

ZE PAK

Musi być gorzej, zanim będzie lepiej

Wznawiamy naszą rekomendację dla ZE PAK z zaleceniem Trzymaj i 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 17,4 PLN na akcję (potencjał wzrostu o 3%). Opieramy nasze wnioski na:

- W ciągu najbliższych lat spółka planuje gruntownie przekształcić swój model biznesowy z węgla brunatnego w stronę mocy gazowych. Zakładamy, że spółka wyłączy bloki węglowe o mocy 200 MW pod koniec 2024 r. i blok 474 MW pod koniec 2025 r. Elektrownie opalane węglem brunatnym będą napędzać wyniki spółki do końca 2025 r. i szacujemy, że skor. EBITDA wyniesie 69/-31 mln PLN w latach 2024/25e.
- Węgiel brunatny zostanie zastąpiony w 2027 r. nowym blokiem gazowym w Adamowie o mocy 561 MW. Projekt jest wspierany przez 17-letni kontrakt mocy od 2026e r. z ceną 400,4 PLN/kW/rok (197 mln PLN/rok, indeksowane inflacją). W kolejnych latach projekt ten stanie się nowym kluczowym obszarem działalności, ale zanim się to stanie, szacujemy, że 2026 r. będzie rokiem przejściowym ze znacznie niższymi przychodami, z uwagi na zakładane zaprzestanie wytwarzania energii pod koniec 2025e. Szacujemy wartość tego projektu na 6,4 PLN/akcję.
- Oczekujemy, że projekt PV w Przykonia (280 MW) zostanie ostatecznie zrealizowany przez PAK-PCE z uwagi, że ZE PAK będzie wysoce zadłużony i naszym zdaniem nie będzie w stanie zamknąć finansowania dla tego projektu. Zakładamy sprzedaż projektu do PAK-PCE za 112 mln PLN (2,4 PLN/akcję).
- Spółka posiada również 49,5% udział w PAK-PCE, który realizuje projekty onshore (297 MW), PV (82 MW) i biomasowy (105 MW). Szacujemy, że projekty te wraz z projektem w Przykonia mogą wygenerować 439 mln PLN powtarzalnej EBITDA. Wyceniamy udział ZE PAK na 11,6 PLN/akcję.
- ZE PAK nabył 500 MW projektów lądowych za 110 mln EUR w czerwcu 2024 roku. Ze względu na znaczny CAPEX, ZE PAK prawdopodobnie będzie potrzebował współinwestora do realizacji projektu. W naszej ocenie wartość projektu jest nie niższa niż płatności ZE PAK (5,2 PLN/akcję).
- Naszym zdaniem, prawdopodobieństwo realizacji elektrowni atomowej pozostaje ograniczone z uwagi na kapitałochłonność i złożoność, dlatego nie uwzględniamy jej w naszej wycenie.

ZE PAK: Kluczowe dane finansowe, 2021-2027e

mln PLN	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	2,451	4,200	3,106	2,077	1,416	539	1,603
EBITDA	243	391	728	165	(31)	11	259
EBITDA znorm.	269	373	970	69	(31)	11	259
EBIT	(519)	318	682	130	(110)	(70)	77
Zysk netto	(317)	215	558	192	(103)	(25)	112
Zysk netto znorm.	(317)	215	558	131	(110)	(70)	62
Zysk netto na akcję	(6.24)	4.00	10.99	3.77	(2.03)	(0.49)	2.20
DPS	-	-	-	-	-	-	-
DY	-	-	-	-	-	-	-
P/E (x)	neg.	5.8	1.6	4.5	neg.	neg.	7.7
EV/EBITDA (x)	3.8	2.2	0.8	2.6	neg.	214.1	10.5

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Trzymaj (raport reinicjujący)

Cena docelowa **PLN 17.4**

Potencjał wzrostu **3%**
 Cena z 14 października 2024 **PLN 16.88**

ESG rating **C**
Ocena końcowa ESG **0.91**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 3Q'24 **26 listopada**

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg **ZEP PW**
 Free float (%) **15.2**
 MCAP (PLNm) **858**
 Liczba akcji (mn) **50.8**

Akcjonariusze **Zygmunt Solorz 65.96%**
OFE PZU 7.53%
OFE Allianz 6.30%
OFE NN 5.02%
Other 15.19%

Andrzej Kędziński
andrzej.kedziński2@pekao.com.pl



Spis treści

Ostatnie wydarzenia _____	3
Prognozy finansowe _____	4
Wycena _____	9
Czynniki ryzyka _____	12
Kluczowe dane finansowe _____	13
Zastrzeżenia prawne _____	16



Ostatnie wydarzenia

Rodzinny spór o sukcesję między większościami akcjonariuszami

W ostatnich tygodniach rozgorzał spór pomiędzy Zygmuntem Solorzem a jego dziećmi o sukcesję w Cyfrowym Polsacie i innych spółkach (w tym ZE PAK) należących do Zygmunta Solorza. Zygmunt Solorz zaczął kwestionować prawo swoich dzieci do sukcesji. 7 października Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy ZE PAK odwołało członków Rady Nadzorczej: (i) Jarosława Grzesiaka, (ii) Tobiasza Solorza i (iii) Piotra Żaka. Odwołanie jest wynikiem rodzinnego sporu w zakresie sukcesji.

Przejęcie spółek rozwijających projekty wiatrowe o mocy 500 MW (24 czerwca)

ZE PAK (99% udziałów) wraz z PAK-PCE (1%), nabył od Goalscreen Holdings Limited spółki Energia Przykona i Neo Energia Przykona, które rozwijają projekt lądowej energetyki wiatrowej w Opolu o łącznej mocy przyłączeniowej około 500 MW. Projekt został nabyty za kwotę do 110 mln EUR i cena jest uzależniona od ostatecznych parametrów projektu. ZE PAK zawarł również umowy na rozwój projektu do fazy ready-to-build za kwotę do 160 mln EUR. Jednocześnie ZE PAK i PAK-PCE podpisały term sheet, który daje PAK-PCE prawo do zwiększenia swojego udziału w projekcie.

Publikacja wyników za 2Q'24 (24 września)

Raportowana EBITDA w 2Q'24 wyniosła 93 mln PLN (wobec 22 mln PLN oczekiwanych przez konsensus rynkowy). Skorygowana EBITDA w 2Q'24 była znacznie niższa niż raportowana i wyniosła 28 mln PLN (wobec 269 mln PLN rok wcześniej i -4 mln PLN w 1Q'24). Wystąpiły dwa zdarzenia, które poprawiły wyniki: (i) +31 mln PLN zysku jednostek stowarzyszonych oraz (ii) +34 mln PLN odwrócenia rezerw. Wyniki ZE PAK za 2Q'24 oceniamy pozytywnie. Spółka była w stanie osiągnąć relatywnie wysoką cenę energii na poziomie 731 PLN za MWh, co wraz ze stabilnymi kosztami CO2 (398 PLN za tonę) przyczyniło się do dobrego ogólnego wyniku finansowego. Wynik lepszy od konsensusu rynkowego to przede wszystkim zasługa niższej straty w segmencie wytwarzania i solidnego wyniku w wydobywaniu. Zwracamy uwagę, że średnia zrealizowana raportowana cena energii uwzględnia przychody z regulowanych usług systemowych (RUS), które wyniosły 17 mln PLN. Uważamy, że w nadchodzących kwartałach dodatkowe przychody z RUS nie powinny być tak znaczące w proporcjonalnym ujęciu, ale nadal będą miały pozytywny wpływ na wyniki.



ZE PAK: Kluczowe wyniki 2Q'24 (mln PLN)

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	Y/Y	Q/Q	Kons.	vs. Kons
Przychody	306	820	829	520	522	71%	0%	547	-5%
EBITDA	264	397	445	27	93	-65%	248%	22	317%
Generacja	132	135	332	-91	-15	-111%	-84%		
Wydobycie	131	190	220	124	72	-45%	-42%		
Pozostałe	1	72	-107	-7	36	n/a	n/a		
EBIT	248	413	419	23	89	-64%	285%	17	417%
Koszty finansowe netto	14	42	-41	-15	1	n/a	n/a		
Zysk przed opodatkowaniem	262	455	378	8	91	-65%	976%		
Podatek i inne obciążenia	-64	-81	145	-13	20	n/a	n/a		
Zysk netto	199	375	523	-5	110	-57%	n/a	12	790%
Diug									
Diug	43	40	40	33	33				
Diug netto	-634	-1,189	-494	-643	-464				
Dane segmentów									
Generacja									
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.39	0.31	0.20	0.27	0.32	-18%	19%		
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.35	0.15	0.25	0.23	0.19	-46%	-17%		
Cena energii (PLN/MWh)	1,072	1,392	1,388	696	731	-32%	5%		
Emisja CO2 (mnt)	0.50	0.43	0.29	0.35	0.40	-20%	14%		
Zrealizowana cena CO2 (PLN/t)	369	394	297	406	398	8%	-2%		
Koszt CO2 per MWh	473	547	431	526	498	5%	-5%		
Współczynnik emisji (t/MWh)	1.28	1.39	1.45	1.30	1.25	-3%	-4%		
Spread (cena energii-CO2, PLN/MWh)	599	845	957	169	234	-61%	38%		
Wydobycie									
Zużycie węgla brunatnego (mnt)	0.49	0.42	0.31	0.36	0.39	-20%	8%		

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Prognozy finansowe

Zakładamy, że spółka wyłączy bloki na węgiel brunatny o mocy 200 MW pod koniec 2024 roku i blok 474 MW pod koniec 2025 roku (co jest zgodne z deklaracjami spółki), a także zaprzestanie wydobywania. Uważamy, że pomimo derogacji kryterium 550gr/kWh na rynku mocy do 2028 roku, w obecnych warunkach rynkowych ZE PAK nie będzie w stanie w pełni pokryć kosztów zmiennych wytwarzania energii. Według naszych szacunków, cena energii potrzebna do pokrycia kosztów zmiennych dla ZE PAK wynosi powyżej 489 PLN/MWh (przy założeniu średniej ceny uprawnień do emisji CO2 na poziomie 70 EUR/t i kosztu węgla brunatnego na poziomie 22,5 PLN/GJ, zwracamy uwagę, że koszt wydobywania węgla brunatnego dla ZE PAK w ostatnich kwartałach według naszych szacunków przekraczał 30,0 PLN/GJ).

Ekonomka wytwarzania energii w zależności jednostki i ceny węgla

Jednostka	200 MW	(i) 474 MW	(ii) 474 MW
Efektywność netto (%)	30%	41%	41%
Emisja CO2 per 1 GJ	110	110	110
Zużycie węgla brunatnego per MWh	1.50	1.10	1.10
Emisja CO2 per MWh	1.32	0.97	0.97
Koszt węgla brunatnego (PLN/GJ)	22.5	22.5	30.0
Koszt CO2 (PLN/MWh)	70.0	70.0	70.0
Koszt węgla brunatnego (PLN/MWh)	270	198	263
Koszt CO2 (PLN/MWh)	393	287	287
Koszt zmienny generacji energii per MWh	663	485	551
Cena energii (PLN/MWh)	460	460	460
Clean lignite spread (PLN/MWh)	-203	-25	-91

Źródło Pekao Equity Research



Zauważamy również, że od 2025 r. przychody istotnie spadną, ponieważ nie będzie już przychodów z kontraktu KDT i sprzedaży biomasy (15% całkowitych przychodów w 1H'24). **W 2024/25e szacujemy skorygowaną EBITDA na poziomie 69/-31 mln PLN.** Zwracamy uwagę, że z procesem zamknięcia kopalń węgla brunatnego wiąże się z rekultywacją terenów pokopalnianych, a spółka szacuje związane z tym koszty (rezerwy) na 622 mln PLN. Zakładamy, że spółka będzie rekultywować tereny pogórnice w kolejnych latach do końca 2030 r.

W związku z planowanym przez spółkę oddaniem do użytku bloku gazowo-parowego w Adamowie na koniec 1Q'27, **oczekujemy, że rok 2026e będzie rokiem przejściowym ze znacznie niższymi wynikami i znacznym spadkiem przychodów oraz EBITDA na poziomie zaledwie 11 mln PLN, gdyż przychody spółki będą pochodziły głównie z obrotu energią.**

Zakładamy, że od początku 2Q'27e projekt CCGT Adamów będzie w pełni operacyjny i zacznie generować przychody z dwóch źródeł: (i) wynagrodzenia z mechanizmu rynku mocy oraz (ii) wytwarzania energii. Projekt jest silnie wspierany przez zabezpieczony 17-letni kontrakt mocy za moc 493 MW od 2026e za cenę 400,4 PLN/kW/rok (cena jest indeksowana inflacją), co przekłada się na dodatkowe 197 mln PLN rocznie. Zakontraktowana cena jest wyższa niż w aukcjach w większości lat, jak widać poniżej, i powinna pokryć koszty stałe (zakładamy koszty stałe w wysokości ok. 100 mln PLN rocznie i nakłady na utrzymanie w wysokości ok. 50 mln PLN rocznie). Należy zauważyć, że ze względu na późniejsze niż pierwotnie zakładano uruchomienie, ZE PAK będzie zobowiązany do zapłaty kar za brak możliwości dostarczenia mocy w 2026 roku. Jednocześnie nie otrzyma w 2026 roku wynagrodzenia z tyt. kontraktu mocowego.

Wyniki rynku mocy na rok dostawy

Rok dostawy	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Cena per kW/rok (PLN)	240	198	203	260	173	400	406	245

Źródło: URE, Pekao Equity Research

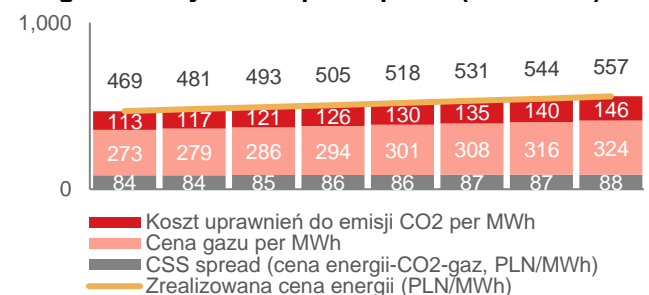
Biorąc pod uwagę obecne ceny energii, wysokie ceny gazu i stosunkowo niskie ceny CO2 pozwalają na dodatnie spready z jednostek opalanych gazem. Obecny clean spark spread szacujemy na ok. 85 PLN/MWh (przy założeniu 59% sprawności netto wytwarzania energii). Zakładamy, że przyszły spread nie powinny być istotnie wyższy.

Ekonomika wytwarzania energii dla jednostki gazowej

Jednostka	561 MW
Efektywność netto (%)	59%
Emisja CO2 per 1 MWh	0.34
Zużycie gazu per MWh	1.69
Koszt gazu (EUR/MWh)	37.5
Koszt uprawnień do emisji (EUR/t)	70.0
Kosz gazu (PLN/MWh)	102
Koszt uprawnień do emisji (PLN/MWh)	273
Koszt zmienny generacji energii per MWh	376
Cena energii (PLN/MWh)	460
Clean spark spread (PLN/MWh)	84

Źródło: Pekao Equity Research

Prognozowany clean spark spread (PLN/MWh)

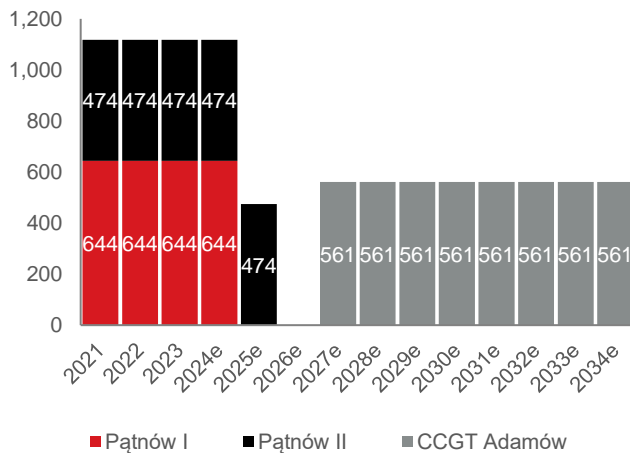


Źródło: Pekao Equity Research



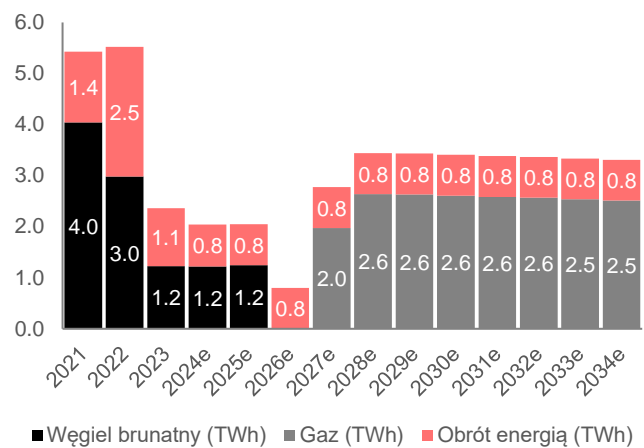
Jeśli chodzi o współczynnik wykorzystania mocy bloku gazowo-parowego w Adamowie, zakładamy, że blok gazowy będzie w pełni wykorzystywany do końca 2029 r., a od 2030 r. wskaźnik wykorzystania mocy zacznie powoli spadać, ponieważ zainstalowanych zostanie więcej odnawialnych źródeł energii, co doprowadzi do zmniejszenia wolumenu energii wytwarzanej przez elektrownie gazowe. Wycofanie węgla brunatnego i inwestycje w blok gazowy w Adamowie całkowicie zmienią bazę aktywów spółki i miks energetyczny, jak widać poniżej.

ZE PAK: Zainstalowane moce (MW)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

ZE PAK: Wytworzona energia i obrót (TWh)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

ZE PAK planuje realizację projektu PV w Przykonia (280 MW), który został wydzielony z PAK-PCE w momencie sprzedaży do Cyfrowego Polsatu. Projekt jest również realizowany z zamiarem dostarczenia części wytworzonej energii do CCGT Adamów. Obecnie projekt posiada pozwolenie na przyłączenie do sieci i oczekuje na pozwolenie na budowę. Trudne warunki rynkowe dla projektów PV mogą zmusić spółkę do ponownego rozważenia projektu. Ze względu na (i) wysoką planowaną dźwignię finansową ZE PAK (uważamy, że banki nie będą skłonne finansować projektu ze względu na znaczące zadłużenie sponsora projektu), (ii) wysoką kapitałochłonność PV w Przykonia (według naszych szacunków ok. 800 mln PLN oraz (iii) profil biznesowy PAK-PCE, uważamy, że projekt zostanie ostatecznie zrealizowany przez PAK-PCE. Zakładamy, że projekt zostanie sprzedany PAK-PCE za ok. 112 mln PLN (0,4 mln PLN za MW).

Nie uwzględniamy wyników finansowych PAK-PCE w naszych prognozach finansowych, ponieważ jest on konsolidowany metodą praw własności (49,5% udziałów, więc w naszych prognozach uwzględniamy tylko część zysku netto). Według naszych szacunków, aktywa wytwórcze PAK-PCE mogą generować powtarzalną EBITDA w wysokości ok. 439 mln PLN po ich oddaniu do użytkowania. Udziały wyceniamy oddzielnie, szczegóły w dalszej części raportu.

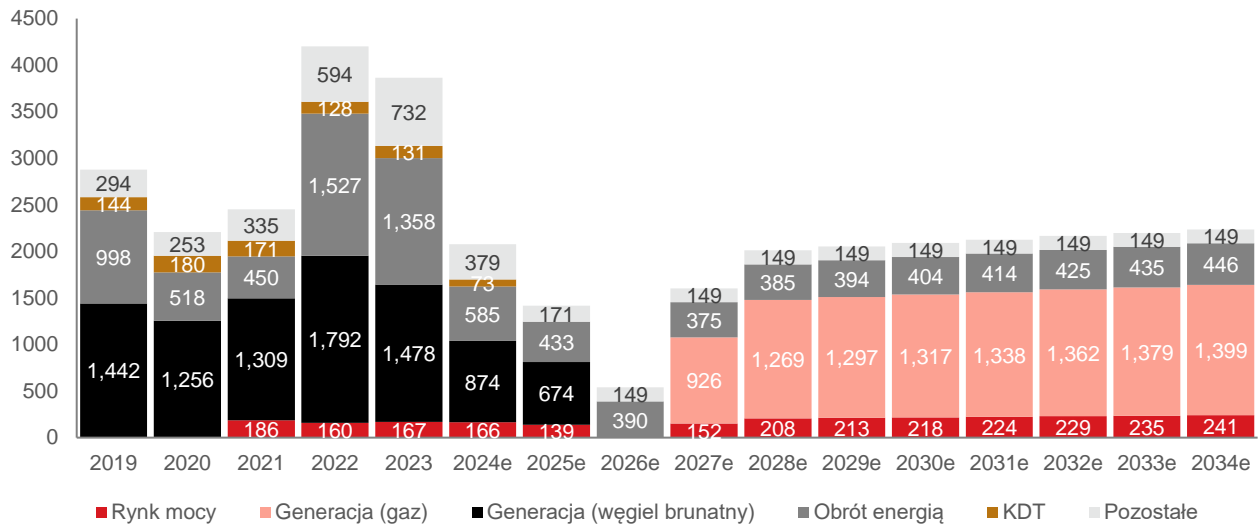
Naszym zdaniem **prawdopodobieństwo udanej realizacji elektrowni atomowej pozostaje ograniczone** ze względu na kapitałochłonność i złożoność projektu, a także trwające problemy z KHNP. Pod koniec czerwca '24, według doniesień Polityki



Insight, PGE i przedstawiciele rządu poinformowali ZE PAK o wstrzymaniu tego projektu. Powyższe czynniki przemawiają za nieuwzględnianiem projektu go w naszej wycenie.

Biorąc powyższe pod uwagę, szacujemy EBITDA na poziomie 259/347 mln PLN w 2027/28e i przychody na poziomie 1.603/2.011 mln PLN.

ZE PAK: Struktura przychodów (mln PLN)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Zanim spółce uda się przekształcić w kierunku mocy gazowych, nowe inwestycje wraz z rozliczeniem kosztu uprawnień do emisji CO2 i obowiązkiem rekultywacji terenów pogórnich znacząco zwiększą dług netto w latach 2025/26/27e do 1,1/1,6/1,9 mld PLN (vs. -0,4 mld PLN na koniec 2024e). Powyższe czynniki doprowadzą do wyjątkowo wysokich poziomów **ND/EBITDA powyżej 5,0x w kolejnych latach. Naszym zdaniem banki powinny warunkowo zaakceptować wysoki poziom długu netto, biorąc pod uwagę pozytywne perspektywy projektu gazowego. Tak długo, jak projekt będzie oferował bankom perspektywę spłaty (np. wysoko wspierany projekt przez mechanizm rynku mocy), wysoka dźwignia finansowa nie powinna stanowić istotnego problemu.**



ESG rating

Nasza metodologia zakłada ostateczny wynik ESG dla ZE PAK na poziomie **0,91** i rating ESG „C”. Zgodnie z naszą metodologią rating „C” nie ma wpływu na naszą kalkulację kosztu kapitału własnego.

ZE PAK: Podsumowanie ratingu ESG

Financials	E	S	G
Wynik	0.75	1.20	1.08
Waga	60%	20%	20%
Wynik ESG	0.91		
Rating ESG	C		

Źródło: Pekao Equity Research

ZE PAK: 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



Wycena

Ponieważ każda część działalności ma odmienną charakterystykę, do wyceny ZE PAK wykorzystujemy metodę sum of the parts (SOTP). W zależności od charakteru aktywów, decydujemy się na użycie:

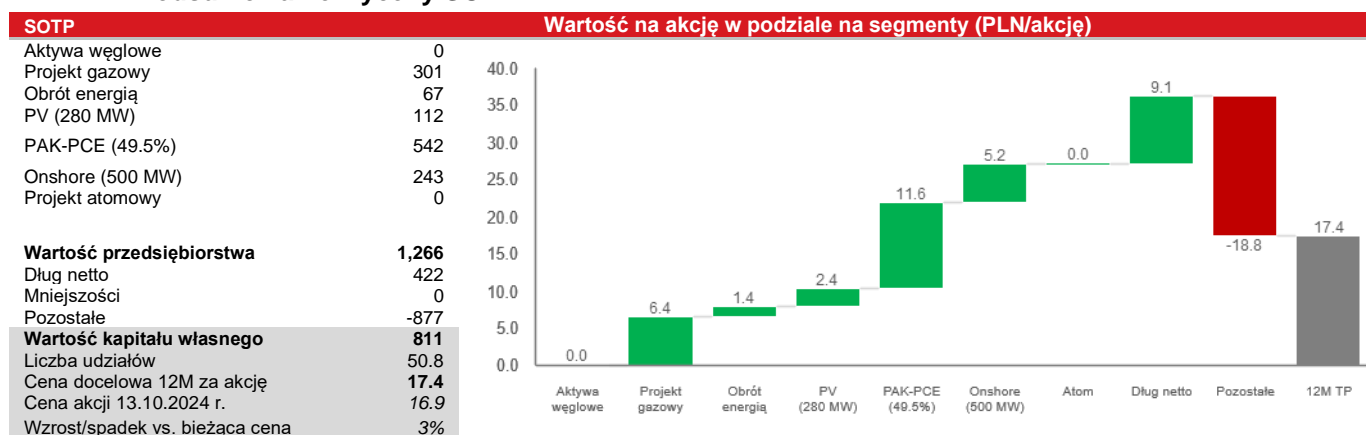
- 100% model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) dla: (i) aktywów węglowych, (ii) CCGT Adamów, (iii) obrotu energią,
- mnożników EV/EBITDA dla 49,5% udziałów w PAK-PCE,
- wartości transakcyjnej projektu onshore w Opolu (w części już zapłaconej).

Nasz model DCF opiera się na oczekiwanych wolnych przepływach pieniężnych zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). W obliczeniach kosztu kapitału własnego stosujemy (i) stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,3% (4,0% w terminalu), (ii) premię za ryzyko na poziomie 6,0% (5,0% w terminalu) oraz (iii) współczynnik beta na poziomie 1,0, (iv) stopę wzrostu (g) na poziomie 0%.

Dla PAK-PCE szacujemy powtarzalną EBITDA dla każdego aktywa wytwórczego z osobna. Zakładamy, że zrealizowana cena energii będzie o 20% niższa dla aktywów fotowoltaicznych i 10% niższa dla onshore niż bazowa cena energii zakładana na 460 PLN za MWh dla instalacji biomasowej (większość już zbudowanych farm ma podpisane umowy PPA i fPPA, więc mają ekspozycję na rynkową cenę energii). Następnie używamy mnożnika EV/EBITDA, aby uzyskać wartość przedsiębiorstwa i odejmujemy oszacowany przez nas dług netto. Zwracamy uwagę, że farmy lądowe Drzezewo (138,6 MW), Dobra (7,8 MW) zostaną ukończone pod koniec 2025 r., a ponieważ projekty te będą wymagały jeszcze nakładów inwestycyjnych, aby osiągnąć etap operacyjny, odejmujemy również szacowany koszt CAPEX związany z tymi projektami (992/354 PLN dla farm lądowych w 2024/25e). Zakładamy, że projekt PV w Przykonie zostanie ukończony pod koniec 2026e roku, a CAPEX wyniesie 800 mln PLN. Uważamy, że projekty związane z wodorem nie kreują ani nie niszczą wartości, biorąc pod uwagę niepewność co do przyszłej skali wykorzystania wodoru w gospodarce, dlatego nie uwzględniamy ich w naszej wycenie.

Biorąc pod uwagę powyższe założenia, nasz model implikuje wartość kapitału własnego ZE PAK na poziomie 17,4 PLN/akcję. Wartość ta uwzględnia wartość 49,5% akcji PAK-PCE w wysokości 11,6 PLN na akcję (3% potencjał wzrostu).

ZE PAK – Podsumowanie wyceny SOTP



Source: Pekao Equity Research

ZE PAK: Kalkulacja WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Koszt kapitału własnego	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	9.0%
Koszt długu	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	6.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%
Udział kapitału własnego	0.61	0.61	0.53	0.52	0.54	0.57	0.60	0.63	0.66	0.69	0.69
WACC	9.2%	9.2%	8.8%	8.7%	8.8%	9.0%	9.1%	9.3%	9.5%	9.6%	7.7%

Źródło: Pekao Equity Research

ZE PAK: Wycena DCF projektu CCGT Adamów

(mln PLN)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal
Przychody	-	-	1,078	1,477	1,510	1,536	1,561	1,591	1,614	1,640	1,640
EBIT	-	-	162	240	235	227	219	219	219	220	220
Podatki od EBIT	-	-	(31)	(46)	(45)	(43)	(42)	(42)	(42)	(42)	(42)
NOPAT	-	-	131	195	190	184	178	177	178	178	178
Amortyzacja i odpisy	-	-	85	95	104	114	124	128	129	130	130
Nakłady inwestycyjne	(1,400)	(450)	(185)	(47)	(48)	(49)	(51)	(52)	(53)	(55)	(130)
FCFF	(1,400)	(450)	31	243	246	249	252	253	253	254	178
Wartość w okresie rezydualnym											0.00
Wartość rezydualna											2,313
Współczynnik dyskonta	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.60	0.55	0.50	0.46	0.42	0.39
Zdyskontowane FCFF	(1,282)	(378)	24	172	161	149	138	127	116	106	967

Wartość projektu CCGT 301

Liczba udziałów	50.8
Wartość na akcję	5.9
Cena docelowa 12M za akcję	6.4

Źródło: Pekao Equity Research

ZE PAK: Wycena 49.5% udziałów PAK-PCE

Aktywo	Rodzaj	MW	Status	Load factor	Cena energii	EBITDA	EBITDA per MW
Miłosław (9,6 MW)	Onshore	10	Faza operacyjna	30%	414	9	0.89
Kazimierz Biskupi (17,5 MW)	Onshore	18	Faza operacyjna	30%	414	16	0.89
Człuchów (72,6 MW)	Onshore	73	Faza operacyjna	30%	414	64	0.89
Przyrów (50,4 MW)	Onshore	50	Faza operacyjna	30%	414	45	0.89
Drzeżewo (138,6 MW)	Onshore	139	Ukończenie 4Q'25	30%	414	123	0.89
Dobra (7,8 MW)	Onshore	8	Ukończenie 4Q'25	30%	414	7	0.89
Brudzew/Cambria (82,4 MW)	PV	82	Faza operacyjna	12%	368	26	0.32
Przykona (260 MW)	PV	280	Faza developmentu	12%	368	89	0.32
Biomasa (105 MW)	Biomasa	105	Faza operacyjna	70%	460	61	0.58

EBITDA powtarzalna 439
EV/EBITDA mnożnik 10.6x

Wartość przedsiębiorstwa	4,645
Pozostały CAPEX	1,150
Dług netto	2,400
Wartość kapitału własnego	1,095
Wartość udziałów ZE PAK	542
Liczba udziałów	50.8
Wartość na akcję	10.7
Cena docelowa 12M za akcję	11.6

Źródło: Pekao Equity Research

Wrażliwość wyceny CCGT Adamów na WACC i Clean Spark Spread

WACC (pp.)	Clean Spark Spread (PLN/MWh)						
	-15	-10	-5	0	5	10	15
1.5%	neg.	neg.	neg.	neg.	1.3	3.1	4.8
1.0%	neg.	neg.	neg.	1.6	3.5	5.3	7.1
0.5%	neg.	neg.	1.9	3.9	5.8	7.8	9.7
0.0%	0.1	2.2	4.3	6.4	8.5	10.6	12.7
-0.5%	2.6	4.9	7.1	9.4	11.6	13.9	16.1
-1.0%	5.4	7.9	10.3	12.8	15.2	17.6	20.0
-1.5%	8.7	11.4	14.1	16.7	19.3	22.0	24.6

Źródło: Pekao Equity Research

Wrażliwość wyceny udziałów PAK-PCE na mnożnik EV/EBITDA i średnią cenę energii

Energia (PLN/MWh)	EV / EBITDA						
	9.1x	9.6x	10.1x	10.6x	11.1x	11.6x	12.1x
346	0.9	3.0	5.2	7.3	9.4	11.5	13.6
371	2.2	4.3	6.5	8.7	10.9	13.1	15.3
396	3.4	5.7	7.9	10.2	12.4	14.7	17.0
421	4.6	7.0	9.3	11.6	14.0	16.3	18.6
446	5.9	8.3	10.7	13.1	15.5	17.9	20.3
471	7.1	9.6	12.1	14.5	17.0	19.5	21.9
496	8.4	10.9	13.4	16.0	18.5	21.0	23.6

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza dla ZE PAK

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
RWE AG	RWE GR	6.5	7.7	7.7	11.6	15.9	14.3
ENEL SPA	ENEL IM	6.2	6.2	6.0	10.7	10.7	10.4
BKW AG	BKW SW	9.5	9.0	8.1	15.6	14.9	13.3
FORTUM OYJ	FORTUM FH	8.1	9.4	9.8	12.5	14.9	15.7
CEZ AS	CEZ CP	5.6	6.1	6.8	14.5	15.7	11.7
PGE SA	PGE PW	2.9	3.1	2.8	4.3	4.6	3.7
TAURON POLSKA ENERGIA SA	TPE PW	4.2	4.4	4.1	7.8	3.7	3.3
ENEA SA	ENA PW	2.0	2.6	2.5	1.9	3.0	3.3
ENGIE	ENGI FP	5.6	6.3	6.6	7.4	9.1	9.6
Median		5.6x	6.2x	6.6x	10.7x	10.7x	10.4x
ZE PAK		6.3x	neg.	neg.	4.5x	neg.	neg.
Premia/(dyskonto)		11%	na	na	-58%	na	na
Implikowana cena na akcję		16.0	neg.	neg.	40.6	neg.	neg.

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Wycena porównawcza dla PAK-PCE

Spółka	Ticker	EV/EBITDA		
		2024e	2025e	2026e
ALERION CLEANPOWER	ARN IM	11.6	11.3	6.9
AUDAX RENOVABLES SA	ADX SM	9.1	7.9	7.3
EDP RENOVAVEIS SA	EDPR PL	12.4	11.0	10.4
ERG SPA	ERG IM	9.5	8.9	8.5
GREENVOLT-ENERGIAS RENOVAVEI	GVOLT PL	12.5	10.8	7.6
NEOEN SA	NEOEN FP	18.9	16.3	14.9
ORSTED A/S	ORSTED DC	10.0	8.8	8.2
VOLTALIA SA- REGR	VLTA FP	14.6	13.0	11.9
GREENERGY RENOVABLES	GRE SM	16.6	10.3	10.3
ENEFIT GREEN AS	EGR1T ET	11.3	12.2	12.2
SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBI	SLR SM	12.5	12.0	10.8
POLENERGIA SA	PEP PW	9.8	12.8	16.3
SCATEC ASA	SCATC NO	8.2	8.4	8.3
ENDESA SA	ELE SM	6.1	6.0	5.9
Mediana		11.4x	10.9x	9.4x
Waga		33%	33%	33%
Implikowana EV/EBITDA		10.6x		

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research



Czynniki ryzyka

Ryzyko zmiany cen energii, gazu i CO2. Niższe ceny energii elektrycznej oraz wyższe koszty gazu i CO2 mają negatywny wpływ na rentowność bloku gazowego. Gwałtowny wzrost cen gazu może nawet spowodować, że CCGT Adamów nie będzie wytwarzać energii, a jedyne przychody będą pochodzić z rynku mocy. Należy pamiętać, że clean spark spread jest kluczowym czynnikiem wpływającym na wycenę CCGT Adamów. Niższy niż zakładany spread w połączeniu z wysoką kapitałochłonnością może znacząco obniżyć bieżącą wartość projektu.

Ryzyko niższego wykorzystania bloku gazowego. Niższe wskaźniki wykorzystania mocy gazowych począwszy od 2027 r. obniżą wycenę i segment gazowy. Istnieje również ryzyko związane ze wykorzystaniem bloków na węgiel brunatny, ale uważamy, że spółka zamknie te bloki do końca 2025 r., więc ogólne ryzyko jest stosunkowo nieistotne w porównaniu z innymi rodzajami ryzyka.

Szybszy niż oczekiwano rozwój odnawialnych źródeł energii i magazynów energii. Rozwój odnawialnych źródeł energii może mieć negatywny wpływ na wskaźniki wykorzystania bloków gazowych i obniżyć ceny energii elektrycznej, co z kolei może zmniejszyć rentowność bloków gazowych.

Ryzyko niezamknięcia finansowania bloku CCGT w Adamowie. Na ostatni dzień bilansowy ZE PAK nie pozyskał jeszcze finansowania zewnętrznego dla projektu. Skala inwestycji uniemożliwia jej finansowanie wewnętrzne. Finansowanie zewnętrzne jest kluczowe dla powodzenia projektu.

Ryzyko wzrostu kosztów budowy i opóźnień w oddaniu do użytku projektu gazowego. Rosnące koszty mogą zmniejszyć rentowność projektu.

Ryzyko regulacyjne. Uczestnicy rynku energii działają w stale zmieniającym się otoczeniu regulacyjnym. Kwestie związane z funkcjonowaniem rynku mocy i rynku bilansującego są istotnymi czynnikami, które mogą wpływać na wyniki finansowe.

Ryzyko walutowe. ZE PAK prowadzi działalność na terytorium Polski, gdzie ponosi koszty i generuje przychody w PLN, lecz transakcje związane z zakupem uprawnień do emisji rozliczane są w EUR. Deprecjacja PLN mogłaby spowodować wzrost kosztów uprawnień do emisji CO2 notowanych w PLN i ostatecznie obniżyć rentowność. Ryzyko w krótkim terminie jest w znacznym stopniu ograniczane poprzez stosowanie przez spółkę instrumentów zabezpieczających.

Wyższe od oczekiwanych koszty rekultywacji. ZE PAK jest odpowiedzialny za rekultywację terenów, na których wydobywano węgiel brunatny oraz na bieżąco rekultywuje nieeksploatowane części składowisk. Na koniec 2Q'24 spółka zaraportowała rezerwy rekultywacyjne w wysokości 622 mln PLN, które będą musiały zostać pokryte w nadchodzących latach.

Ryzyko większościowego akcjonariusza. Akcjonariusz większościowy może podejmować decyzje, które mogą być niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych. Obejmują one niewypłacanie dywidendy, angażowanie się w transakcje z podmiotami powiązanymi i podejmowanie ryzykownych decyzji strategicznych.



Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	2,451	4,200	3,106	2,077	1,416	539	1,603
EBITDA	243	391	728	165	(31)	11	259
EBITDA znorm.	269	373	970	69	(31)	11	259
EBIT	(513)	351	689	145	(56)	4	166
Przychody/(koszty) finansowe i pozostałe	(6)	(33)	(7)	45	(47)	(29)	(40)
Zysk przed opodatkowaniem	(519)	318	682	130	(110)	(70)	77
Podatek	201	(103)	(124)	1	-	-	(15)
Zysk netto	(317)	215	558	192	(103)	(25)	112
Zysk netto znorm.	(317)	215	558	131	(110)	(70)	62
Zysk netto na akcję (PLN)	(6.24)	4.00	10.99	3.77	(2.03)	(0.49)	2.20

Bilans (mln PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Aktywa obrotowe ogółem	2,038	2,561	1,998	1,724	1,383	1,148	1,298
Gotówka i ekwiwalenty	507	1,463	534	427	216	156	95
Pozostałe aktywa obrotowe	1,531	1,098	1,464	1,297	1,168	993	1,203
Razem środki trwałe	1,274	1,979	1,592	1,902	3,277	3,773	3,922
Rzeczowe aktywa trwałe	1,182	1,727	330	929	2,298	2,748	2,848
Pozostałe aktywa trwałe	91	252	1,262	973	979	1,024	1,074
Aktywa ogółem	3,312	4,539	3,590	3,626	4,661	4,921	5,220

Zobowiązania krótkoterminowe	1,993	2,126	1,099	974	812	648	730
Dług krótkoterminowy	209	495	4	-	-	-	95
Inne zobowiązania bieżące	1,784	1,631	1,095	974	812	648	635
Zobowiązania długoterminowe	795	1,199	579	548	1,848	2,298	2,403
Długoterminowe zadłużenie	291	677	36	5	1,305	1,755	1,860
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	504	522	544	544	544	544	544
Kapitał własny	525	724	1,912	2,103	2,000	1,975	2,087
Mniejszości	(0)	491	-	-	-	-	-
Razem kapitał własny i pasywa	3,312	4,539	3,590	3,626	4,661	4,921	5,220
Dług netto	(7)	(291)	(494)	(422)	1,089	1,599	1,860

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Zysk netto	-317	215	558	192	-103	-25	112
Amortyzacja	119	49	38	39	42	7	93
Pozostałe (w tym WC)	205	238	-918	335	-39	-35	-273
Operacyjne przepływy pieniężne	7	503	-322	566	-100	-52	-68
Wydatki inwestycyjne	-410	-602	-576	-638	-1,411	-457	-193
Pozostałe	18	-49	87	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-391	-651	-489	-638	-1,411	-457	-193
Dywidendy	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	393	1104	-1	-35	1300	450	200
Przepływy z działalności finansowej	393	1,104	-1	-35	1,300	450	200
Zmiana gotówki	9	956	-812	-107	-211	-60	-61
Gotówka na koniec okresu	507	1,463	534	427	216	156	95

zmiana r/r	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	11%	71%	-26%	-33%	-32%	-62%	197%
EBITDA	65%	61%	86%	-77%	n/a	n/a	n/a
EBIT	n/a	n/a	96%	-79%	n/a	n/a	n/a
Zysk netto	n/a	n/a	159%	-66%	n/a	n/a	n/a
Zysk netto na akcję	n/a	n/a	175%	-66%	n/a	n/a	n/a

Marże	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA	9.9%	9.3%	23.5%	8.0%	-2.2%	2.1%	16.2%
EBIT	-20.9%	8.4%	22.2%	7.0%	-4.0%	0.7%	10.4%
Zysk netto	-12.9%	5.1%	18.0%	9.2%	-7.3%	-4.6%	7.0%
ROE	-43.0%	34.5%	42.4%	9.6%	-5.0%	-1.3%	5.5%

Wskaźniki bilansowe	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
BVPS (PLN)	10.3	14.2	37.6	41.4	39.4	38.9	41.1
Dług netto/EBITDA	(0.0)	(0.7)	(0.7)	(2.6)	(35.5)	139.4	7.2
Dług bankowy/kapitał własny	49%	62%	2%	0%	39%	47%	48%



Podsumowanie kluczowych danych finansowych

Kluczowe dane finansowe	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Zysk na akcję (GAAP)	(6.24)	4.00	10.99	3.77	(2.03)	(0.49)	2.20
Przychody	2,451	4,200	3,106	2,077	1,416	539	1,603
EBIT	(513)	351	689	145	(56)	4	166
EBITDA	243	391	728	165	(31)	11	259
Zysk netto (GAAP)	(317)	215	558	192	(103)	(25)	112
Dług netto	(7)	(291)	(494)	(422)	1,089	1,599	1,860
BPS	10.3	14.2	37.6	41.4	39.4	38.9	41.1
DPS	-	-	-	-	-	-	-
ROE %	-43.0%	34.5%	42.4%	9.6%	-5.0%	-1.3%	5.5%
ROA %	-10.3%	5.5%	13.7%	5.3%	-2.5%	-0.5%	2.2%
Amortyzacja	756	40	39	20	25	7	93
Deprecjacja	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	9	956	(812)	(107)	(211)	(60)	(61)
CAPEX	(410)	(602)	(576)	(638)	(1,411)	(457)	(193)



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 15 PAŹDZIERNIKA O GODZ. 17:15 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 15 PAŹDZIERNIKA O GODZ. 17:30 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 Gieldzie 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 Gieldą 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 czynników ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

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

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

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
Andrzej Kędziński	Expert, Analityk	ZE PAK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

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

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

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

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

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

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

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

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

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgową” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczony na podstawie oczekiwanych wyników.

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy