

Quercus TFI

Obiecujący początek roku

Podwyższamy naszą cenę docelową dla Quercus TFI do PLN 7.5/akcję z PLN 6.7 poprzednio i utrzymujemy rekomendację Kupuj. Quercus zanotował bardzo udany początek roku z solidnymi wynikami za 1Q24 oraz wysoką rezerwą na success fee. Kwiecień przyniósł dalsze wzrosty aktywów pod zarządzaniem i wysokie napływy. Podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla spółki w 2024/25e o 24/11% do PLN 35/29m. Regularna dystrybucja zysków oraz oczekiwana ścieżka wyników spółki sprawiają, że naszym zdaniem wskaźniki wyceny (9.6/11.8x P/E) nie są wymagające.

Obiecujący początek roku... – W 1Q24 net zysk netto Quercus TFI wzrósł o 97% r/r do PLN 6.5m, a rezerwa na success fee wyniosła PLN 11.4m. Jednocześnie AUM wzrosły o 15% kw/kw dzięki dobrym wynikom zarządzanych funduszy oraz wysokim napływom (PLN 484m).

... i dalsze wzrosty w kwietniu – W kwietniu aktywa pod zarządzaniem spółki wzrosły 61% r/r (3% m/m) głównie na skutek wzrostu AUM funduszy Ochrony Kapitału (131% r/r), Dłużny Krótkoterminowy (193% r/r) i Agresywny (86% r/r). Napływy netto wyniosły PLN +116m, a narastająco od początku roku PLN 600m (vs. wobec PLN 693m w 2023).

Zmiany prognoz na lata 2024/25e – Szybszy niż oczekiwany wzrost AUM, a także wysokie napływy do funduszy Quercus TFI oraz bardzo dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podniesienia oczekiwań AUM o 14/11% w 2024/25e. Dodatkowo podwyższone oczekiwana opłaty zmiennej i kosztów skłoniły nas do podniesienia prognozy zysku netto o 24% w 2024e oraz o 11% w 2025e.

Skup akcji własnych – Quercus kontuuje politykę dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Z początkiem maja spółka ogłosiła skup 3.1m akcji po cenie PLN 9.50/akcję za łączną kwotę PLN 29.2m, co stanowi 100% zysku jednostkowego spółki za 2023 (do 15-go maja).

Niewymagające wskaźniki wyceny – Na naszych prognozach Quercus jest notowany na 9.6/11.8x 2024/25e P/E, z odpowiednio 25% dyskontem i 2% premią do zagranicznych spółek porównywalnych. Regularna dystrybucja zysków oraz oczekiwana ścieżka wyników spółki sprawiają, że naszym zdaniem wskaźniki wyceny nie są wymagające.

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

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

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	93.1	118.5	143.3	144.6	145.5	146.3
EBITDA	19.2	27.8	37.8	34.5	30.1	28.7
Zysk netto	14.1	31.0	35.2	28.7	24.2	22.5
- zmiana r/r (%)	-44%	120%	14%	-19%	-16%	-7%
DY/skup akcji (%)	6.1%	3.5%	8.7%	10.2%	8.3%	7.1%
P/E (x)	26.1	11.6	9.6	11.8	14.0	15.1
P/BV	4.5	3.6	3.2	3.4	3.5	3.5

Źródło Spółka, Pekao Equity Research

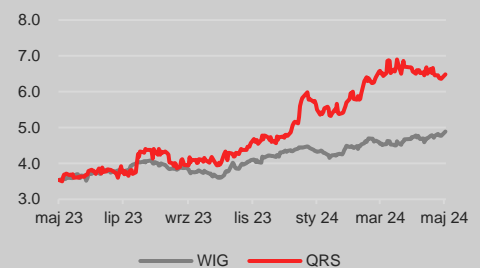
Kupuj (raport aktualizujący)

Cena docelowa **PLN 7.5**

Potencjał wzrostu **+15%**
 Cena z 8 maja 2024 **PLN 6.52**

Rating ESG **B**
Ocena końcowa ESG **1.21**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 2Q24 **13 Sierpnia**

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg **QRS PW**
 Free float (%) **43.2**
 MCAP (PLNm) **360**
 Liczba akcji (mn) **55.2**

Akcjonariusze
 Sebastian i Anna Buczek 18.2%
 Jakub Głowacki 17.1%
 Betpay Capital Sp. z o.o. 9.0%
 OFE NN 7.2%
 Q1 FIZ 5.3%
 Pozostali 43.2%

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl



Spis treści

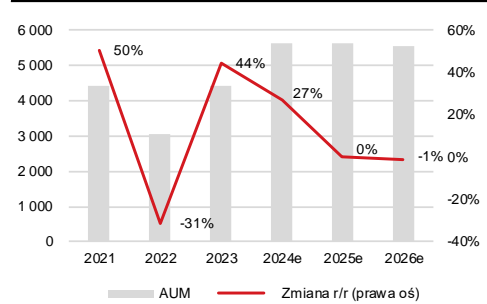
Kluczowe dane	3
Zmiany prognoz na lata 2024-25e.....	4
Ostatnie wydarzenia	5
Wycena	6
Rating ESG	8
Prognozy finansowe.....	9
DISCLAIMER	11

Kluczowe dane

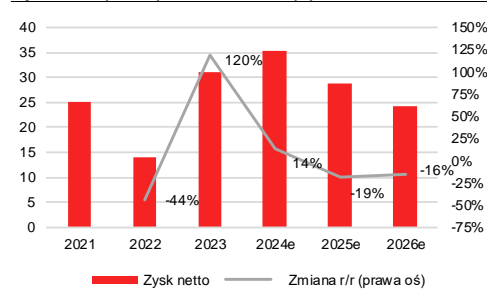
Rachunek wyników	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	93.1	118.5	143.3	144.6	145.5	146.3
- zarządzanie funduszami inwestycyjj	48.6	69.9	73.7	80.9	80.4	80.5
- przyjmowanie zleceń kupna/umarcz	39.0	42.2	48.4	48.4	52.6	53.2
Koszty ogółem	-78.1	-93.7	-109.8	-114.5	-119.9	-122.1
Koszty dystrybucyj	-37.3	-39.5	-50.5	-52.1	-54.3	-54.1
Koszty świadczeń pracowniczych	-20.8	-27.8	-34.1	-36.2	-38.8	-40.8
Usługi obce	-6.1	-6.1	-6.5	-7.0	-7.4	-7.6
Pozostałe koszty operacyjne	-9.6	-17.2	-14.4	-14.8	-15.0	-15.1
Amortyzacja	-4.3	-3.1	-4.3	-4.4	-4.5	-4.5
EBIT	14.9	24.7	33.5	30.1	25.6	24.2
EBITDA	19.2	27.8	37.8	34.5	30.1	28.7
Przychody finansowe netto	2.8	14.6	11.2	6.7	5.7	4.9
Zysk brutto	17.7	39.3	44.7	36.8	31.3	29.2
Podatek dochodowy	-3.0	-7.6	-8.3	-7.0	-6.0	-5.5
Zysk netto	14.7	31.7	36.4	29.8	25.4	23.6
Zysk netto akcj. jedn. domin.	14.1	31.0	35.2	28.7	24.2	22.5
Bilans	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Rzeczowe aktywa trwale	5.9	6.1	5.8	5.7	5.9	6.3
Aktywa finansowe	72.9	85.0	87.7	90.8	94.4	98.8
Aktywa trwałe	88.1	100.8	103.2	106.2	110.0	114.8
Należności z tyt. dostaw i usług	10.9	33.7	21.2	21.6	22.1	22.5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	58.2	68.5	87.4	78.8	72.8	68.3
Aktywa obrotowe	70	104	110	102	96	92
Aktywa razem	158	204	213	208	206	207
Kapitał własny jedn. dom.	81.1	99.4	106.1	101.4	98.4	97.9
Rezerwy na zobowiązania	15.1	22.0	22.4	22.2	22.5	22.8
Leasing	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Zobowiązania długoterminowe	18.7	25.2	25.6	25.4	25.7	26.0
Zob. z tyt. dostaw i usług	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Zob. wobec klientów	39.8	49.3	50.5	50.0	50.6	51.2
Zobowiązania krótkoterminowe	53.0	74.4	75.9	75.7	76.7	77.6
Pasywa razem	158	204	213	208	206	207
Rachunek przepływów pieniężnych	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Zysk netto	14.7	31.0	35.2	28.7	24.2	22.5
Amortyzacja	4.3	3.1	4.3	4.4	4.5	4.5
Koszty finansowe	0.2	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	-20.3	5.7	15.6	0.2	1.8	1.8
Przepływy z działalności operacyjnej	-1.1	26.0	55.5	33.4	30.6	28.9
Wpływy ze sprzedaży aktywów finanso	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nakłady inwestycyjne	-1.5	-1.9	-2.1	-2.3	-2.5	-2.8
Pozostałe	-3.0	0.8	-4.4	-5.0	-5.6	-6.3
Przepływy z działalności inwestycyjn	3.4	-1.1	-6.5	-7.3	-8.1	-9.1
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-22.3	-12.7	-29.7	-34.5	-28.3	-24.1
Pozostałe	-2.5	-1.9	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	-24.9	-14.5	-30.1	-34.6	-28.4	-24.2
Środki pieniężne na początek okresu	80.7	58.2	68.5	87.4	78.8	72.8
Środki pieniężne na koniec okresu	58.2	68.5	87.4	78.8	72.8	68.3
Wybrane dane	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
AUM (PLNm)	3 054	4 409	5 612	5 620	5 548	5 480
Zmiana r/r (%)	-31%	44%	27%	0%	-1%	-1%
Średnie AUM (PLNm)	3 512	3 551	5 011	5 616	5 584	5 514
Zmiana r/r (%)	-5%	1%	41%	12%	-1%	-1%
ROE (%)	17%	34%	34%	28%	24%	23%
ROA (%)	8%	17%	17%	14%	12%	11%
Marża zysku netto (%)	15%	26%	25%	20%	17%	15%
Marża na średnich AUM (%)	0%	1%	1%	1%	0%	0%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back	89%	86%	94%	95%	95%	95%
Stopa dywidendy/buy-back (%)	6.1%	3.5%	8.7%	10.2%	8.3%	7.1%
Liczba akcji (m)	56.5	55.2	52.1	52.1	52.1	52.1
P/E (x)	26.1	11.6	9.6	11.8	14.0	15.1
P/BV (x)	4.5	3.6	3.2	3.4	3.5	3.5

