



Dom Maklerski BDM S.A.

## QUERCUS TFI

### RAPORT ANALITYCZNY

Ustalamy cenę docelową dla Quercus TFI na poziomie PLN 6,0/akcję i wydajemy zalecenie Kupuj. Quercus TFI zarządza aktywami o wartości PLN 3,8 mld i ma 1,9% udziału w rynku detalicznych funduszy inwestycyjnych. W obliczu historycznie niskich stóp procentowych oczekujemy dynamicznego wzrostu AUM, (38/18% w 2021/22), który pozwoli na solidny wzrost zysków w ciągu najbliższych trzech lat (zakładamy 14% CAGR w 2020-2023P). Oczekujemy też wypłaty wysokiej i powtarzalnej dywidendy/buy-backu (DY 8,6% z zysku za 2021 r.), a przejęcie Xeliona uważamy za krok w stronę przyspieszenia rozwoju.

**Dynamicznie odbudowują się napływy** - W okresie styczeń-lipiec 2021 r. napływy do Quercus TFI wyniosły PLN 852m i były istotnie wyższe niż w całym 2020 r. oraz 2019 r. Największe środki pozyskał *Dłużny Krótkoterminowy* (PLN 260m), ale bardzo wysokie były też napływy do wysokomarżowych funduszy *Agresywny* (PLN 176m) oraz *Global Balanced* (PLN 154m).

**Oczekujemy solidnego wzrostu AUM...** - W naszych prognozach zakładamy, że AUM Quercus TFI wzrosną o 38% r/r w 2021 oraz o 18% r/r w 2022 r. (wobec 35% r/r wzrostu w lipcu YTD). W 2021 r. najwyższej dynamiki wzrostu spodziewamy się w funduszach *Agresywny* (168% r/r), *Global Balanced* (139% r/r) oraz *Dłużny Krótkoterminowy* (107% r/r). Zakładamy też dwucyfrowy wzrost aktywów funduszu *Ochrony Kapitału* (11% r/r).

**... czemu sprzyjać będą niskie stopy procentowe, rosnąca stopa oszczędności oraz solidne stopy zwrotu** - Według OECD Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów w aktywach finansowych gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę historycznie niskie stopy procentowe oraz rosnącą stopę oszczędności oczekujemy że udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności Polaków będzie się stopniowo zwiększać. Napływom sprzyjać powinny także solidne stopy zwrotu osiągnięte przez fundusze.

**Zakładamy 34% r/r wzrostu skorygowanego zysku netto w 2021 r.** - Oczekujemy, że rosnące AUM przyczynią się do wzrostu przychodów z opłaty stałej (28/3% r/r w 2021/22), co przy opłacie zmiennej w wysokości PLN 15/11m oraz rosnących kosztach ogółem znajdzie odzwierciedlenie we wzroście skorygowanego zysku netto o 34% r/r w 2021 oraz spadku -3% r/r w 2022 r. Oczekujemy także przyspieszenia dynamiki zysków w 2023P (13% r/r).

**Regularna dywidenda/buy-back** - Quercus TFI regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Z zysku za 2021 r. oczekujemy wskaźnika wypłaty dywidendy w wysokości 99%, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 8,6%.

#### Quercus TFI – wybrane dane, 2018-2023P

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
AUM	2 512	2 686	2 889	3 982	4 717	5 173
Zmiana r/r (%)	-46%	7%	8%	38%	18%	10%
Przychody	85,8	61,0	63,1	89,5	125,1	135,3
Zysk netto	-10,2	19,6	17,9	23,4	20,9	23,6
Zmiana r/r (%)	na	na	-8%	31%	-11%	13%
ROE (%)	-22%	38%	29%	31%	24%	27%
P/E (x)	Na	13,5	14,3	11,6	13,0	11,5
P/BV (x)	6,3	4,3	4,3	3,1	3,2	3,1
DY(%)	0,0%	0,0%	7,7%	6,6%	8,6%	7,7%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

### WYCENA 6,0 PLN

30 SIERPNIA 2021, 07:30 CEST

Wycena końcowa [PLN]	6,0
Potencjał do wzrostu / spadku	30%
Cena rynkowa [PLN]	4,63
Kapitalizacja [mln PLN]	281
Liczba akcji [mln. szt.]	58,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,42
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,64
Stopa zwrotu za 3 mc	-6,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,5%
Stopa zwrotu YTD	+26,5%
Akcjonariat (% głosów):	
Jakub Głowacki	21,0%
Sebastian I Anna Buczek	17,1%
Q1 FIZ	9,0%
Betplay International	8,4%
NN OFE	7,3%
Pozostali	37,2%

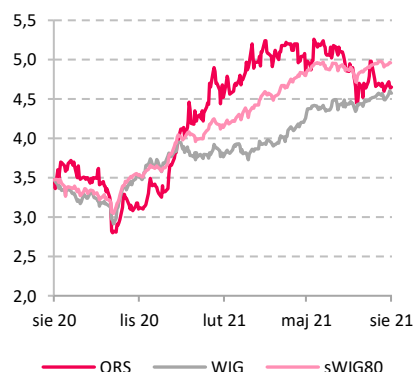
Michał Fidelus

michal.fidelus@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

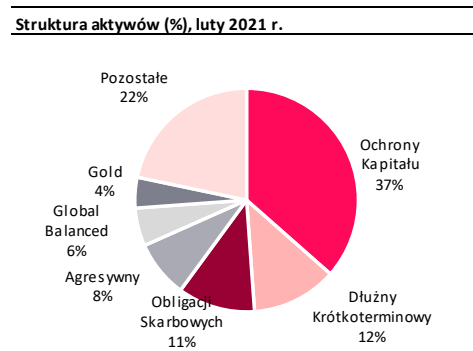
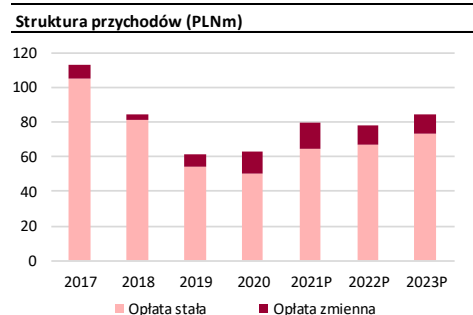
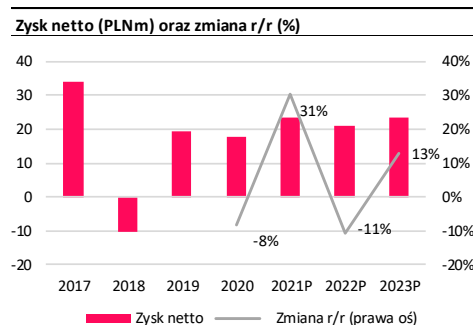
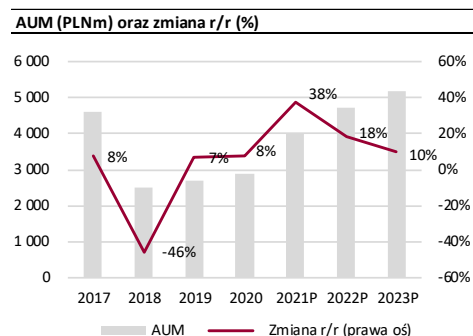
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
KLUCZOWE CZYNNIKI RYZYKA .....	4
WYCENA .....	5
MODEL BIZNESOWY .....	8
OTOCZENIE RYNKOWE .....	14
PROGNOZY FINANSOWE .....	18

## Wybrane dane i prognozy finansowe

Rachunek wyników	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>119,1</b>	<b>85,8</b>	<b>61,0</b>	<b>63,1</b>	<b>89,5</b>	<b>125,1</b>	<b>135,3</b>
Opłata stała	104,9	81,3	54,4	50,3	64,5	66,7	73,1
Opłata zmienna	8,2	3,4	6,6	12,8	15,0	11,0	11,0
Koszt wytworzenia	-8,2	-10,2	-12,1	-14,2	-13,5	-13,4	-13,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>110,9</b>	<b>75,6</b>	<b>48,9</b>	<b>48,9</b>	<b>76,0</b>	<b>111,7</b>	<b>121,6</b>
Koszty sprzedaży	-64,7	-44,7	-26,1	-24,7	-31,6	-32,7	-36,4
Koszty ogólnego zarządu i pozostałe	-5,1	-5,2	-5,1	-5,6	-8,0	-8,2	-8,5
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-69,8</b>	<b>-49,9</b>	<b>-31,1</b>	<b>-30,3</b>	<b>-49,6</b>	<b>-86,5</b>	<b>-93,1</b>
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>41,1</b>	<b>25,7</b>	<b>17,8</b>	<b>18,6</b>	<b>26,4</b>	<b>25,2</b>	<b>28,5</b>
Pozostałe przychody netto	0,1	-8,9	1,7	-1,2	-1,6	-0,5	-0,5
<b>EBIT</b>	<b>41,2</b>	<b>16,8</b>	<b>19,6</b>	<b>17,4</b>	<b>24,8</b>	<b>24,7</b>	<b>28,0</b>
Przychody finansowe netto	0,9	-22,0	3,7	4,3	3,9	1,1	1,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>42,1</b>	<b>-5,2</b>	<b>23,3</b>	<b>21,7</b>	<b>28,7</b>	<b>25,8</b>	<b>29,2</b>
Podatek dochodowy	-8,0	-5,0	-3,7	-3,8	-5,3	-4,9	-5,5
<b>Zysk netto</b>	<b>34,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>19,6</b>	<b>17,9</b>	<b>23,4</b>	<b>20,9</b>	<b>23,6</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>34,0</b>	<b>21,1</b>	<b>15,7</b>	<b>16,1</b>	<b>21,5</b>	<b>20,9</b>	<b>23,6</b>
<b>Bilans</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1,0	0,7	0,8	1,7	6,4	5,2	4,0
Długoterminowe akt. finansowe i pozostałe	3,6	26,1	30,1	36,6	56,3	56,1	55,8
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>4,7</b>	<b>26,8</b>	<b>31,0</b>	<b>38,3</b>	<b>62,8</b>	<b>61,3</b>	<b>59,8</b>
Należności krótkoterminowe	19,8	10,7	13,7	18,6	31,3	33,0	35,7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	39,8	25,9	38,2	14,7	44,7	42,0	43,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>62,5</b>	<b>39,1</b>	<b>54,4</b>	<b>51,9</b>	<b>81,7</b>	<b>81,2</b>	<b>85,9</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>67,2</b>	<b>65,9</b>	<b>85,4</b>	<b>90,2</b>	<b>144,4</b>	<b>142,5</b>	<b>145,7</b>
Kapitał zakładowy	5,7	5,7	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5
Kapitał zapasowy	11,1	11,1	11,1	11,1	34,3	34,3	34,4
Pozostałe kapitały rezerwowe	1,4	35,4	25,2	25,4	25,4	25,4	25,4
Zysk/Strata netto	34,0	-10,2	19,6	17,9	23,4	20,9	23,6
<b>Kapitał własny ogółem</b>	<b>52,2</b>	<b>42,0</b>	<b>61,6</b>	<b>60,0</b>	<b>88,6</b>	<b>86,2</b>	<b>88,9</b>
Rezerwy na zobowiązania	0,8	9,4	8,5	10,5	12,5	11,7	10,9
Zobowiązania krótkoterminowe	11,6	8,4	4,4	6,6	25,8	26,6	27,4
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>14,9</b>	<b>23,9</b>	<b>23,8</b>	<b>30,2</b>	<b>55,8</b>	<b>56,3</b>	<b>56,8</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>67,2</b>	<b>65,9</b>	<b>85,4</b>	<b>90,2</b>	<b>144,4</b>	<b>142,5</b>	<b>145,7</b>
<b>Rachunek przepływów pieniężnych</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Zysk netto	34,0	-10,2	19,6	17,9	23,4	20,9	23,6
Amortyzacja	0,3	0,5	0,4	0,6	0,5	2,5	2,5
Pozostałe	-0,7	58,7	-7,5	-3,0	21,8	-1,8	-2,8
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>33,7</b>	<b>26,4</b>	<b>12,4</b>	<b>15,5</b>	<b>45,6</b>	<b>21,6</b>	<b>23,3</b>
Wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych	1,8	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Nakłady inwestycyjne	-0,3	-0,1	-0,6	-1,4	-1,2	-1,3	-1,3
Wydatki na aktywa finansowe i pozostałe	-1,9	-40,6	0,0	-18,1	-20,0	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0,4</b>	<b>-40,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-19,3</b>	<b>-20,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	23,1	0,0	0,0
Dywidenda/podział zysku	-28,4	0,0	0,0	-19,6	-17,9	-23,3	-20,9
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-28,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-19,6</b>	<b>5,2</b>	<b>-23,3</b>	<b>-20,9</b>
<b>Przepływy pieniężne</b>	<b>4,6</b>	<b>-13,9</b>	<b>12,2</b>	<b>-23,4</b>	<b>30,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,4</b>
<b>Środki pieniężne na początek okresu</b>	<b>35,3</b>	<b>39,8</b>	<b>25,9</b>	<b>38,2</b>	<b>14,7</b>	<b>44,7</b>	<b>42,0</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>39,8</b>	<b>25,9</b>	<b>38,2</b>	<b>14,7</b>	<b>44,7</b>	<b>42,0</b>	<b>43,3</b>
<b>Wybrane dane</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
AUM (PLNm)	4 614	2 512	2 686	2 889	3 982	4 717	5 173
Zmiana r/r (%)	8%	-46%	7%	8%	38%	18%	10%
Średnie AUM (PLNm)	4 450	3 563	2 599	2 787	3 436	4 350	4 945
Zmiana r/r (%)	15%	-20%	-27%	7%	23%	27%	14%
ROE (%)	69%	-22%	38%	29%	31%	24%	27%
ROA (%)	54%	-15%	26%	20%	20%	15%	16%
Marża zysku netto (%)	29%	-12%	32%	28%	26%	17%	17%
Marża na średnich AUM (%)	0,73%	-0,27%	0,76%	0,72%	0,67%	0,49%	0,48%
Wskaźnik wypłaty dywidendy/buy-back (%)	99%	0%	0%	100%	100%	100%	100%
Stopa dywidendy (%)	10,7%	0,0%	0,0%	7,7%	6,6%	8,6%	7,7%
Liczba akcji (m)	57,3	57,3	57,3	55,2	58,8	58,8	58,8
P/E (x)	7,8	na	13,5	14,3	11,6	13,0	11,5
P/BV (x)	5,1	6,3	4,3	4,3	3,1	3,2	3,1

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.



**Czynniki ryzyka**

Dla rynku TFI w Polsce widzimy następujące ryzyka: 1) ryzyko rynkowe, 2) ryzyko makroekonomiczne, 3) ryzyko odpływu środków na skutek słabych stóp zwrotu z zarządzanych funduszy, 4) ryzyko regulacyjne, 5) ryzyko wzrostu stóp procentowych, 6) ryzyko presji cenowej ze strony dystrybutorów. Dodatkowo, dla Quercus TFI widzimy następujące ryzyka: 1) istotna zależność wyników i AUM od największego funduszu, 2) relatywnie "czule" na stopy zwrotu aktywa, 3) hoss/bessa na rynku akcji może skutkować silnymi napływami/odpływami a tym samym znacznie lepszymi/gorszymi niż zakładane wynikami finansowymi spółki, 4) utrata kluczowych zarządzających, 5) nie udana realizacja przejęcia DI Xelion.

## Kluczowe czynniki ryzyka

---

- **Biznes zależny od koniunktury rynkowej w Polsce i na świecie** – Stopy zwrotu osiągane przez fundusze inwestycyjne są ściśle uzależnione od sytuacji na rynkach finansowych w Polsce i na świecie. Silna korekta lub długotrwałe osłabienie wybranych klas aktywów mogłyby spowodować istotne pogorszenie stóp zwrotu osiąganych przez fundusze, co z kolei skutkowałoby znaczącymi odływami z funduszy oraz pogorszeniem wyników finansowych Quercus TFI.
- **Ryzyka regulacyjne** – Działalność TFI zarówno w Polsce, jak i zagranicą jest ściśle regulowana przez organy nadzoru oraz ustawodawców, czego przykładem są m.in. MIFID II, ostatnie ograniczenia wysokości opłaty za zarządzanie w Polsce, czy też regulacje ESMA dot. zasad pobierania opłaty zmiennej. Zwracamy uwagę, że potencjalne nowe regulacje lub ograniczenia dotyczące działalności TFI mogą spowodować obniżenie przychodów z prowadzonej działalności lub/oraz wzrost kosztów.
- **Wzrost stóp procentowych** – Historycznie niskie stopy procentowe są w naszym przekonaniu istotnym bodźcem skłaniającym gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa do przenoszenia oszczędności z banków do TFI. Widzimy ryzyko, że wzrost stóp procentowych wynikający chociażby z rosnącej presji inflacyjnej, mógłby istotnie zmniejszyć atrakcyjność produktów oferowanych przez TFI w porównaniu z lokatami bankowymi, co mogłoby znaleźć odzwierciedlenie w znaczących odływach z funduszy inwestycyjnych.
- **Ryzyko powolnej odbudowy gospodarki** – Pandemia COVID-19 znacząco osłabiła realną gospodarkę, jednak powszechne wprowadzenie szczepień pozwoliło na relatywnie szybki powrót do aktywności gospodarczej. Widzimy ryzyko, że znacznie słabsze tempo odbudowy gospodarki światowej może wywołać ponowne perturbacje na rynkach oraz wpłynąć na wzrost awersji do ryzyka przez klientów TFI.
- **Nieudane przejęcie DI Xelion** – W naszych prognozach zakładamy, że akwizycja DI Xelion będzie miała miejsce z końcem 2021 r. a przejęcie będzie miało pozytywny wpływ na działalność oraz wyniki Quercus TFI zarówno w 2022 r., jak i w 2023 r. Nieudana akwizycja, lub jej brak stanowiłby ryzyko dla realizacji naszych prognoz.

## Wycena

Wyceny akcji Quercus TFI dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych, metodę porównawczą oraz model ROE-P/BV. Przyjmując odpowiednio 50/25/25% wagę dla powyższych metod otrzymujemy wycenę Quercus TFI na poziomie PLN 6,00 za akcję, co oznacza 30% potencjał wzrostu.

### Quercus TFI - Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

	Wycena	Waga
Metoda ZZR	6,40	50%
Metoda porównawcza	5,20	25%
Model ROE-P/BV	6,00	25%
<b>12M TP</b>	<b>6,00</b>	
Cena obecna	4,63	
Potencjał wzrostu	25%	

Źródło: BDM S.A.

### Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2020 r. (powiększonych o zrealizowaną emisję akcji), do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,0%, Beta 1,1 oraz premię za ryzyko 5,0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 8,5%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3,0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 28,6% (zgodnie z ostatnim rokiem prognozy). Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę Quercus TFI na poziomie PLN 6,40/akcję.

### Quercus TFI – Model zdyskontowanych zysków rezydualnych

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	Terminal
Zysk netto	17,9	23,4	20,9	23,6	24,8	26,0	26,8
Zmiana r/r(%)		31%	-11%	13%	5%	5%	3,0%
Kapitał własny*	83,1	88,6	86,2	88,9	90,4	91,8	92,9
Wskaźnik wypłaty dywidendy (%)		100%	100%	99%	99%	99%	90%
ROE (%)	21,6%	27,3%	24,0%	27,0%	27,7%	28,6%	28,6%
Koszt kapitału własnego (%)	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Nadwyżka ROE nad koszt kapitału (%)	13,1%	18,8%	15,5%	18,5%	19,2%	20,1%	20,1%
Zysk rezydualny		16	14	16	17	18	19
Zdyskontowany zysk rezydualny		15	12	13	13	13	231
Stopa wzrostu (g) w długim okresie (%)	3,0%						
Suma zdyskontowanych zysków rez.		65					
Wartość rezydualna		338					
Zdyskontowana wartość rezydualna		231					
Kapitał własny na koniec 2020 r.*		83					
Bieżąca wartość spółki		379					
Liczba akcji (m)		58,8					
<b>Bieżąca wartość na akcję</b>		<b>6,40</b>					
Cena rynkowa (PLN)		4,63					
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>		<b>38%</b>					

\* Na koniec 2020 r. z uwzględnieniem emisji akcji PLN 23,1m. Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

**Quercus TFI – Wrażliwość wyceny metodą ZZR na zmianę parametrów ROE oraz COE**

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

COE (koszt kapitału własnego)		ROE w długim terminie				
		18,6%	23,6%	28,6%	33,6%	38,6%
		7,5%	5,4	6,6	7,9	9,1
8,0%	4,9	6,0	7,1	8,2	9,3	
8,5%	4,5	5,5	6,4	7,4	8,4	
9,0%	4,2	5,0	5,9	6,8	7,7	
9,5%	3,9	4,7	5,5	6,2	7,0	

Źródło: BDM S.A.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność banków. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w kapitale własnym, w tym również wypłaconą dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

**Wycena porównawcza**

Wyceny porównawczej dokonujemy względem spółek zagranicznych w oparciu o wskaźnik P/E na lata 2021 oraz 2022 (z wagą odpowiednio 30% oraz 70%). Metoda porównawcza implikuje wycenę Quercus TFI na poziomie PLN 5,20/akcję.

**Quercus TFI – Zagraniczne spółki porównawcze**

x o ile nie zaznaczono inaczej

Spółka	Kraj	MCAP (EURm)	AuM [EURm]	P/E		P/BV		ROE	
				2021	2022	2021	2022	2021	2022
ASHMORE GROUP PLC	GB	3 275	92 047	15,1	16,4	3,2	3,2	27%	30%
HARGREAVES LANSDOWN PLC	GB	8 293	157 811	23,5	27,5	12,4	12,2	54%	44%
JUPITER FUND MANAGEMENT	GB	1 725	65 547	9,0	10,0	1,5	1,5	18%	17%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GB	3 575	101 104	6,1	7,6	1,6	1,5	30%	21%
SCHRODERS PLC	GB	11 528	641 402	15,3	14,3	2,4	2,2	15%	15%
AFFILIATED MANAGERS GROUP	US	5 901	585 849	9,4	8,8	2,7	2,5	23%	23%
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	US	4 309	561 063	8,5	7,8	na	na	9%	9%
APOLLO GLOBAL MGMT INC	US	21 325	372 586	15,5	10,9	7,2	6,1	22%	25%
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	US	3 395	129 060	9,8	8,9	na	na	na	na
BLACKROCK INC	US	121 900	7 097 489	24,7	22,0	3,9	3,6	16%	17%
BLACKSTONE INC	US	124 595	505 977	32,9	29,5	9,9	9,4	36%	40%
CARLYLE GROUP INC/THE	US	14 749	201 038	15,4	14,1	4,4	4,1	36%	32%
FRANKLIN RESOURCES INC	US	13 744	1 210 459	10,0	9,6	1,4	1,2	15%	14%
INVESCO LTD	US	9 794	1 104 213	8,4	7,8	0,8	0,8	11%	11%
KKR & CO INC	US	47 708	205 873	17,5	15,7	2,3	2,0	14%	13%
T ROWE PRICE GROUP INC	US	42 176	1 202 863	16,6	16,2	5,7	5,1	36%	32%
WISDOMTREE INVESTMENTS INC	US	758	55 126	15,1	14,6	2,2	2,0	15%	15%
PERPETUAL LTD	AU	1 426	10 756	19,6	16,4	2,5	2,5	15%	15%
AMP LTD	AU	2 275	160 488	11,1	10,4	0,8	0,8	8%	7%
IOOF HOLDINGS LTD	AU	1 822	75 990	21,4	12,9	1,2	1,2	6%	9%

Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

**Quercus TFI – Podsumowanie metody porównawczej**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P	2022P
<b>Mediana P/E spółek zagranicznych</b>	<b>15,2</b>	<b>13,5</b>
Średnia P/E spółek zagranicznych	15,2	14,1
Quercus P/E	11,6	13,0
Premia/dyskonto do mediany	-23%	-4%
Implikowana wycena QRS	6,0	4,8
Waga	30%	70%
<b>Implikowana wycena</b>	<b>5,20</b>	

Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

Najważniejszą zaletą metody porównawczej jest uwzględnienie spółek porównywalnych charakteryzujących się zbliżonym profilem działalności, a także prostotą zastosowania. Z drugiej jednak strony metoda porównawcza nie uwzględnia szeregu czynników, które mogą w istotny sposób wpływać na premię/dyskonto w wycenie rynkowej przy uwzględnieniu danego mnożnika.

**Model ROE-P/BV**

Model ROE-P/BV na lata 2020-2021P implikuje wycenę Quercus TFI na poziomie PLN 6,0/akcję. Model bazuje na porównywalnych spółkach zagranicznych (uwzględnionych w tabeli powyżej), przy czym z modelu wyłączamy spółki dla których nie ma dostępnych danych (ROE oraz P/BV), a także obserwacje skrajnie odstające od pozostałych.

**Quercus TFI – Model ROE-P/BV na lata 2021-2022**

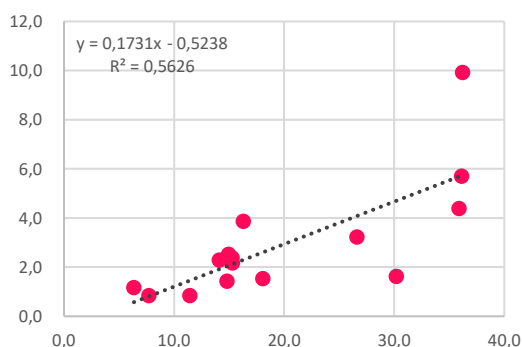
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P	2022P
Implikowany Target P/BV	4,9	3,7
BVPS	1,5	1,5
<b>Implikowana wycena</b>	<b>7,4</b>	<b>5,4</b>
Waga	30%	70%
<b>Wycena</b>	<b>6,0</b>	

Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

**Quercus TFI – Model ROE-P/BV względem spółek zagranicznych na 2021P**

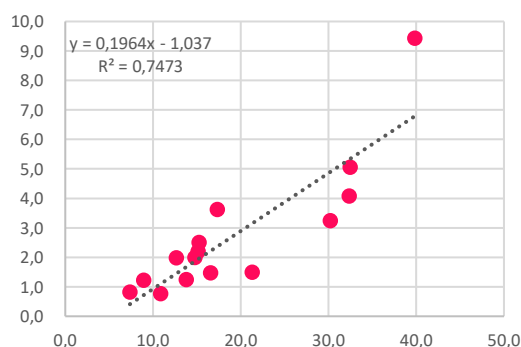
X (ROE – oś pozioma, P/BV – oś pionowa)



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

**Quercus TFI – Model ROE-P/BV względem spółek zagranicznych na 2022P**

X (ROE – oś pozioma, P/BV – oś pionowa)



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg innych, dodatkowych czynników.

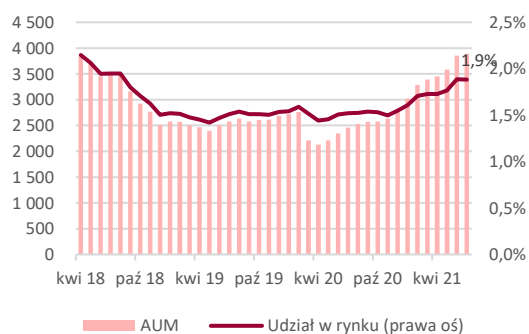
## Model biznesowy

Quercus TFI zarządza aktywami o wartości PLN 3,8 mld i ma 1,9% udziału w rynku detalicznych funduszy inwestycyjnych. Niemal 90% aktywów spółki jest zgromadzonych w ramach Quercus Parasolowy FIO, a kluczowym funduszem jest Quercus Ochrony Kapitału, którego udział w AUM ogółem stanowi 30%. Opłaty za zarządzanie wahają się od około 1,0% w przypadku funduszy opartych na rynku instrumentów dłużnych do 3,0% w przypadku funduszy zamkniętych opartych na bardziej ryzykownych klasach aktywów. Poziom opłat ulega stopniowemu obniżaniu ze względu na ograniczenia ustawowe, jednak – według naszych szacunków - wpływ obniżek na wyniki spółki nie jest znaczący. W ostatnich miesiącach aktywa pod zarządzaniem Quercus TFI regularnie rosną, czemu sprzyja nie tylko niska konkurencja ze strony depozytów bankowych, ale także solidne stopy zwrotu osiągnięte przez zarządzających. W okresie styczeń-lipiec 2021 r. saldo nabyć i umorzeń wyniosło PLN 852m i było istotnie wyższe niż w całym 2020 r. oraz 2019 r.

Quercus TFI jest publicznym towarzystwem funduszy inwestycyjnych i działa na krajowym rynku od 2007 r. Na koniec lipca 2021 r. aktywa pod zarządzaniem spółki przekroczyły PLN 3,8 mld, a udział w rynku detalicznych funduszy inwestycyjnych wynosił 1,9%. W strukturze AUM Quercus TFI – według klasyfikacji Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) – największą pozycję stanowiły fundusze dłużne (53%), a istotny udział miały także fundusze akcyjne (18%) oraz absolutnej stopy zwrotu (17%). Mniejszy był udział funduszy mieszanych (7%) oraz surowcowych (7%).

### Quercus TFI – AUM i udział w rynku funduszy detalicznych, Kwi18-Lip21

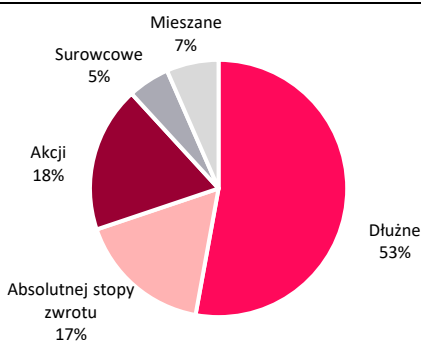
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: IZFiA, BDM S.A.

### Quercus TFI – Struktura AUM, lipiec 2021 r.

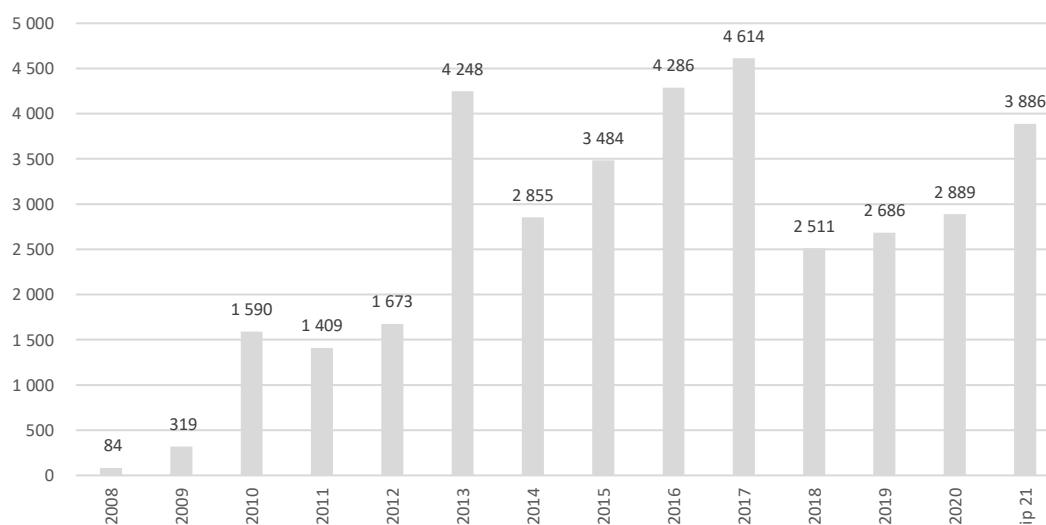
%



Źródło: IZFiA, BDM S.A.

### Quercus TFI – AUM, 2008-Lipiec 2021

PLNm

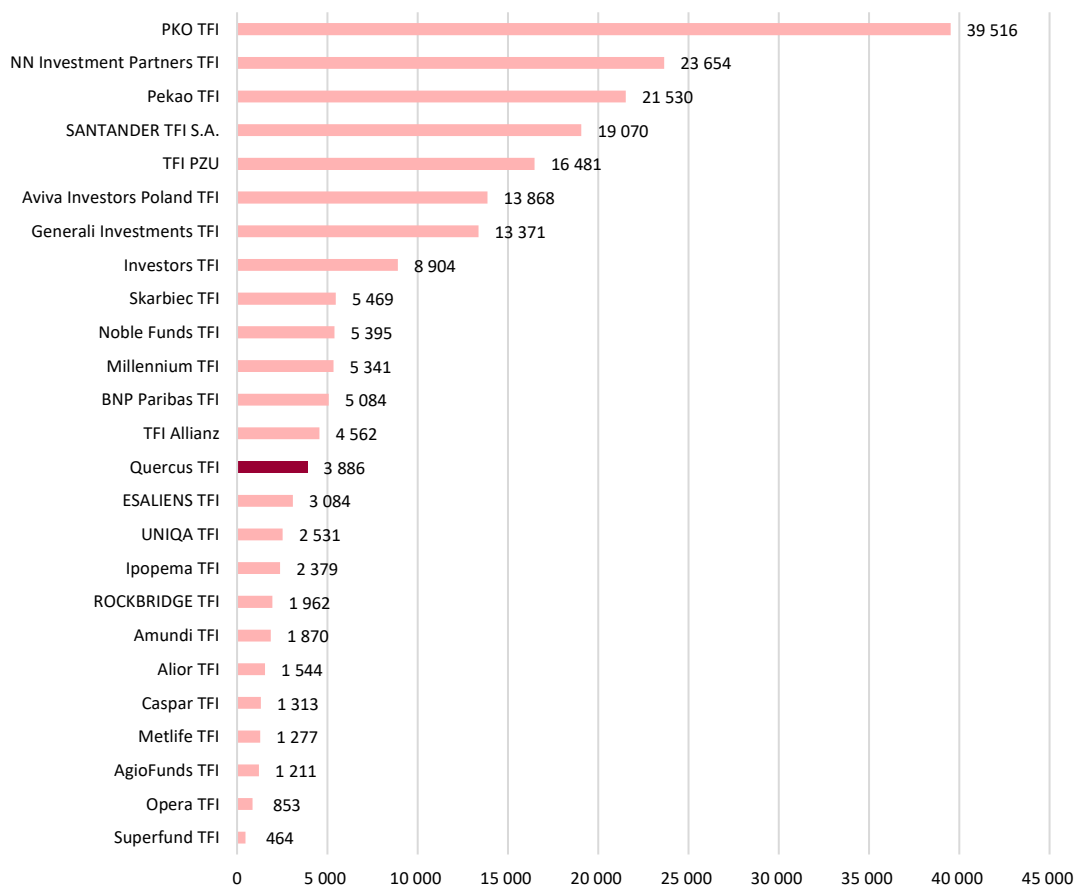


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.



**AUM detalicznych funduszy inwestycyjnych, Lipiec 2021 r.**

PLNm

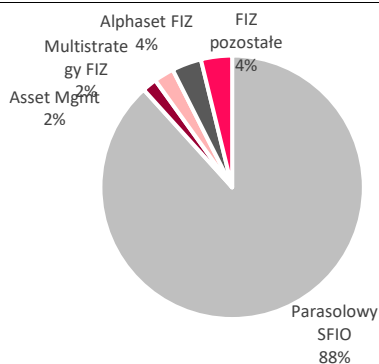


Źródło: Dane spółki, IZFiA, BDM S.A.

Kluczowym funduszem w strukturze aktywów pod zarządzaniem jest fundusz Ochrony Kapitału, którego udział na koniec lipca wynosił 30%. Udział pozostałych funduszy nie przekracza kilkunastu procent, a największe z nich są *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (14%), *Quercus Agresywny* (13%) oraz *Quercus Obligacji Skarbowych* (9%). Jednocześnie 88% aktywów ogółem jest zgromadzonych w ramach *Quercus Parasolowy FIO*.

