i obligacje SP, **3)** Ryzyko słabych wyników funduszy – Słabe stopy zwrotu zarządzanych funduszy mogą negatywnie przełożyć się zarówno na AUM, napływy oraz wyniki finansowe spółki, **4)** Ryzyko regulacyjne – Zmiany regulacyjne mogą negatywnie przełożyć się na prowadzoną przez spółkę działalność, **5)** Ryzyko dystrybucji – Zmiany w zakresie dostępności zewnętrznych 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.

Zastrzeżenia prawne na ostatniej stronie.

Zmiana prognoz na lata 2026-27e

Biorąc pod uwagę szybszy od oczekiwanego wzrost aktywów pod zarządzaniem w ostatnich miesiącach oraz wysokie napływy, podwyższamy nasze prognozy AUM 4% w 2026 oraz o 5% w 2027e. Powyższe, wraz z lepszymi od naszych założeń wynikami w zakresie opłaty stałej, opłaty zmiennej oraz wyników Xeliona skłoniły nas do podniesienia prognoz przychodów ogółem o 22% w 2026e oraz o 16% w 2027e. Przy jednocześnie wyższych prognozach kosztów ogółem (o 17/16% w 2026/27e) podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla Quercus TFI o 33% w 2026e (do PLN 72.4m) oraz o 19% w 2027e (do PLN 59.5m).

- Biorąc pod uwagę szybszy od oczekiwanego wzrost aktywów pod zarządzaniem w ostatnich miesiącach oraz wysokie napływy, podwyższamy nasze prognozy AUM 4% w 2026 oraz o 5% w 2027e.
- Lepsze od naszych założeń wyniki w zakresie opłaty stałej, opłaty zmiennej oraz wyników Xeliona skłoniły nas do podniesienia prognoz przychodów ogółem o 22% w 2026e oraz o 16% w 2027e.
- Jednocześnie na skutek wyższych od naszych założeń kosztów wykazanych w 1H26, jak również podwyższonych prognoz AUM i przychodów podnosimy nasze prognozy kosztów ogółem o 17% w 2026e oraz o 16% w 2027e.
- W efekcie powyższego, oczekujemy obecnie zysku netto Quercus TFI na poziomie PLN 72.4m w 2026e (podwyższenie prognozy o 33%) oraz PLN 59.5m w 2027e (podwyższenie o 19%).

Quercus TFI – Zmiana prognoz na lata 2025-2026e
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2026e			2027e			2028e		
	Poprz.	Obecne	Zmiana (%)	Poprz.	Obecne	Zmiana (%)	Poprz.	Obecne	Zmiana (%)
Przychody	**204.9**	**250.0**	**22%**	**205.8**	**238.4**	**16%**	**206.4**	**233.0**	**13%**
Koszty	-138.7	-162.8	17%	-143.3	-166.8	16%	-146.1	-167.9	15%
EBIT	**66.2**	**87.2**	**32%**	**62.5**	**71.6**	**15%**	**60.3**	**65.2**	**8%**
EBITDA	**70.3**	**91.8**	**31%**	**66.7**	**76.6**	**15%**	**64.4**	**70.2**	**9%**
Przych. fin. netto	5.0	7.2	44%	3.6	6.7	86%	2.0	5.7	186%
Wynik brutto	71.2	94.4	33%	66.1	78.3	18%	62.3	70.9	14%
Zysk netto	57.7	76.2	32%	53.6	63.4	18%	50.4	57.4	14%
Zysk netto (jedn. dom.)	**54.3**	**72.4**	**33%**	**50.2**	**59.5**	**19%**	**47.0**	**53.4**	**14%**
AUM (eop)	9 650	9 994	4%	9 814	10 353	5%	9 859	10 086	2%
AUM (average)	9 336	9 507	2%	9 732	10 173	5%	9 836	10 219	4%

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Ostatnie wydarzenia

Aktywa pod zarządzaniem w lipcu +23% r/r, 2% m/m

W lipcu aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI zwiększyły się o 23% r/r (2% m/m). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem rosnących aktywów funduszy *QRS Obligacji Skarbowych* (40% r/r), *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (30% r/r) oraz *QRS Global Balanced* (129% r/r). Miesięczny wzrost był konsekwencją rosnących aktywów *QRS Dłużny Krótkoterminowy* (5% m/m) oraz *QRS Akumulacji Kapitału* (3% m/m), podczas gdy AUM funduszu *QRS Obligacji Skarbowych* zmniejszyły się -4% m/m.