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

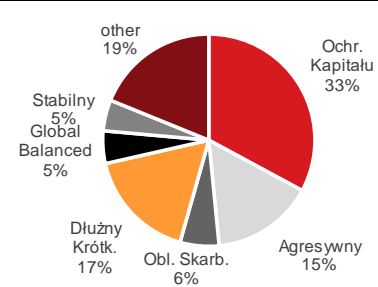
AUM (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



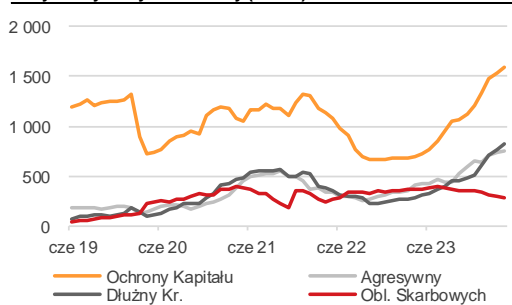
Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



Struktura aktywów (%), Kwiecień 2024



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 dystrybucyj – Zmiany w zakresie dostępności zew nętrnych sieci dystrybucyjnych mogą spowodować spadek zainteresowania ofertą zarządzanych funduszy, 6) Ryzyko odejścia personelu – Odejście kluczowych zarządzających może negatywnie przełożyć się na wyniki funduszy, AUM oraz napływy y.



Zmiana prognoz na lata 2024-25e

Znacznie szybszy niż oczekiwany wzrost AUM, a także wysokie napływy do funduszy Quercus TFI oraz bardzo dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podniesienia oczekiwań AUM o 14/11% w 2024/25e. Dodatkowo, podwyższone oczekiwana opłaty zmiennej, ale także kosztów skłoniły nas do podniesienia prognozy zysku netto o 24% (do PLN 35.2m) w 2024e oraz o 11% (do PLN 28.7m) w 2025e.

- Znacznie szybszy niż oczekiwany wzrost AUM, a także wysokie napływy do funduszy Quercus TFI oraz bardzo dobre stopy zwrotu zarządzanych funduszy skłoniły nas do podniesienia oczekiwań AUM o 14/11% w 2024/25e. Dodatkowo podwyższone oczekiwana success fee (na skutek bardzo wysokiej rezerwy z tytułu opłaty zmiennej wykazane na koniec 1Q24) skutkowały podwyższeniem prognoz przychodów ogółem o 9/8% w 2024/25e.
- Podwyższone prognozy przychodów, ale także kosztów operacyjnych (o 7/7% w 2024/25e) przełożyły się na podniesienie prognozy EBITDA o 16/12% w 2024/25e. Aby odzwierciedlić zmienione oczekiwania odnośnie do stop procentowych w Polsce (zakładamy brak zmian do końca roku 2024), ale także aby uwzględnić księgowania dot. ekspozycji na Capitea (w pozostałych kosztach operacyjnych oraz przychodach finansowych) podnosimy nasze prognozy przychodów finansowych netto o 50/10% w 2024/25e. W rezultacie, podwyższamy nasze oczekiwania zysku netto dla Quercus TFI o 24% w 2024e (do PLN 35.2m) oraz o 11% w 2025e (do PLN 28.7m).

Quercus TFI – Zmiana prognoz na lata 2024-2025e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2023			2024e			2025e		
	Poprzednie	Actualne	Zmiana %	Poprzednie	Obecne	Zmiana %	Poprzednie	Obecne	Zmiana %
Przychody	118.2	118.5	0%	130.9	143.3	9%	133.5	144.6	8%
Koszty ogółem	-92.4	-93.7	1%	-102.3	-109.8	7%	-106.9	-114.5	7%
EBIT	25.7	24.7	-4%	28.6	33.5	17%	26.6	30.1	13%
EBITDA	29.5	27.8	-6%	32.7	37.8	16%	30.8	34.5	12%
Przychody finansowe netto	10.5	14.6	39%	7.4	11.2	50%	6.1	6.7	10%
Zysk brutto	36.2	39.3	8%	36.0	44.7	24%	32.7	36.8	13%
Zysk netto	29.2	31.7	8%	29.2	36.4	25%	26.5	29.8	13%
Zysk netto akcj. jedn. domin.	28.6	31.0	8%	28.4	35.2	24%	25.7	28.7	11%
AUM (na koniec okresu)	4 409	4 409	0%	4 915	5 612	14%	5 044	5 620	11%
AUM (średnie)	3 551	3 551	0%	4 662	5 011	7%	4 979	5 616	13%

Source: Company, Pekao Equity Research estimates



Ostatnie wydarzenia

Skup akcji własnych

2-go maja Quercus TFI ogłosił skup 3,073,685 akcji własnych (5.57% wszystkich akcji) po cenie PLN 9.50/akcję za łączną kwotę PLN 29.2m (100% zysku jednostkowego za 2023). Przyjmowanie ofert sprzedaży trwa do 15-go maja.

Wzrost aktywów pod zarządzaniem w kwietniu o 61% r/r, 3% m/m

W kwietniu aktywa pod zarządzaniem spółki wzrosły 61% r/r (3% m/m) głównie na skutek wzrostu AUM funduszy: Ochrony Kapitału (131% r/r), Dłużny Krótkoterminowy (193% r/r) i Agresywny (86% r/r). Napływy netto wyniosły PLN +116m, a narastająco od początku roku PLN 600m (vs. wobec PLN 693m w 2023).

Quercus TFI – AUM

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	y/y	m/m
FIO	3 605	3 766	4 077	4 218	4 382	70%	4%
QUERCUS Absolute Return FIZ	53	53	53	48	57	30%	19%
QUERCUS Global Balanced Plus FIZ	48	48	50	50	42	-9%	-16%
Acer Aggressive FIZ	83	83	82	88	88	50%	0%
QUERCUS Multistrategy FIZ	63	60	62	63	60	-2%	-4%
Private Equity Multifund FIZ	5	5	5	5	4	-31%	-6%
Alphaset FIZ	184	203	203	213	203	41%	-5%
Asset Management	347	348	353	355	360	25%	1%
Razem	4 409	4 587	4 906	5 062	5 219	61%	3%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Publikacja wyników za 1Q24 (19 kwietnia)

Zysk netto Quercus TFI w 1Q24 wyniósł PLN 6.5m i był 12% poniżej naszych prognoz (PLN 7.3m) na skutek wyższych kosztów, które tylko częściowo zostały skompensowane przez nieco lepsze przychody oraz wyższe przychody finansowe netto. Pomimo wyższych kosztów wyniki Quercus TFI za 1Q24 oceniamy pozytywnie z dwóch powodów: 1) Zysk netto wyniósł PLN 6.5m – jeżeli spółce udało się ten rezultat powtórzyć, to powtarzalny wynik roczny mógłby wynieść PLN 26m, 2) Rezerwa z tytułu opłaty zmiennej była bardzo wysoka (wyższa od naszych założeń). W 1Q24 aktywa pod zarządzaniem wzrosły o 15% kw/kw na skutek wysokich stóp zwrotu zarządzanych funduszy oraz wysokich napływów (PLN 484m).

Quercus TFI – P&L

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	y/y	q/q	Pekao	vs. Pekao
Przychody	20.9	23.8	25.2	48.6	29.7	42%	-39%	29.1	2%
Koszty	-19.8	-19.8	-19.8	-31.1	-24.7	25%	-21%	-21.8	14%
EBIT	1.1	2.6	3.7	17.4	4.9	363%	-72%	7.4	-33%
EBITDA	2.0	3.5	4.6	17.8	6.0	202%	-66%	7.7	-22%
Przychody fin. netto	3.1	2.6	2.5	6.4	3.2	3%	-50%	2.1	55%
Zysk brutto	4.2	5.2	6.1	23.8	8.1	96%	-66%	9.4	-14%
Zysk netto	3.3	4.0	4.7	19.0	6.5	97%	-66%	7.3	-12%
AUM eop	3 187	3 441	3 821	4 409	5 062	59%	15%		
AUM average	3 129	3 296	3 653	4 073	4 741	52%	16%		

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Wycena

Wyceny spółki Quercus TFI dokonujemy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę porównawczą. Przyjmując odpowiednio 80/20% wagi obu metod otrzymujemy cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 7.5/na akcję (15% potencjał wzrostu).

Quercus TFI – Podsumowanie wyceny (PLN)

DCF	7.5
Wycena porównawcza	7.7
Średnia ważona	7.5
Cena docelowa	7.5
Cena rynkowa	6.5
Potencjał wzrostu (%)	15%

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 7.5/akcję.

Quercus TFI – Model DCF

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2024e	2025e	2026e	2027e	2027e	2028e	Terminal
Przychody	143	145	146	146	149	152	152
- zmiana r/r	21%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
EBIT	34	30	26	24	25	25	25
- zmiana r/r	35%	-10%	-15%	-5%	2%	2%	2%
Podatek	-6	-6	-5	-5	-5	-5	-5
NOPLAT	27	24	21	20	20	20	20
- zmiana r/r	35%	-9%	-15%	-5%	2%	2%	2%
D&A	4	4	4	5	5	5	5
- zmiana r/r	39%	3%	1%	1%	0%	0%	0%
Capex	-2	-2	-3	-3	-5	-5	-5
- zmiana r/r	10%	10%	10%	10%	63%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	13	0	0	0	0	0	0
FCF	42	26	22	21	20	20	20
DFCF	40	22	17	14	12	11	12
Suma zdyskontowanych FCF	117						
Wartość rezydualna	369						
Zdysk. wartość rezydualna	211						
Enterprise value	328						
Dług netto (2023)	-68						
Mniejszości	6						
Equity value	391						
Liczba akcji (m)	52.1						
Cena docelowa (PLN)	7.5						
Cena rynkowa (PLN) z 8-go maja	6.5						
Potencjał wzrostu	15%						

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
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%	7.0%	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	10.3	10.0	9.7	9.4	9.1	8.9	8.6
	0.8	9.4	9.1	8.9	8.6	8.4	8.2	8.0
	0.9	8.7	8.5	8.2	8.0	7.8	7.6	7.4
	1.0	8.1	7.9	7.7	7.5	7.3	7.1	7.0
	1.1	7.6	7.4	7.3	7.1	6.9	6.7	6.6
	1.2	7.2	7.0	6.9	6.7	6.6	6.4	6.3
	1.3	6.9	6.7	6.5	6.4	6.2	6.1	6.0

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%	8.9	8.7	8.4	8.2	8.0	7.8	7.6
	4%	8.6	8.4	8.2	8.0	7.7	7.5	7.4
	5%	8.4	8.2	7.9	7.7	7.5	7.3	7.2
	6%	8.1	7.9	7.7	7.5	7.3	7.1	7.0
	7%	7.9	7.7	7.5	7.3	7.1	7.0	6.8
	8%	7.7	7.5	7.3	7.1	6.9	6.8	6.6
	9%	7.5	7.3	7.1	6.9	6.8	6.6	6.5

Źródło: Pekao Equity Research

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	2024e	2025e
Średnia spółek zagranicznych	12.8	11.6
Quercus C/Z	9.6	11.8
Premia/dyskonto do średniej	-25%	2%
Implikowana wycena/akcję (PLN)	8.7	6.4
Waga	60%	40%
Wycena na akcję (PLN)	7.7	

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku C/Z na lata 2024-2025e implikuje cenę docelową Quercus TFI na poziomie PLN 7.7/akcję.

Quercus TFI – Wycena porównawcza

	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [mln EUR]	P/E		P/BV		ROE		Stopa dywidendy	
				2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
ASHMORE GROUP PLC	GB	1 622	51 246	16.0	17.6	1.5	1.6	10%	9%	9%	9%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	4 557	156 067	12.3	12.7	5.1	4.6	41%	36%	5%	6%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	510	60 216	8.2	9.2	0.5	0.5	7%	6%	7%	5%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	3 749	151 392	6.6	6.6	1.4	1.2	28%	23%	5%	6%
SCHRODERS PLC	GB	6 766	741 048	11.2	10.4	1.3	1.2	12%	12%	6%	6%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	4 743	608 008	7.0	6.7	1.4	1.3	17%	20%	0%	0%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	US	3 546	655 459	11.2	9.9	na	na	7%	9%	9%	10%
APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC	US	58 870	588 192	13.6	11.4	4.5	3.5	52%	45%	2%	2%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	US	3 226	135 726	13.1	11.7	na	na	na	na	7%	8%
BLACKROCK INC	US	107 802	9 046 452	18.5	16.4	2.8	2.6	16%	17%	3%	3%
BLACKSTONE INC	US	136 727	940 159	24.1	19.2	11.5	10.6	57%	65%	3%	4%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	14 021	385 027	10.8	9.5	2.3	1.4	25%	29%	3%	4%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	11 452	1 299 111	9.0	7.8	0.5	0.5	6%	7%	5%	6%
KKR & CO INC	US	80 818	499 639	20.6	15.9	3.0	2.5	17%	17%	1%	1%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	23 247	1 305 586	12.6	12.8	2.5	2.4	20%	19%	4%	5%
PERPETUAL LTD	AU	1 672	11 300	13.5	12.1	1.2	1.2	9%	10%	5%	6%
AMP LTD	AU	1 841	na	14.1	11.5	0.8	0.7	6%	7%	4%	5%
INSIGNIA FINANCIAL LTD	AU	987	180 194	8.1	7.5	0.7	0.7	9%	10%	8%	8%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Rating ESG

Quercus TFI – Podsumowanie ratingu ESG

	E	S	G
Wynik	0.82	1.40	1.33
Waga	30%	40%	30%
Wynik ESG	1.21		
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, 2022-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
EPS skorygowany	0.4	0.2	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
Przychody	83.0	93.1	118.5	143.3	144.6	145.5	146.3
Marża zysku brutto	37%	19%	33%	31%	25%	22%	20%
EBIT	25.6	14.9	24.7	33.5	30.1	25.6	24.2
EBITDA	27.1	19.2	27.8	37.8	34.5	30.1	28.7
Wynik netto	25.1	14.1	31.0	35.2	28.7	24.2	22.5
Dług netto	-80.7	-58.2	-68.5	-87.4	-78.8	-72.8	-68.3
BPS	1.5	1.4	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9
DPS	0.3	0.4	0.2	0.6	0.7	0.5	0.5
ROE	28%	17%	34%	34%	28%	24%	23%
ROA	18%	8%	17%	17%	14%	12%	11%
D&A	1.6	4.3	3.1	4.3	4.4	4.5	4.5
Free cash flow	13.6	35.0	-1.4	42.0	26.1	22.3	20.9
CAPEX	0.7	1.5	1.9	2.1	2.3	2.5	2.8

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – P&L, 2022-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	83.0	93.1	118.5	143.3	144.6	145.5	146.3
EBIT	25.6	14.9	24.7	33.5	30.1	25.6	24.2
EBITDA	27.1	19.2	27.8	37.8	34.5	30.1	28.7
Przychody finansowe netto	5.0	2.8	14.6	11.2	6.7	5.7	4.9
Zysk brutto	30.5	17.7	39.3	44.7	36.8	31.3	29.2
Podatek dochodowy	-5.4	-3.0	-7.6	-8.3	-7.0	-6.0	-5.5
Zysk netto	25.1	14.7	31.7	36.4	29.8	25.4	23.6
Zysk netto akcj. jedn. domin.	25.1	14.1	31.0	35.2	28.7	24.2	22.5

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Kluczowe dane, 2022-2027e

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
AUM (PLNm)	4 438	3 054	4 409	5 612	5 620	5 548	5 480
Zmiana r/r (%)	50%	-31%	44%	27%	0%	-1%	-1%
Średnie AUM (PLNm)	3 682	3 512	3 551	5 011	5 616	5 584	5 514
Zmiana r/r (%)	48%	-5%	1%	41%	12%	-1%	-1%
Marża zysku netto (%)	30%	15%	26%	25%	20%	17%	15%
Marża na średnich AUM (%)	1%	0%	1%	1%	1%	0%	0%
Stopa dywidendy (%)	5%	6%	4%	9%	10%	8%	7%
Liczba akcji (m)	59	56	55	52	52	52	52

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research

Quercus TFI – Bilans, 2022-2027e
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Rzeczowe aktywa trwałe	4.7	5.9	6.1	5.8	5.7	5.9	6.3
Aktywa finansowe	66.9	72.9	85.0	87.7	90.8	94.4	98.8
Aktywa trwałe	82.0	88.1	100.8	103.2	106.2	110.0	114.8
Należności z tyt. dostaw i usług	29.7	10.9	33.7	21.2	21.6	22.1	22.5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	80.7	58.2	68.5	87.4	78.8	72.8	68.3
Aktywa obrotowe	114.2	69.9	103.7	110.0	101.8	96.3	92.3
Aktywa razem	196.2	158.0	204.5	213.2	208.1	206.3	207.0
Kapitał własny jedn. dom.	89.6	81.1	99.4	106.1	101.4	98.4	97.9
Rezerwy na zobowiązania	15.1	15.1	22.0	22.4	22.2	22.5	22.8
Leasing	1.3	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Zobowiązania długoterminowe	16.7	18.7	25.2	25.6	25.4	25.7	26.0
Zob. z tyt. dostaw i usług	2.7	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Zob. wobec klientów	68.9	39.8	49.3	50.5	50.0	50.6	51.2
Zobowiązania krótkoterminowe	89.9	53.0	74.4	75.9	75.7	76.7	77.6
Pasywa razem	196.2	158.0	204.5	213.2	208.1	206.3	207.0

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research
Quercus TFI – Cash flow, 2022-2027e
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Zysk netto	25.1	14.7	31.0	35.2	28.7	24.2	22.5
Amortyzacja	1.6	4.3	3.1	4.3	4.4	4.5	4.5
Koszty finansowe	0.3	0.2	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1
Pozostałe	-14.2	-20.3	5.7	15.6	0.2	1.8	1.8
Przepływy z działalności operacyjnej	12.8	-1.1	26.0	55.5	33.4	30.6	28.9
Wpływy ze sprzedaży aktywów	15.0	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nakłady inwestycyjne	-0.7	-1.5	-1.9	-2.1	-2.3	-2.5	-2.8
Wydatki na aktywa finansowe	35.1	-3.0	0.8	-4.4	-5.0	-5.6	-6.3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	49.4	3.4	-1.1	-6.5	-7.3	-8.1	-9.1
Emisja akcji	22.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda/nabycie akcji własnych	-17.9	-22.3	-12.7	-29.7	-34.5	-28.3	-24.1
Pozostałe	-0.8	-2.5	-1.9	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1
Przepływy z działalności finansowej	3.8	-24.9	-14.5	-30.1	-34.6	-28.4	-24.2
Środki pieniężne na początek okresu	14.8	80.7	58.2	68.5	87.4	78.8	72.8
Środki pieniężne na koniec okresu	80.7	58.2	68.5	87.4	78.8	72.8	68.3

Źródło: Spółka, prognozy Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 8 MAJA O GODZ. 22:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 9 MAJA 2024 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; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Michał Fidelus	Ekspert, Analityk	Quercus TFI	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie 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 osiągnęte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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