**Quercus TFI – Struktura AUM, Lipiec 2021 r.**

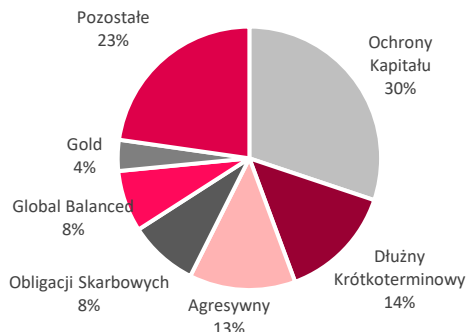
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Quercus TFI – Struktura AUM, Lipiec 2021 r.**

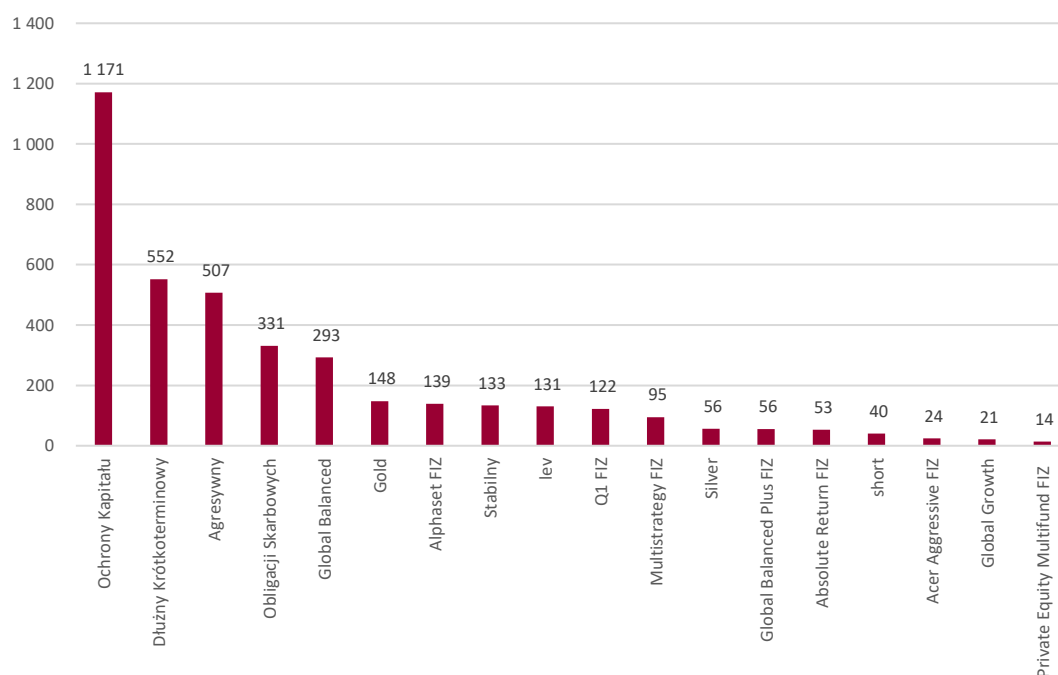
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

## Quercus TFI – AUM, Lipiec 2021 r.

PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

## Opłaty za zarządzanie w funduszach otwartych pod wpływem ustawowego ograniczenia

Opłaty za zarządzanie w Quercus TFI wahają się od około 1,0% w przypadku funduszy opartych na rynku instrumentów dłużnych do 3,0% w przypadku funduszy zamkniętych opartych na bardziej ryzykownych klasach aktywów. Formuła opłaty zmiennej jest z kolei zależna od wypracowania stopy zwrotu powyżej benchmarku lub z góry ustalonych poziomów, przy czym w niemal połowie funduszy jest ona ograniczona maksymalnym limitem.

## Quercus TFI – Opłata stała i zmienna, stan na sierpień 2021 r.

%

	Opłata stała	Formuła opłaty zmiennej
Ochrony Kapitału	1,00%	10% ponad 0% (max. 0,5%)
Agresywny	2,50%	20% ponad WIG (max. 0,5%)
Multistrategy FIZ	3,00%	10% ponad 0%
Global Balanced	2,50%	10% ponad 0% (max. 1,0%)
Gold	2,50%	brak
lev	2,50%	brak
Stabilny	2,50%	10% ponad 0% (max. 1,0%)
Absolute Return FIZ	2,75%	20% ponad 10%
Global Balanced Plus FIZ	3,00%	10% ponad 0%
Acer Aggressive FIZ	2,95%	1,7% wzrostu, gdy wzrost ponad 10%
short	2,50%	brak
Alphaset FIZ	2,00%	20% ponad 0%, gdy wzrost ponad 10%
Private Equity Multifund FIZ	2,50%	25% ponad 6%
Dłużny Krótkoterminowy	0,80%	20% ponad WIBID6M (max. 0,5%)
Global Growth	2,50%	20% ponad MSCI World Index (max. 0,5%)
Obligacji Skarbowych	1,00%	20% ponad TBSP (max. 0,5%)
Silver	2,50%	brak

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Opłaty za zarządzanie funduszami na rynku TFI w ostatnich latach ulegały stopniowemu obniżaniu ze względu na zmiany ustawowe. Zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z grudnia 2018 r. maksymalna wysokość wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem nie może przekraczać 3,5% od 2019 r., 3,0% od 2020 r., 2,5% od 2021 r. oraz 2,0% od 2022 r. Obniżki opłat za zarządzanie będą negatywne dla Quercus TFI (jak również dla całego rynku), jednak ich wpływ na wynik netto spółki będzie relatywnie nie duży. W naszych prognozach uwzględniamy niższe opłaty zarówno w 2021 r., jak i w 2022 r., jednak zwracamy uwagę, że ograniczenie dotyczy tylko funduszy otwartych.

#### Quercus TFI – Opłata zmienna, 2020-1H21

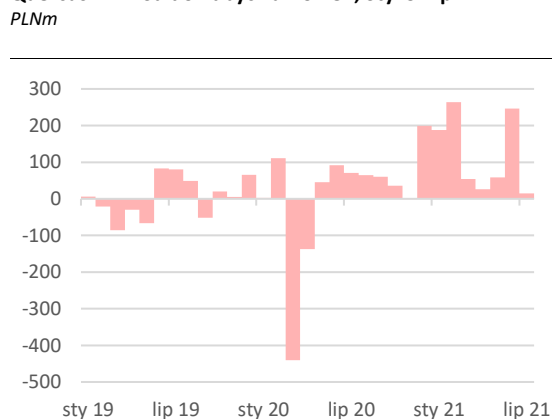
PLNm	2020	6M21
Agresywny	1,1	2,5
Multistrategy FIZ	3,3	2,0
Global Balanced	1,0	1,6
Stabilny	0,2	1,3
Pozostałe	7,2	7,5
<b>Razem</b>	<b>12,8</b>	<b>14,8</b>

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

#### Odbudowujące się napływy do funduszy Quercus TFI

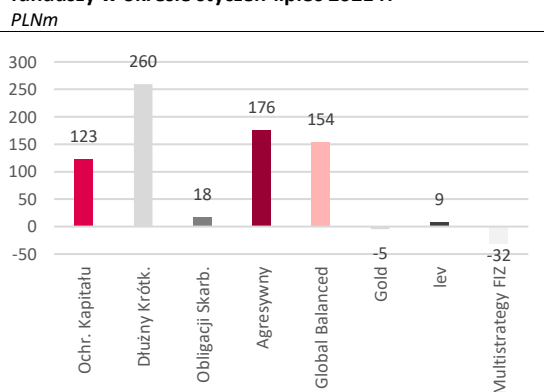
Rok 2020 był rokiem wyjątkowym, obfitującym w nieoczekiwane zdarzenia i zwroty sytuacji zarówno w realnej gospodarce, jak i na rynkach finansowych. Silne zawirowania rynkowe w marcu zeszłego roku znalazły odzwierciedlenie w odpływach kapitału zarówno ze strategii akcyjnych, jak i opartych na rynku długu. Quercus TFI największych odpływów doświadczył z funduszu *Quercus Ochrony Kapitału*, w którym w marcu i kwietniu saldo nabyć i umorzeń wyniosło odpowiednio PLN -419m oraz PLN -168m. Wraz jednak z normalizacją sytuacji na rynkach finansowych kapitał zaczął ponownie napływać do funduszy. W całym 2020 r. napływy netto w Quercus TFI wyniosły PLN 105m (wobec PLN 56m w 2019 r.). Największe dodatnie saldo zanotowały *Quercus Obligacji Skarbowych* (PLN 197m) oraz *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (PLN 177m), natomiast największe odpływy miały miejsce z funduszu *Quercus Ochrony Kapitału* (PLN -194m).

#### Quercus TFI – Saldo nabyć i umorzeń, Sty19-Lip21



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

#### Quercus TFI – Saldo nabyć i umorzeń największych funduszy w okresie styczeń-lipiec 2021 r.

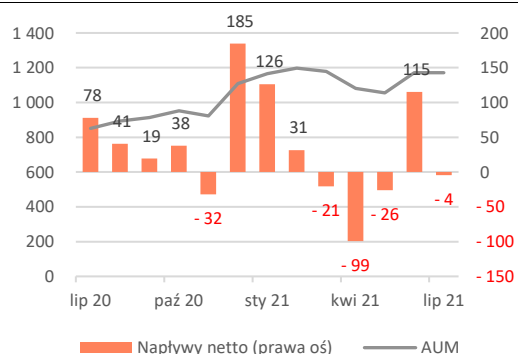


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Od grudnia 2020 r. napływy do funduszy Quercus TFI utrzymują się na stabilnym wysokim poziomie. Jednocześnie w okresie styczeń-lipiec 2021 r. saldo nabyć i umorzeń wyniosło PLN 852m i było istotnie wyższe niż w całym 2020 r. (PLN 105m) oraz 2019 r. (PLN 56m). Największe napływy od początku roku zanotowały *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (PLN 260m), *Quercus Agresywny* (PLN 176m), *Quercus Global Balanced* (PLN 154m) oraz *Quercus Ochrony Kapitału* (PLN 123m). Zauważalne odpływy w tym czasie zanotowały jedynie trzy fundusze: *Quercus Multistrategy FIZ* (PLN -32m), *Quercus Absolute Return FIZ* (PLN -9m) oraz *Quercus Gold* (PLN -5m).

**Quercus Ochrony Kapitału – Napływy netto, Lip20-Lip21**

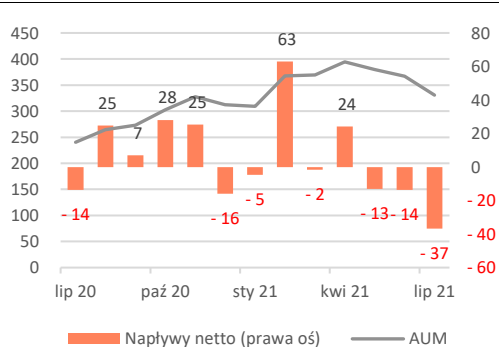
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Quercus Obligacji Skarbowych – Napływy netto, Lip20-Lip21**

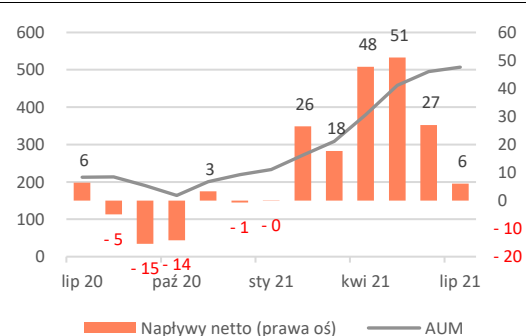
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Quercus Agresywny – Napływy netto, Lip20-Lip21**

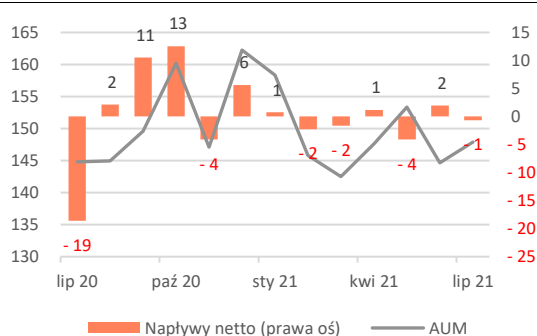
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Quercus Gold – Napływy netto, Lip20-Lip21**

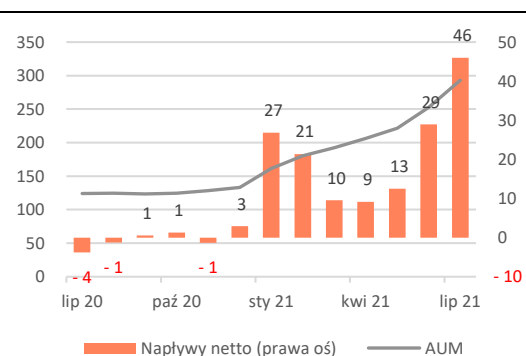
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Quercus Global Balanced – Napływy netto, Lip20-Lip21**

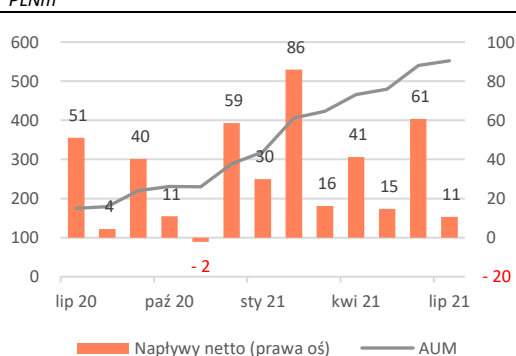
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Quercus Dłużny Krótkoterminowy – Napływy netto, Lip20-Lip21**

PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Solidne i powtarzalne stopy zwrotu funduszy wspierają napływy**

Napływom do funduszy Quercus TFI sprzyjają solidne stopy wzrostu osiągnięte przez zarządzających. W 2020 r. zdecydowana większość funduszy uzyskała wynik istotnie lepszy od indeksu WIG, a najlepsze fundusze wypracowały stopę zwrotu w okolicach 30% (Agresywny, Global Growth oraz Multistrategy FIZ). Również w okresie styczeń-lipiec 2021 r. stopy zwrotu większości funduszy Quercus TFI opartych na rynkach akcji są lepsze od indeksu szerokiego rynku.

## Quercus TFI – Stopy zwrotu funduszy, 2019-2021

%

Subfundusz / fundusz	I-VII.2021	2020 r.	2019 r.
QUERCUS Agresywny	41,1%	30,8%	11,3%
QUERCUS Global Growth	4,4%	28,8%	28,2%
QUERCUS Multistrategy FIZ	23,0%	26,7%	5,4%
QUERCUS Gold	-5,8%	18,6%	14,1%
QUERCUS Global Balanced Plus FIZ	7,8%	9,8%	9,6%
QUERCUS Global Balanced	5,9%	7,6%	6,8%
QUERCUS Obligacji Skarbowych	0,3%	6,1%	5,6%
QUERCUS Dłużny Krótkoterminowy	0,9%	2,9%	3,0%
QUERCUS Stabilny	12,6%	2,9%	12,8%
QUERCUS Ochrony Kapitału	0,9%	1,7%	2,3%
QUERCUS short	-14,0%	-5,9%	1,4%
Private Equity Multifund FIZ	na	-6,4%	-7,2%
QUERCUS Absolute Return FIZ	23,9%	-20,0%	1,3%
QUERCUS lev	26,3%	-28,9%	-10,8%
WIG	18,6%	-1,40%	0,3%
WIG20	13,6%	-7,70%	-5,6%
mWIG40	24,3%	1,75%	0,0%
sWIG80	28,4%	33,6%	13,9%

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

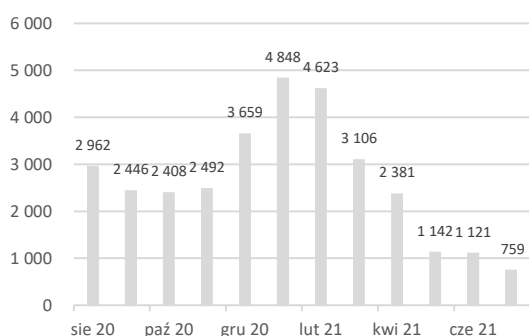
## Otoczenie rynkowe

Wybuch pandemii oraz spadek stóp procentowych w Polsce w istotny sposób wpłynęły na trendy w zakresie napływu środków do funduszy detalicznych TFI. Po silnych zawirowaniach w marcu i kwietniu 2020 r. klienci wybierali przede wszystkim rozwiązania oparte na rynku długu, do których trafiało od 60% do niemal 100% napływów. W ostatnich miesiącach jednak dużym zainteresowaniem cieszą się przede wszystkim fundusze mieszane oraz akcyjne. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach fundusze inwestycyjne będą w dalszym ciągu przyciągały kapitał, czemu sprzyjać powinny nie tylko historycznie niskie stopy procentowe, ale także rosnąca stopa oszczędności w Polsce. Spodziewamy się również utrzymania napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych. W naszym przekonaniu jednak tempo i skala tych napływów będą ściśle uzależnione od powtarzalności stóp zwrotu oferowanych przez tego rodzaju rozwiązania. O ile udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności gospodarstw domowych pozostaje niski, w średnim i długim terminie wzrostowi udziału tej klasy aktywów sprzyjać powinny nowe wytyczne ESMA, które zwiększają poziom ochrony klientów oraz wprowadzają jednolity standard w zakresie pobierania wynagrodzenia zmiennego przez TFI.

### Odbudowujące się napływy do TFI

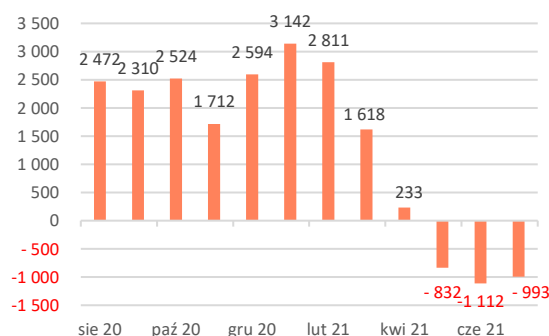
W 2019 r. saldo nabyć i umorzeń w funduszach detalicznych TFI wahało się od kilkuset milionów PLN odpływów do około 1 mld PLN napływów miesięcznie. Wybuch pandemii oraz następujące tuż po nim silne wahania na rynkach kapitałowych diametralnie zmieniły jednak obraz rynku. Po 0,7-0,8 mld napływów w styczniu i lutym 2020 r., w marcu odpływy z funduszy detalicznych wyniosły aż PLN -20,4 mld, a w kwietniu PLN -2,5 mld PLN. Co ciekawe, silne marcowe odpływy dotyczyły jednak głównie funduszy dłużnych, a w mniejszym stopniu funduszy akcyjnych oraz mieszanych. W kolejnych miesiącach jednak, wraz ze stopniowym powrotem stabilizacji na rynkach finansowych, fundusze detalicznie zaczęły notować regularne napływy. W II połowie 2020 r. klienci wybierali przede wszystkim rozwiązania oparte na rynku długu, do których trafiało od 60% do niemal 100% napływów. Od początku 2021 r. jednak napływy do funduszy dłużnych systematycznie malały, a w ostatnich trzech miesiącach (od maja do lipca 2021 r.) saldo nabyć i umorzeń było ujemne. W tym samym czasie jednak systematycznie rosły napływy do funduszy akcyjnych i mieszanych. Od początku 2021 r. (styczeń-lipiec) saldo nabyć i umorzeń w funduszach akcyjnych wyniosło PLN 5,0 mld, a w funduszach mieszanych (PLN 6,8 mld z uwzględnieniem PPK) wobec PLN 4,9 mld napływów do funduszy dłużnych.

**Napływy netto do funduszy detalicznych ogółem**  
PLNm



Źródło: IZFiA, BDM S.A.

**Napływy netto do funduszy detalicznych dłużnych**  
PLNm

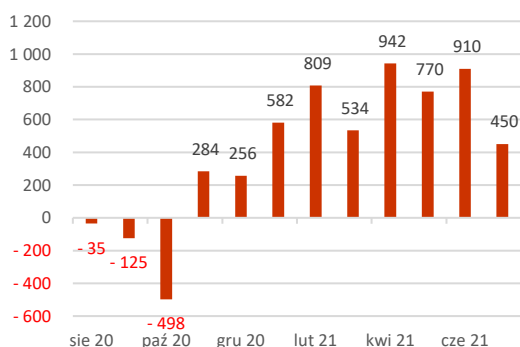


Źródło: IZFiA, BDM S.A.

Oczekujemy, że zbliżone tendencje będą się utrzymywać także w kolejnych miesiącach. W środowisku historycznie niskich stóp procentowych (oraz relatywnie wysokiej inflacji) klienci zarówno detaliczni, jak i instytucjonalni będą szukali alternatywnych możliwości lokowania kapitału. Stopy zwrotu osiągnane przez fundusze dłużne są obecnie mniej konkurencyjne niż w ostatnich latach ze względu na obniżki stóp procentowych. Produkty te wciąż oferują jednak wyższą stopę zwrotu niż lokaty bankowe, a jednocześnie charakteryzują się relatywnie niskim poziomem ryzyka. Spodziewamy się również utrzymania napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych. W naszym przekonaniu jednak tempo i skala tych napływów będą ściśle uzależnione od powtarzalności stóp zwrotu oferowanych przez tego rodzaju rozwiązania.

**Napływy netto do funduszy detalicznych akcyjnych**

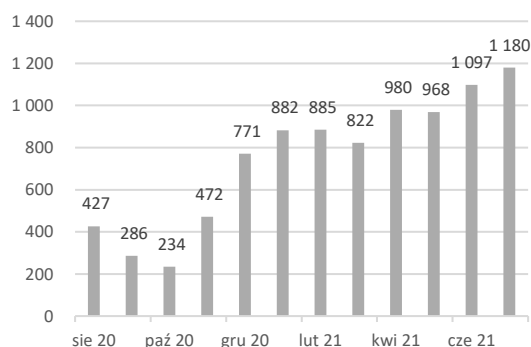
PLNm



Źródło: IZFiA, BDM S.A.

**Napływy netto do funduszy detalicznych mieszanych\***

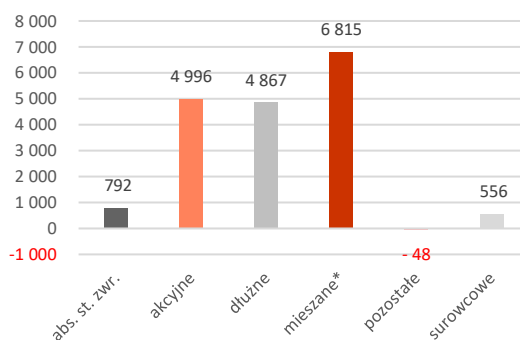
PLNm



\* Z uwzględnieniem PPK, Źródło: IZFiA, BDM S.A.

**Napływy netto do funduszy detalicznych w okresie styczeń-lipiec 2021 r.**

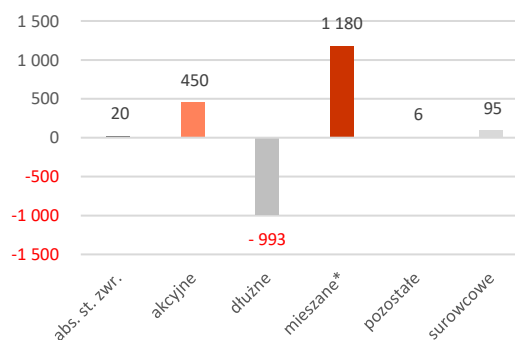
PLNm



Źródło: IZFiA, BDM S.A.

**Napływy netto do funduszy detalicznych, Lipiec 2021 r.**

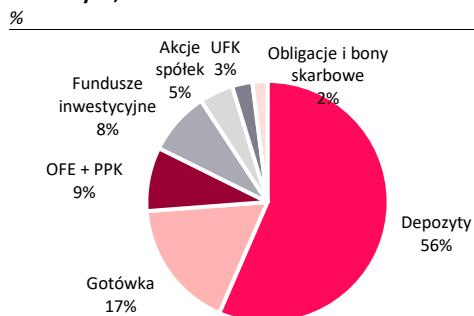
PLNm



Źródło: IZFiA, BDM S.A.

**Wysoki udział gotówki i depozytów w strukturze oszczędności...**

Na koniec 2020 r. (według danych IZFiA) fundusze inwestycyjne stanowiły zaledwie 8% oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Zdecydowanie przeważały depozyty i gotówka, których udział sięgał niemal 75% oszczędności Polaków. Według danych OECD Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów i gotówki w aktywach finansowych gospodarstw domowych i niższym od średniej udziałem funduszy inwestycyjnych. W ostatnich latach Polska charakteryzowała się również relatywnie niską stopą oszczędności (udział w dochodzie rozporządzalnym środków przeznaczonych na oszczędności). Średnioroczna stopa oszczędności w Polsce w latach 2010-2018 była jedną z najniższych w Unii Europejskiej i wynosiła 2,3% wobec 10,6% średnio w UE oraz niemal 20% w Niemczech. Programy pomocowe realizowane w obliczu pandemii COVID-19 oraz ograniczona konsumpcja spowodowały jednak, że stopa oszczędności na świecie w 2020 r. wyraźnie wzrosła. Według najnowszych prognoz OECD stopa oszczędności w Polsce w 2021 r. wyniesie 13% wobec 15% w Niemczech i w USA, 11% w Strefie Euro oraz 6% w Czechach i na Węgrzech.

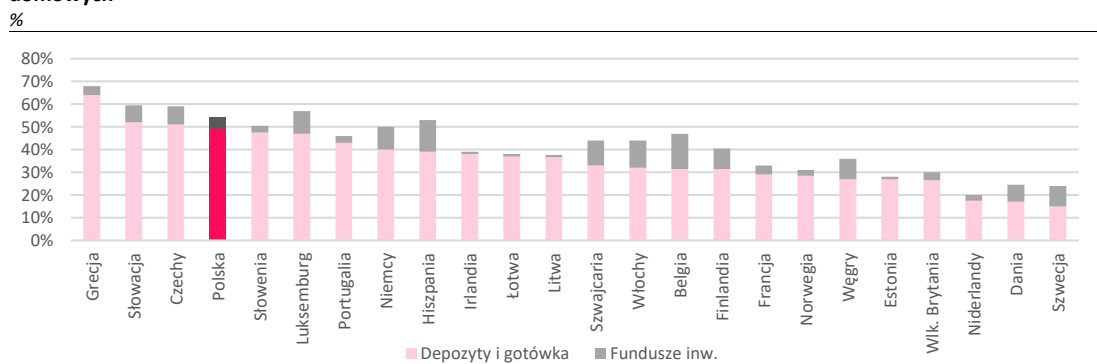
**Polska – Struktura oszczędności gospodarstw domowych, 2020 r.**


Źródło: IZFiA, BDM S.A.

**Polska – Struktura oszczędności gospodarstw domowych, 2016-2020**

	2016	2017	2018	2019	2020
Depozyty	57,0%	54,0%	57,0%	58,0%	56,3%
Gotówka	14,0%	13,0%	14,0%	14,0%	17,2%
OFE	12,0%	13,0%	11,0%	10,0%	8,3%
Fund. inw.	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,4%
Akcje	3,0%	4,0%	3,0%	4,0%	4,5%
UFK	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	2,7%
Obligacje	1,0%	1,0%	1,0%	2,0%	2,3%
PPK					0,2%

Źródło: IZFiA, BDM S.A.

**Europa – Udział depozytów i gotówki oraz funduszy inwestycyjnych w aktywach finansowych gospodarstw domowych**


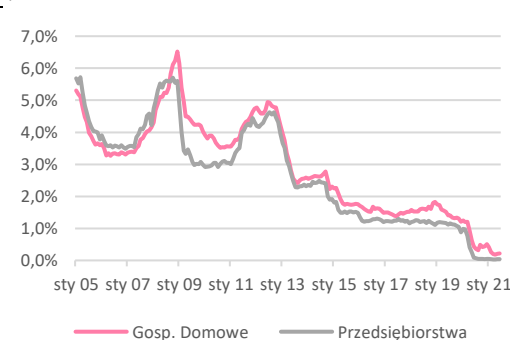
Źródło: Raport roczny IZFiA za 2019 r. za OECD, BDM S.A.

**...oraz historycznie niskie stopy procentowe ...**

W obliczu oczekiwanego spowolnienia gospodarczego spowodowanego pandemią, w marcu 2020 r., na nadzwyczajnym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć stopę referencyjną o 50pb do 1,0%. Była to pierwsza zmiana poziomu stóp procentowych od marca 2015 r. Wraz z szybkim rozwojem pandemii oraz obawą o jej wpływ na krajową sytuację gospodarczą, w kwietniu RPP zdecydowała o kolejnej obniżce wszystkich stóp o 50bp, a pod koniec maja 2020 r. miała miejsce jeszcze jedna obniżka stopy referencyjnej o kolejne 40pb. Tym samym stopa referencyjna została ostatecznie obniżona do 0,1%, co było najniższym poziomem w historii. W następstwie obniżek stóp procentowych, w czerwcu 2021 r. średnie oprocentowanie nowych depozytów dla gospodarstw domowych wynosiło zaledwie 0,2%, a dla przedsiębiorstw 0,04%.

**WIBOR 3M, 2010-2020**


Źródło: Stooq.pl, BDM S.A.

**Średnie oprocentowanie nowych depozytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, 2005-2021**


Źródło: NBP, BDM S.A.



### ...powinny wspierać napływy do funduszy inwestycyjnych.

Biorąc pod uwagę z jednej strony historycznie niskie stopy procentowe, a z drugiej wciąż relatywnie małe (także na tle krajów rozwiniętych) zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi jako formą lokowania kapitału, oczekujemy, że udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności Polaków będzie się stopniowo zwiększać. Zakładamy jednak, że w pierwszej kolejności inwestorzy – zarówno detaliczni, jak i przedsiębiorstwa – będą szukali klas aktywów, które z jednej strony zapewnią konkurencyjną w stosunku do lokat bankowych stopę zwrotu, ale z drugiej będą się cechowały relatywnie niskim poziomem ryzyka. Spodziewamy się jednocześnie stopniowego wzrostu napływów do funduszy akcji oraz funduszy mieszanych, ale głównym determinantem przepływu środków do tych klas aktywów będą powtarzalne dodatnie stopy zwrotu osiągnięte przez zarządzających funduszami. Zainteresowanie rynkami akcji jest w naszym przekonaniu pochodną szeregu czynników, do których – obok stóp zwrotu – należą także stopień awersji do ryzyka, przyzwyczajenia, czy doświadczenia, które w najnowszej historii krajowego rynku kapitałowego były bardzo różne. Z tego względu przesuwanie oszczędności w kierunku bardziej ryzykownych klas aktywów będzie w naszym przekonaniu procesem stopniowym i rozłożonym w czasie.

### Zmieniające się środowisko regulacyjne, nowe wytyczne ESMA

W listopadzie 2020 r. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) opublikował nowy standard zasad ustalania wynagrodzenia zmiennego za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi. Przedstawione wytyczne dotyczą funduszy otwartych (FIO i SFIO) i mają na celu ujednoczenie przepisów oraz zwiększenie przejrzystości, a także ograniczenie kosztów z punktu widzenia inwestora indywidualnego. W kontekście wytycznych nadzoru europejskiego, w Polsce Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) w sierpniu 2021 r. opublikowała „Standard w zakresie pobierania opłat za wyniki”. Kluczowe założenia w standardzie IZFiA są następujące:

- Możliwość naliczania wynagrodzenia zmiennego tylko na koniec roku kalendarzowego,
- Wprowadzenie 5-letniego okresu odniesienia dla stóp zwrotu funduszy, który będzie determinował możliwość pobierania wynagrodzenia zmiennego,
- Ustalenie górnego limitu wynagrodzenia zmiennego na poziomie 20% (w uzasadnionych przypadkach stawka może być wyższa),
- Konieczność ustalenia *benchmarku* dla funduszy spójnego z faktyczną polityką inwestycyjną funduszu,
- Brak możliwości korygowania benchmarku o jakiegokolwiek koszty i opłaty związane z zarządzaniem funduszem,

Nowe regulacje mają wejść w życie z początkiem 2022 r. Według informacji serwisu *Analizy.pl* mogą one objąć prawie 600 funduszy, z których obecnie opłaty zmienne nalicza prawie 170. W naszym przekonaniu nowe wytyczne stanowią zarówno wyzwanie, jak i szansę dla branży TFI. Z jednej strony generowanie opłaty zmiennej będzie uzależnione od stopy zwrotu nie tylko w ostatnim roku, ale także w dłuższym okresie (5 lat). Z drugiej, widzimy szansę, że maksymalne ograniczenie opłaty zmiennej, które obecnie funkcjonuje w wielu funduszach, zostanie zniesione (ESMA nie wprowadza ograniczenia dla *success fee*). Jednocześnie, lepsza ochrona klientów, rosnąca przejrzystość oraz ujednoczenie zasad pobierania wynagrodzenia zmiennego przez fundusze inwestycyjne powinny wpłynąć na poprawę postrzegania rynku TFI wśród inwestorów indywidualnych oraz przelożyć się na wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi.

## Prognozy finansowe

W naszych prognozach zakładamy, że AUM ogółem Quercus TFI w 2021/22 r. wzrosną o odpowiednio 38/18% r/r, czemu sprzyjać będą dodatnie stopy zwrotu z zarządzanych funduszy oraz historycznie niskie stopy procentowe. Spodziewamy się również, że rosnące AUM przyczynią się do wzrostu przychodów z opłaty stałej (28/3% r/r w 2021/22 r.), zakładamy też opłatę zmienną na poziomie odpowiednio PLN 15/11m. Przy rosnących kosztach ogółem oczekujemy wzrostu skorygowanego zysku netto o 34% r/r w 2021 r. oraz spadku -3% r/r w 2022 r.

- W naszych prognozach zakładamy, że AUM ogółem Quercus TFI wzrosną o 38% r/r w 2021 r. oraz o 18% r/r w 2022 r. Oczekujemy, że wzrostom aktywów sprzyjać będą dodatnie stopy zwrotu z zarządzanych funduszy oraz utrzymywane na historycznie niskim poziomie stopy procentowe.
- Zakładamy, że AUM funduszu *Quercus Ochrony Kapitału* zwiększą się o 11/9% r/r w 2021/22 r., a funduszu *Quercus Obligacji Skarbowych* o odpowiednio 13/10%. Oczekujemy jednocześnie bardziej dynamicznego wzrostu AUM funduszu *Quercus Dłużny Krótkoterminowy* (107/27% r/r w 2021/22 r.), a także funduszu *Quercus Agresywny* (168/44% r/r w 2021/22 r.), oraz *Quercus Global Balanced* (139/23% r/r w 2021/22 r.).
- Spodziewamy się jednocześnie, że rosnące AUM przyczynią się do wyraźnego wzrostu przychodów z opłaty stałej (28% r/r w 2021 r. oraz 3% r/r w 2022 r.). Oczekujemy także opłaty zmiennej w wysokości PLN 15m w 2021 r. oraz PLN 11m w 2022 r.)
- Przy rosnących kosztach ogółem oczekujemy wzrostu EBIT o 43% r/r w 2021 r. oraz o 0% r/r w 2022 r. Zakładamy jednocześnie, że skorygowany zysk netto wzrośnie o 34% r/r w 2021 r. oraz spadnie -3% r/r w 2022 r. W naszych prognozach uwzględniamy konsolidację DI Xelion od 4Q21.

### Quercus TFI – Prognoza AUM, 2018-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Ochrony Kapitału	1 282	1 256	1 108	1 231	1 342	1 449
- zmiana r/r		-2%	-12%	11%	9%	8%
Dłużny	16	107	289	598	759	812
- zmiana r/r		563%	171%	107%	27%	7%
Obligacji Skarbowych	27	103	312	353	388	408
- zmiana r/r		285%	203%	13%	10%	5%
Agresywny	206	191	219	588	846	999
- zmiana r/r		-7%	15%	168%	44%	18%
Global Balanced	145	122	133	319	392	435
- zmiana r/r		-16%	9%	139%	23%	11%
Gold	89	113	162	170	185	202
- zmiana r/r		28%	43%	5%	9%	9%
Pozostałe	746	793	664	724	804	868
- zmiana r/r		6%	-16%	9%	11%	8%
<b>TOTAL</b>	<b>2 512</b>	<b>2 686</b>	<b>2 889</b>	<b>3 982</b>	<b>4 717</b>	<b>5 173</b>
- zmiana r/r		7%	8%	38%	18%	10%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

### Quercus TFI – P&L, 4Q20-4Q21P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21P
Przychody	25,3	13,7	16,0	17,0	42,8
- opłata stała	12,9	13,7	16,0	17,0	17,8
- opłata zmienna	12,4	0,0	0,0	0,0	15,0
Zysk brutto ze sprzedaży	19,4	11,0	13,2	14,2	37,6
Koszty ogółem	-8,4	-8,6	-9,6	-9,7	-21,6
Zysk ze sprzedaży	11,0	2,4	3,6	4,4	16,0
EBIT	11,1	1,6	2,8	4,4	16,0
<b>Zysk netto</b>	<b>9,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>13,1</b>

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Krzysztof Tkocz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl  
[banki, finanse](#)

**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
[deweloperzy, handel, media](#)

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

## Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>6,00</b>	<b>Kupuj</b>	<b>6,20</b>	<b>30.08.2021*</b>	<b>7:30 CEST</b>	<b>4,63</b>	<b>69 775</b>
Kupuj	6,20	---	---	24.03.2021	7:00 CEST	4,97	57 695

\*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT – wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC – średni ważony koszt kapitału  
 CAGR – średnioroczny wzrost  
 EPS – zysk netto na 1 akcję  
 DPS – dywidenda na 1 akcję  
 CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu realizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'21*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	Liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	86%	0	0%
Akumuluj	1	14%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednio dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 30.08.2021 roku (07:30 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 27.08.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
  - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
  - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
  - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
  - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
  - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
  - BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
  - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
  - Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.