Quercus TFI – Aktywa pod zarządzaniem
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Lut-26	Mar-26	Kwi-26	Maj-26	Cze-26	Lip-26	r/r	m/m
FIO	8 373	7 905	8 122	8 282	8 465	**8 639**	22%	2%
Absolute Return FIZ	19	16	15	15	15	**15**	-30%	1%
Global Balanced Plus FIZ	54	62	60	63	74	**76**	62%	3%
Acer Multistrategy FIZ	183	177	177	177	187	**187**	29%	0%
Multistrategy FIZ	56	54	55	57	58	**57**	9%	-1%
Private Equity Multifund FIZ	3	3	3	3	3	**3**	-22%	-4%
Alphaset FIZ	272	260	262	262	275	**273**	19%	-1%
Asset Management	488	482	489	494	501	**501**	38%	0%
TOTAL	**9 471**	**8 981**	**9 206**	**9 376**	**9 601**	**9 775**	**23%**	**2%**

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Publikacja wyników za 2Q26

2Q26 był kolejnym bardzo solidnym kwartałem dla Quesrcus TFI. Zysk netto wyniósł PLN 22.2m (74% r/r) i był 16% powyżej naszych założeń. Lepszy od oczekiwań zysk netto był pochodną wyższych od oczekiwań przychodów z zarządzania oraz lepszych wyników Xeliona. Opłata za zarządzanie w 2Q26 (24% r/r, 19% kw/kw) była pochodną nie tylko rosnących AUM (26% r/r, 7% kw/kw), ale również uwzględniała PLN 13.5m wykazanej success fee w efekcie wysokich stóp zwrotu zarządzanych funduszy. Rezerwa na succes fee wyniosła PLN 9.4m, a przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się o 55% r/r (10% kw/kw). Koszty ogółem były zbliżone do naszych założeń, ale przy nieco innej strukturze – wyższych kosztach osobowych oraz niższych kosztach dystrybucji. Wyniki Quercus TFI za 2Q26 obieramy pozytywnie.

Quercus TFI – P&L, PLN mn

	2Q25	1Q26	2Q26	r/r	kw/kw	Pekao	vs. Pekao
Przychody	50.7	56.3	66.4	31%	18%	62.6	6%
Koszty ogółem	-35.9	-37.0	-39.7	11%	7%	-39.3	1%
EBIT	14.9	19.3	26.7	79%	38%	23.4	14%
EBITDA	15.9	20.4	27.8	75%	37%	24.4	14%
Przychody finansowe	1.6	1.7	2.1	32%	24%	1.5	45%
Wynik brutto	16.4	21.0	28.8	75%	37%	24.8	16%
Zysk netto	**12.8**	**16.0**	**22.2**	74%	38%	**19.2**	16%
AUM (koniec okresu)	7 592	8 981	9 601	26%	7%		
AUM (średnie)	7 315	9 187	9 291	27%	1%		

Source: Company, 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 15.4/na akcję (11% potencjał wzrostu).

Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

DCF	**13.6**
Wycena porównawcza	**19.5**
Średnia ważona	15.4
Cena docelowa	**15.4**
Cena rynkowa	13.9
Potencjał wzrostu (%)	**11.0%**

Źródło: Pekao Equity Research

Nasz model DCF jest oparty na oczekiwanych przepływach pieniężnych dyskontowanych 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 0%. Nasz model DCF implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 13.6/akcję.

Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminal
Przychody	238	233	232	232	232	232	232
EBIT	72	65	64	61	58	54	54
- zmiana r/r	*-18%*	*-9%*	*-1%*	*-5%*	*-6%*	*-6%*	*0%*
- marża EBIT	*30%*	*28%*	*28%*	*26%*	*25%*	*23%*	*23%*
Podatek	-14	-13	-12	-12	-11	-10	-10
NOPLAT	58	53	52	49	47	44	44
- zmiana r/r	*-18%*	*-9%*	*-1%*	*-5%*	*-6%*	*-6%*	*0%*
D&A	5	5	5	5	5	5	5
- zmiana r/r	*6%*	*1%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Capex	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
- zmiana r/r	*145%*	*4%*	*4%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Zmiana kapitału obrotowego	-1	-1	0	0	0	0	0
FCF	**57**	**52**	**52**	**49**	**47**	**44**	**44**
DFCF	**52**	**42**	**38**	**32**	**27**	**23**	**23**
Suma zdyskontowanych FCF	214						
Wartość rezydualna	503						
Zdyskontowana TV	266						
Enterprise value	**481**						
Dług netto (2026e)	-121						
Mniejszości	7						
Equity value - Dec 31 2026	**595**						
Liczba akcji (m)	46.9						
12M cena docelowa (PLN)	**13.6**						
Cena rynkowa (PLN) – 26 sierpnia	13.9						
Potencjał wzrostu/spadku	**-2%**						

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kalkulacja WACC

	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	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	**11.2%**	**11.2%**	**11.2%**	**11.2%**	**11.2%**	**11.2%**	**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%**	**7.0%**	**6.9%**	**6.9%**	**6.9%**	**5.7%**
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	**11.2%**	**11.2%**	**11.2%**	**11.2%**	**11.2%**	**11.2%**	**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	17.0	16.5	16.0	15.6	15.1	14.7	14.3
	0.8	16.2	15.7	15.3	14.8	14.4	14.0	13.7
	0.9	15.4	15.0	14.6	14.2	13.8	13.4	13.1
	1.0	14.8	14.4	14.0	13.6	13.3	12.9	12.6
	1.1	14.2	13.8	13.4	13.1	12.8	12.5	12.2
	1.2	13.6	13.3	12.9	12.6	12.3	12.0	11.8
	1.3	13.1	12.8	12.5	12.2	11.9	11.7	11.4

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%	16.2	15.7	15.3	14.9	14.4	14.1	13.7
	4%	15.7	15.3	14.8	14.4	14.0	13.7	13.3
	5%	15.2	14.8	14.4	14.0	13.6	13.3	13.0
	6%	14.8	14.4	14.0	13.6	13.3	12.9	12.6
	7%	14.3	13.9	13.6	13.2	12.9	12.6	12.3
	8%	13.9	13.5	13.2	12.9	12.6	12.3	12.0
	9%	13.5	13.2	12.9	12.5	12.2	12.0	11.7

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	2026e	2027e
Średnia spółek zagranicznych	15.2	13.3
Quercus C/Z	9.0	10.9
Premia/dyskonto do średniej	-41%	-18%
Implikowana wycena/akcję (PLN)	23.4	16.9
Waga	40%	60%
Wycena na akcję (PLN)	**19.5**	

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2026-2027e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 19.5/akcję.

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		DY	
				2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 894	55 497	39.9	29.7	1.9	2.1	6%	7%	7%	7%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	1 034	61 895	11.6	10.5	1.0	0.9	9%	10%	4%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	4 075	193 938	6.9	6.6	2.0	1.4	30%	25%	5%	5%
SCHRODERS PLC	GB	10 989	836 268	15.6	14.3	2.3	2.2	15%	15%	4%	4%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	8 003	693 013	9.5	8.6	2.9	2.5	22%	20%	0%	0%
APOLLO GLOBAL MGMTINC	US	66 730	799 616	14.3	11.8	2.4	1.9	12%	12%	2%	2%
BLACKROCK INC	US	163 659	11 964 777	20.7	18.2	3.2	2.9	17%	16%	2%	2%
BLACKSTONE INC	US	150 989	1 086 369	22.6	18.7	8.9	8.1	42%	47%	4%	5%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	14 864	406 366	13.3	9.4	1.5	1.4	21%	27%	3%	3%
FRANKLIN TEMPLETON INC	US	15 084	1 413 017	11.4	9.9	1.1	0.8	11%	11%	3%	3%
KKR & CO INC	US	82 415	633 841	16.7	14.0	2.1	1.9	9%	10%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	20 401	1 512 989	10.8	11.0	2.3	2.3	20%	20%	5%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 396	12 014	11.1	13.6	1.3	1.3	13%	12%	6%	5%
AMP LTD	AU	3 580	na	17.0	16.3	1.6	1.5	9%	9%	2%	3%

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, 2023-2029e
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS skorygowany	0.6	0.8	1.3	1.5	1.3	1.1	1.1
Przychody	118.5	176.9	204.8	250.0	238.4	233.0	232.2
Marża zysku brutto	33%	31%	38%	38%	33%	30%	30%
EBIT	24.7	69.7	70.7	87.2	71.6	65.2	64.5
EBITDA	27.8	73.2	74.7	91.8	76.6	70.2	69.5
Wynik netto	31.0	43.2	60.2	72.4	59.5	53.4	52.2
Dług netto	-52.6	-84.7	-148.5	-121.4	-119.1	-122.0	-128.2
BPS	1.8	2.2	2.6	3.0	3.1	3.2	3.4
DPS	0.2	0.6	0.9	1.2	1.3	1.1	1.0
ROE	34%	41%	51%	55%	42%	37%	34%
ROA	17%	22%	28%	31%	26%	23%	22%
D&A	3.1	3.6	4.0	4.7	5.0	5.0	5.0
Free cash flow	-1.4	54.8	91.9	32.5	57.6	52.2	52.2
CAPEX	1.9	4.0	4.3	4.5	4.6	4.8	5.0

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – P&L, 2023-2029e
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	**118.5**	**176.9**	**204.8**	**250.0**	**238.4**	**233.0**	**232.2**
Koszty ogółem	-93.7	-107.3	-134.1	-162.8	-166.8	-167.9	-167.7
EBIT	24.7	69.7	70.7	87.2	71.6	65.2	64.5
EBITDA	**27.8**	**73.2**	**74.7**	**91.8**	**76.6**	**70.2**	**69.5**
Przychody finansowe netto	14.6	-14.2	6.5	7.2	6.7	5.7	4.8
Zysk brutto	39.3	55.4	77.2	94.4	78.3	70.9	69.3
Podatek dochodowy	-7.6	-10.8	-14.8	-18.2	-14.9	-13.5	-13.2
Zysk netto	**31.7**	**44.7**	**62.5**	**76.2**	**63.4**	**57.4**	**56.1**
Zysk netto akcj. jedn. domin.	**31.0**	**43.2**	**60.2**	**72.4**	**59.5**	**53.4**	**52.2**

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2023-2029e
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
AUM (PLNm)	4 409	6 343	9 021	9 994	10 353	10 086	9 984
Zmiana r/r (%)	44%	44%	42%	11%	4%	-3%	-1%
Średnie AUM (PLNm)	3 551	5 376	7 682	9 507	10 173	10 219	10 035
Zmiana r/r (%)	1%	51%	43%	24%	7%	0%	-2%
Marża zysku netto (%)	26%	24%	29%	29%	25%	23%	22%
Marża na średnich AUM (%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Stopa dywidendy (%)	2%	4%	6%	9%	10%	8%	7%
Liczba akcji (m)	55	52	48	47	47	47	47

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Bilans, 2023-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Rzeczowe aktywa trwałe	6.1	6.3	9.4	9.2	8.9	8.7	8.7
Aktywa finansowe	85.0	39.8	39.0	42.4	46.0	49.8	53.7
Aktywa trwałe	100.8	57.6	61.7	64.9	68.1	71.7	75.7
Należności z tyt. dostaw i usług	33.7	34.0	37.9	38.6	39.4	40.2	41.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	68.5	84.7	141.4	121.4	119.1	122.0	128.2
Aktywa obrotowe	**103.7**	**134.1**	**181.7**	**162.5**	**161.0**	**164.7**	**171.7**
Aktywa razem	**204.5**	**191.7**	**243.4**	**227.4**	**229.1**	**236.4**	**247.4**
Kapitał własny jedn. dom.	99.4	113.4	121.5	142.0	143.0	149.0	158.6
Rezerwy na zobowiązania	22.0	3.3	5.3	5.1	5.0	5.3	5.7
Leasing	3.0	1.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Zobowiązania długoterminowe	**25.2**	**5.0**	**9.3**	**9.1**	**9.0**	**9.3**	**9.7**
Zob. z tyt. dostaw i usług	4.1	3.4	42.3	5.0	5.0	5.0	5.0
Zob. wobec klientów	49.3	35.6	30.8	31.2	31.5	31.9	32.3
Zobowiązania krótkoterminowe	**74.4**	**67.0**	**105.2**	**68.9**	**69.8**	**70.8**	**71.7**
Pasywa razem	**204.5**	**191.7**	**243.4**	**227.4**	**229.1**	**236.4**	**247.4**

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Cash flow, 2023-2029e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk netto	31.0	43.2	60.2	72.4	59.5	53.4	52.2
Amortyzacja	3.1	3.6	4.0	4.7	5.0	5.0	5.0
Koszty finansowe	0.2	25.9	0.3	0.5	0.5	0.1	0.1
Pozostałe	-8.3	-40.5	-5.1	-33.4	4.0	4.5	4.5
Przepływy z działalności operacyjnej	**26.0**	**32.2**	**59.5**	**44.1**	**68.9**	**63.0**	**61.8**
Wpływy ze sprzedaży aktywów	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nakłady inwestycyjne	-1.9	-4.0	-4.3	-4.5	-4.6	-4.8	-5.0
Wydatki na aktywa finansowe	0.8	19.7	27.4	-3.4	-3.6	-3.8	-4.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-1.1**	**15.7**	**23.1**	**-7.8**	**-8.2**	**-8.6**	**-9.0**
Emisja akcji	0.0	0.0	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-12.7	-29.2	-59.0	-55.7	-62.5	-51.4	-46.5
Pozostałe	-1.9	-2.5	-2.8	-0.5	-0.5	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	**-14.5**	**-31.7**	**-25.9**	**-56.3**	**-63.0**	**-51.5**	**-46.6**
Środki pieniężne na początek okresu	**58.2**	**68.5**	**84.7**	**141.4**	**121.4**	**119.1**	**122.0**
Środki pieniężne na koniec okresu	**68.5**	**84.7**	**141.4**	**121.4**	**119.1**	**122.0**	**128.2**

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 28 SIERPNIA O GODZ. 07:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 28 SIERPNIA 2026 O GODZ. 07:40 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 niemniejszej 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 jakiejkolwiek 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 czynników 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.

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

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:
Zastrzeżone: rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.
W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszone. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.
W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.
Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk" lub „Price/Earnings" oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.
C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa" lub „Price/Book Value" oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.
EPS – „Earnings per Share", czyli zysk netto na jedną akcję.
BVPS – „Book Value per Share", czyli wartość księgowa na jedną akcję.
FWD – „Forward" - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.
DPS – „Dividend per Share", tj. dywidenda na akcję.
DY – "Dividend Yield", tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.
EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes" to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.
EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization" to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.
EV/EBITDA – "Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization" to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.
NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy
WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy