

Quercus TFI

(Kupuj, TP PLN 13.7)

Rekomendacja z 13-go kwietnia 2026

2Q26 zysk netto 16% powyżej naszych oczekiwań.

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl

Quercus TFI opublikował wyniki za 2Q26:

- **Zysk netto Quercus TFI w 2Q26** wyniósł PLN 22.2m (74% r/r, 38% kw/kw) i był 16% powyżej naszych prognoz (PLN 19.2m). Lepszy od oczekiwań wynik netto był efektem wyższych przychodów (+6% vs. nasze oczekiwania) głównie na skutek lepszej opłaty za zarządzanie oraz wyższych przychodów z tytułu przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa. Również przychody finansowe netto były nieco powyżej naszych założeń. Koszty były zbliżone do naszych szacunków (1% powyżej).
- **Przychody** ogółem w 2Q26 wyniosły PLN 66m (31% r/r, 18% kw/kw) i były 6% powyżej naszych oczekiwań. Przychody z zarządzania funduszami (w tym wykazana success fee) wzrosły 24% r/r (19% kw/kw), a przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się o 55% r/r (10% kw/kw). Udział niżej-marżowych funduszy opartych na rynku długu w 2Q26 wynosił średnio 69% (vs. 70.5% w 1Q26 oraz 69% w 2Q25).
- Wykazane w 2Q26 przychody z tytułu **opłaty zmiennej** wyniosły PLN 13.5m (vs. PLN 7.9m w 1Q26 oraz PLN 7.0m w 2Q25). Rezerwa na success fee wyniosła PLN 9.4m (vs. PLN 0m na koniec 1Q26).
- **Koszty ogółem** w 2Q26 wyniosły PLN 40m (11% r/r, 7% kw/kw) i były zbliżone do naszych założeń, jednak przy nieco innej strukturze – wyższych kosztach osobowych oraz niższych kosztach dystrybucji. Koszty dystrybucji wzrosły o 37% r/r, koszty osobowe zwiększyły się o 27% r/r, a koszty usług obcych wzrosły o 5% r/r.
- Na koniec 2Q26 **AUM** Quercus TFI wyniosły PLN 9,601m (26% r/r, 7% q/q). Wzrost w ujęciu rocznym był efektem wyższy aktywów funduszy QRS Global Balanced (146% r/r), QRS Dłużny Krótkoterminowy (36% r/r) oraz QRS Obligacji Skarbowych (75% r/r). Kwartalny wzrost AUM był z kolei efektem wyższych aktywów funduszy QRS Global Balanced (47% kw/kw), QRS Dłużny Krótkoterminowy (6% kw/kw) oraz QRS Agresywny (10% kw/kw).
- W 2Q26 **napływy netto** do funduszy Quercus TFI wyniosły PLN +266m (vs. PLN -6m w 1Q26, PLN 1,663m w 2025 oraz PLN 504m w FY 2024).

Nasza ocena: POZYTYWNA

2Q26 był kolejnym bardzo solidnym kwartałem dla Quercus TFI. Zysk netto wyniósł PLN 22.2m (74% r/r) i był 16% powyżej naszych założeń. Lepszy od oczekiwań zysk netto był pochodną wyższych od oczekiwań przychodów z zarządzania oraz lepszych wyników Xeliona. Opłata za zarządzanie w 2Q26 (24% r/r, 19% kw/kw) była pochodną nie tylko rosnących AUM (26% r/r, 7% kw/kw), ale również uwzględniała PLN 13.5m wykazanej success fee w efekcie wysokich stóp zwrotu zarządzanych funduszy. Rezerwa na success fee wyniosła PLN 9.4m (vs. PLN 0m po 1Q26). Przychody z przyjmowania zleceń kupna/umarzania tyt. uczestnictwa zwiększyły się o 55% r/r (10% kw/kw). Koszty ogółem były zbliżone do naszych założeń, ale przy nieco innej strukturze – wyższych kosztach osobowych oraz niższych kosztach dystrybucji.

Podsumowując, wyniki Quercus TFI za 2Q26 odbieramy pozytywnie. W naszych prognozach zakładaliśmy zysk netto Quercus TFI na poziomie PLN 54m w 2026 r. oraz PLN 50m w 2027 r. Biorąc pod uwagę zysk netto spółki osiągnięty w 1H26 (PLN 38m, 75% r/r) nasza obecna prognoza – szczególnie na 2026 r. – wydaje się zdecydowanie zbyt konserwatywna.

Quercus TFI – P&L, PLN mn

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	y/y	q/q	Pekao	vs. Pekao
Przychody	50.7	48.2	69.8	56.3	66.4	31%	18%	62.6	6%
Koszty ogółem	-35.9	-31.5	-40.6	-37.0	-39.7	11%	7%	-39.3	1%
EBIT	14.9	16.7	29.2	19.3	26.7	79%	38%	23.4	14%
EBITDA	15.9	17.7	30.2	20.4	27.8	75%	37%	24.4	14%
Przychody finansowe netto	1.6	1.7	1.4	1.7	2.1	32%	24%	1.5	45%
Wynik brutto	16.4	18.4	30.6	21.0	28.8	75%	37%	24.8	16%
Zysk netto	12.8	14.2	24.1	16.0	22.2	74%	38%	19.2	16%
AUM (na koniec okresu)	7 592	8 606	9 021	8 981	9 601	26%	7%		
AUM (średnie)	7 315	8 083	8 866	9 187	9 291	27%	1%		

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

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

Klucz 2: BM i/lub jakkolwiek 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 jakkolwiek 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 jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakkolwiek 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 jakkolwiek 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 jakkolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczane w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

Modele dyskontowe charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

Analiza porównawcza oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

Metody oparte o wyceny wartości aktywów mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognoząmi 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 zawieszane. 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) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy