

ZE PAK

Krótkoterminowe story zamienia się w długoterminowe

Wbrew naszym oczekiwaniom realizuje się mniej ekscytujący scenariusz rozwoju Spółki, w którym nie dochodzi do sprzedaży projektu gazowego w Adamowie do PGE i tym samym możliwości skupienia się na projektach OZE.

Projekt gazowy pomimo braku sprzedaży w dalszym ciągu jest interesującym aktywem z zapewnionym atrakcyjnym 17-letnim kontraktem mocowym (przychód na poziomie 197 mln zł rocznie, a po uwzględnieniu indeksacji ok. 300 mln zł w 2028e, tj. pierwszym pełnym roku operacyjnym). Projekt CCGT Adamów nie ma jeszcze zamkniętego finansowania, przez co pozyskanie finansowania powinno być teraz priorytetem Spółki, ponieważ przeciągający się proces mógłby wpłynąć negatywnie na przedłużenie się harmonogramu projektu, a tym samym wzrost jego kosztów. Biorąc pod uwagę wypowiedzi prezesa zarządu Andrzeja Janiszowskiego, w ostateczności lukę finansową może uzupełnić główny udziałowiec (grupa Cyfrowy Polsat). Takie zapowiedzi sprzyjają ukończeniu projektu w zakładanym terminie (sierpień 2027), a zakontraktowanie i dostarczenie wszystkich elementów elektrowni gazowej na plac budowy ogranicza możliwość wzrostu kosztów (zakładamy wzrost budżetu z 2,350 mln zł do 2,600 mln zł z uwagi na dłuższy okres budowy niż początkowo zakładała Spółka).

Niechęć ZE PAK do kontynuacji rozmów z PGE może potwierdzać, że zmienia się nastawienie instytucji finansowych do projektów gazowych. W przypadku zgody na docelową strukturę finansowania 50% kapitał własny i 50% dług, oznaczałoby to, że ZE PAK pozyskałaby 1,350 mln zł. Zadłużenie na takim poziomie byłoby możliwe do obsługi wyłącznie z przychodów z kontraktu mocowego, nawet uwzględniając stałe koszty operacyjne. Z finansowego punktu widzenia, udzielenie finansowania projektowi, który ma zapewnione przychody z rynku mocy, wydaje się być obarczone minimalnym ryzykiem, aczkolwiek instytucje finansowe biorą także pod uwagę aspekty niefinansowe. Biorąc pod uwagę skalę finansowania, prawdopodobnie mielibyśmy do czynienia nie z jednym ale z całym konsorcjum finansowym, co utrudnia pozyskanie finansowania i wydłuża cały proces z uwagi na konieczność negocjacji warunków z kilkoma podmiotami.

Biorąc pod uwagę, że projekt gazowy nie zostanie oddany do użytkowania wcześniej niż w drugiej połowie 2027e, w 2025/26e przed Spółką stoi perspektywa pogarszania się wyników z uwagi na wygaszanie działalności opartej na węglu brunatnym. Szacujemy, że ZE PAK będzie w stanie utrzymywać dodatni powtarzalny wynik EBITDA z uwagi na przychody z rynku mocy dla bloku 474 MW, przychody z rynku bilansującego oraz optymalizację kosztów operacyjnych. Może to negatywnie wpływać na postrzeganie spółki w krótkim terminie, aczkolwiek w dłuższym terminie pozytywne aspekty związane z projektem gazowym powinny przeważać.

Podkreślamy również, że poza projektem gazowym, ZE PAK posiada inne aktywa i projekty, w tym 49% udziałów w spółce PAK-PCE. ZE PAK aktywnie rozwija również własny portfel projektów onshore o mocy 500 MW (etap rozwoju), projekty magazynowania energii o mocy 200 MW (wczesna faza przygotowań) oraz projekt farmy PV o mocy 280 MW w Przykoni. Zakładamy, że część z tych projektów może zostać opóźniona, a niektóre z nich mogą zostać całkowicie wstrzymane, ze względu na konieczność skoncentrowania zasobów finansowych na realizacji projektu gazowego. Łączną wartość tych aktywów szacujemy na ok. 750 mln zł.

Podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ, aczkolwiek z uwagi na konsekwencje związane z brakiem sprzedaży projektu gazowego, obniżamy cenę docelową akcji do 32,0 zł (38% potencjał wzrostu).

Kluczowe dane finansowe, 2023-2028e (mln zł o ile nie wskazano inaczej)

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	3,106	2,185	1,246	685	911	2,050
EBITDA	729	282	83	58	233	554
EBITDA znorm.	928	105	44	9	195	496
EBIT	682	241	30	34	123	376
Zysk netto	558	263	18	27	100	304
EPS (zł)	11.0	5.2	0.4	0.5	2.0	6.0
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (x)	2.0	3.5	65.2	43.4	11.9	3.9
EV/EBITDA (x)	0.9	1.6	20.2	40.3	9.8	5.9

Źródło: Spółka, BM Pekao

Kupuj (podtrzymana)

Cena docelowa
PLN 32,0
Potencjał wzrostu
38%

Cena z 1 lipca 2025

PLN 23,25

ESG rating
Ocena końcowa ESG
**C
0,84**
Relatywny kurs akcji vs. WIG


NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

2Q'25 wyniki	30 września
3Q'25 wyniki	28 listopada

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	ZEP PW
Free float (%)	15,2
MCAP (mln zł)	1,182
Liczba akcji (mln)	50,8

Akcjonariusze	Zygmunt Solorz 65,96%
	OFE PZU 7,53%
	OFE Allianz 6,30%
	OFE NN 5,02%
	Other 15,19%

Andrzej Kędzierski
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

Ostatnie wydarzenia

■ Zakończenie rozmów z PGE w zakresie projektu gazowego (1 lipca)

ZE PAK i PGE poinformowały, że ZE PAK podjął decyzję o wycofaniu się z planowanej sprzedaży 100% udziałów w spółce PAK CCGT sp. z o.o., realizującej projekt gazowy CCGT Adamów. W związku z tym negocjacje między stronami zostały zakończone z dniem 30 czerwca. ZE PAK zapowiedział, że zamierza samodzielnie realizować projekt elektrowni gazowej, opierając się na alternatywnych źródłach finansowania. Jednocześnie PGE i ZE PAK zadeklarowały chęć kontynuacji rozmów dotyczących funkcjonowania spółki PGE PAK Energia Jądrowa S.A.

Według Polityki Insight, ZE PAK nie wyklucza możliwości poszukiwania partnera do budowy elektrowni gazowej w bardziej odległej przyszłości. Jednak spółka zaoferowałaby jedynie mniejszościowy udział w PAK CCGT, a nie pełną własność. Źródła zaprzeczają spekulacjom rynkowym, jakoby Orlen miał zastąpić PGE w rozmowach. Odrzucają również twierdzenia, że decyzja ZE PAK była podyktowana rodzinnym sporem z udziałem Zygmunta Solorza. Wskazywałoby to, że głównym czynnikiem niepowodzenia negocjacji była kwestia ceny.

Potencjalna transakcja z PGE była jednym z kluczowych czynników sprzyjającym re-ratingowi wyceny spółki. Pod znakiem zapytania staje realizacja nowych inwestycji w OZE, w tym projektów magazynów energii, ponieważ spółka najpewniej będzie obecnie koncentrować swoje zasoby finansowe na projekcie gazowym, co zwiększa niepewność co do realizacji pozostałych inicjatyw. **Ponieważ projekt gazowy nie ma jeszcze zabezpieczonego finansowania, ZE PAK oprócz refinansowania obecnego zadłużenia pomostowego (600 mln zł), będzie musiał pozyskać kolejne ok. 600 mln zł dodatkowych środków na jego ukończenie** (ostateczna wartość będzie zależała od stopnia przekroczenia pierwotnego budżetu projektu).

Istnieje również ryzyko opóźnień wynikających z trudności w pozyskaniu finansowania, co może skutkować wyższymi niż pierwotnie zakładane kosztami realizacji projektu. Biorąc pod uwagę zapowiedzi gotowości głównego akcjonariusza do wsparcia finansowego projektu, a także fakt, że wszystkie elementy elektrowni gazowej zostały już dostarczone na plac budowy, ryzyko to wydaje się ograniczone. W naszej analizie adresujemy to ryzyko zakładając, że budżet projektu wzrośnie do 2,600 mln zł, względem wcześniej komunikowanego przez ZE PAK budżetu w wys. 2,350 mln zł (zakładamy koszty na poziomie 4,6 mln zł/MW).

Kluczowe założenia

Kluczowe założenia cenowe

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EUR/PLN	4.54	4.31	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30
Średnio-rynkowa cena energii (PLN/MWh)	1,110	642	474	440	421	414	398	387
Cena uprawnień CO2 (PLN/t)	80	85	66	65	69	73	76	80
Zrealizowana cena energii z węgla (PLN/MWh)	1,275	817	588	519	463	482	502	521
Zrealizowana cena energii z gazu (PLN/MWh)	na	na	484	447	443	438	433	430
Lignite spread (PLN/MWh)	658	379	353	324	na	na	na	na
CDS (PLN/MWh)	na	na	na	73	76	78	80	85

Źródło: Spółka, BM Pekao

Kluczowe dane finansowe segmentów (mln zł)

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Przychody	3,106	2,185	1,246	685	911	2,050	1,902	2,036
Wytwarzanie (węgiel brunatny)	3,282	2,118	1,198	639	-	-	-	-
Wydobycie	940	628	342	141	-	-	-	-
Wytwarzanie (gaz)	-	-	-	-	865	1,905	1,761	1,667
OZE	-	-	-	-	-	97	92	318
Pozostałe	(1,116)	(560)	(294)	(96)	47	48	49	50
EBITDA	729	282	83	58	233	554	528	696
Wytwarzanie (węgiel brunatny)	732	22	11	1	-	-	-	-
Wydobycie	25	191	57	7	-	-	-	-
Wytwarzanie (gaz)	-	-	-	(15)	174	431	418	419
OZE	-	-	-	-	-	65	59	229
Pozostałe (w tym wynik PAK-PCE)	(28)	69	14	65	59	58	52	48

Źródło: Spółka, BM Pekao

Zainstalowane moce oraz wolumeny

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Zainstalowane moce (MW)	1,118	1,118	474	474	562	842	842	1,092
Węgiel brunatny	1,118	1,118	474	474	-	-	-	-
Gaz	-	-	-	-	562	562	562	562
OZE	-	-	-	-	-	280	280	530
Wytwarzanie (TWh)	1.2	1.4	1.5	0.7	1.6	3.9	3.6	4.0
Węgiel brunatny	1.2	1.4	1.5	0.7	-	-	-	-
Gaz	-	-	-	-	1.6	3.7	3.3	3.1
OZE	-	-	-	-	-	0.3	0.3	0.9

Źródło: Spółka, BM Pekao

Zmiany szacunków

Wcześniejsze nasze prognozy zakładały, że ZE PAK sprzeda projekt gazowy z końcem 2025 roku, przez co w wynikach nie uwzględnialiśmy tego projektu. W rezultacie na wyniki 2026e dodatkowo ma zakładana przez nas kara za niedotrzymanie warunków w ramach kontaktu mocowego (zakładamy negatywny wpływ na poziomie PLN 15mn w 2026e oraz PLN 20mn w 2027e) oraz dodatkowo zakładamy wyższe koszty odsetkowe związane z koniecznością pozyskania dodatkowego finansowania dłużnego dla projektu gazowego CCGT Adamów. Z kolei dla 2027e uwzględniamy, że od drugiej połowy 2027e projekt gazowy zacznie generować przychody.

Zmiana szacunków

	2025e			2026e			2027e		
	Było	Obecnie	Zmiana	Było	Obecnie	Zmiana	Było	Obecnie	Zmiana
Przychody	1,246	1,246	0%	685	685	0%	147	911	520%
EBITDA	83	83	-1%	73	58	-20%	131	233	78%
EBITDA powtarz.	44	44	1%	9	9	na	72	195	170%
EBIT	67	67	1%	59	43	-26%	111	180	63%
Zysk netto	19	18	-5%	71	27	-62%	113	100	-12%

Źródło: BM Pekao



Rating ESG

Nasza metodologia zakłada ostateczny wynik ESG dla ZE PAK na poziomie 0,94 i rating ESG „C”. Zgodnie z naszą metodologią, rating „C” nie ma wpływu na naszą kalkulację kosztu kapitału własnego.

ZE PAK: Podsumowanie ratingu ESG

	E	S	G
Wynik	0,75	1,20	1,08
Waga	60%	20%	20%
Wynik ESG	0,94		
Rating ESG	C		

Źródło: BM Pekao

ZE PAK: Metodologia ESG

	Wynik od:	do	Rating	WACC premia za ryzyko (%RFR)
ESG Score	1,5	2	A	-15,00%
	1	1,5	B	-7,50%
	0,5	1	C	0%
	0	0,5	D	15,00%

Źródło: BM Pekao

Podsumowanie wyceny

Używamy metod wyceny sum-of-the-parts (SOTP) i wyceny mnożnikowej z wagą odpowiednio 100% i 0%. Wycenie mnożnikowej przypisujemy wagę 0% ze względu na fakt, że ZE PAK znajduje się w punkcie przejściowym, a obecne dane finansowe nie odzwierciedlają dokładnie jego rzeczywistego potencjału ekonomicznego. W oparciu o nasze szczegółowe oczekiwania finansowe dotyczące działalności spółki do 2035e roku, opracowaliśmy 10-letni model wyceny DCF. Kluczowe założenia uwzględnione w modelu DCF są wymienione poniżej:

- Stopa wolna od ryzyka of 5,4% (4,0% w okresie rezydualnym),
- Beta 1,0,
- Premia za ryzyko 6,0% (5,0% w okresie rezydualnym)
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (g) w wys. 0%.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	zł na akcję	Waga (%)
12M wycena SOTP	32.0	100%
12M wycena mnożnikowa	11.5	0%
12M Cena docelowa	32.0	
Obecna cena	23.25	
Upside/Downside vs. obecna cena	38%	

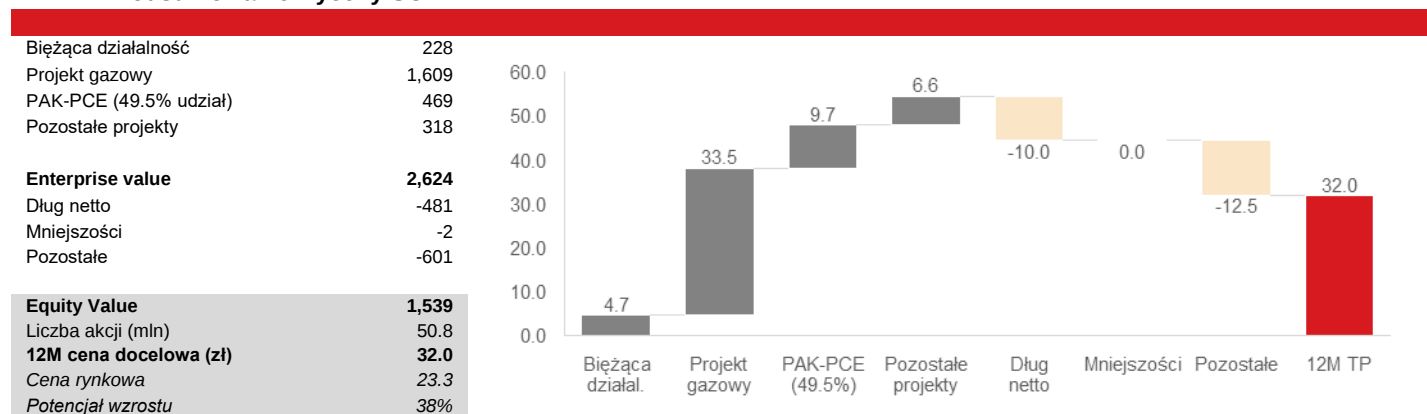
Źródło: BM Pekao

Inne projekty obejmują wycenę DCF farmy fotowoltaicznej o mocy 280 MW w Przykonia (0 mln zł), portfel projektów lądowych wiatrowych o mocy 500 MW na etapie rozwoju (313 mln zł) i oraz wpływy ze sprzedaży projektu jądrowego w Koninie (5 mln zł). W porównaniu z poprzednią rekomendacją, nie uwzględniamy projektów magazynowania energii o mocy 200 MW na wczesnym etapie rozwoju z uwagi, że zakładamy, że ZE PAK skoncentruje się na finansowaniu projektu gazowego.

W przypadku wyceny projektów odnawialnych zakładamy docelową strukturę finansowania na poziomie 30% kapitału własnego i 70% długu. Zwracamy również uwagę, że nie uwzględniamy w naszej wycenie aktywów PAK-PCE związanych z projektami wodorowymi i produkcją autobusów, ponieważ dane dotyczące tych projektów są ograniczone, a ich obecna rentowność pozostaje obecnie dyskusyjna.

Biorąc pod uwagę powyższe założenia, nasz model implikuje wartość akcji ZE PAK na poziomie 32,0 zł na akcję (38% potencjał wzrostu).

ZE PAK: Podsumowanie wyceny SOTP



Źródło: BM Pekao

Poniżej przedstawiamy wycenę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) **obecnej działalności związanej z węglem brunatnym**. Należy zauważyć, że prawie cała szacunkowa wartość wynika ze zmian w kapitale obrotowym netto (NWC).

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	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	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	9.0%
Koszt długu	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	6.5%
Koszt długu po podatku	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	5.3%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	9.0%

Wycena DCF

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Przychody	685	47	48	49	50	52	53	54	56	57	57
EBITDA	9	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	-6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Podatek od EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	-6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortyzacja i odpisy	15	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Nakłady kapitałowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1
Zmiana kapitału obrotowego	116	134	0	0	6	0	0	0	0	0	0
FCFF	125	135	1	1	7	1	1	1	1	1	0
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											0%
Wartość rezydualna											0
Współczynnik dyskontujący	0.90	0.81	0.72	0.65	0.58	0.52	0.47	0.42	0.38	0.34	0.31
Zdyskontowane przepływy	112	109	0	0	4	0	0	0	0	0	0

Enterprise value **228**

Wzrost przychodów	-43%	-93%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	0%
Marża EBIT	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Capex/przychody	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
Capex/amortyzacja	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

Źródło: BM Pekao



Poniżej przedstawiamy wycenę DCF dla projektu gazowego. Nasza analiza zakłada: (i) docelową strukturę finansowania na poziomie 50% długu i 50% kapitału własnego, (ii) średni clean spark spread na poziomie ok. 75 zł/MWh w perspektywie do 2035e, (iii) przy jednoczesnym średnim poziomie współczynnika wykorzystania mocy (load factor) na poziomie 59%.

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	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	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	9.0%
Koszt długu	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	7.0%
Koszt długu po podatku	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	5.7%
Waga kapitału własnego	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
WACC	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	7.3%

Wycena DCF

(złmn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Przychody	0	865	1,905	1,761	1,667	1,620	1,419	1,370	1,346	1,356	1,356
EBITDA	-15	174	431	418	419	393	332	322	318	322	322
EBIT	-15	122	327	314	315	289	228	218	214	218	218
Podatek od EBIT	0	-23	-62	-60	-60	-55	-43	-41	-41	-41	-41
NOPAT	-15	99	265	254	255	234	185	177	173	177	177
Amortyzacja i odpisy	0	52	104	104	104	104	104	104	104	104	104
Nakłady kapitałowe	-800	-200	0	0	0	0	0	0	0	0	-104
Zmiana kapitału obrotowego	0	-86	-104	14	9	5	20	5	2	-1	-1
FCFF	-815	-136	265	373	369	342	309	286	279	279	177
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											0%
Wartość rezydualna											2,406
Współczynnik dyskontujący	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.59	0.54	0.50	0.46	0.42	0.39
Zdyskontowane przepływy	-747	-114	204	263	238	203	168	142	128	117	1,007

Enterprise value **1,609**

Wzrost przychodów	0%	0%	120%	-8%	-5%	-3%	-12%	-3%	-2%	1%	0%
Marża EBIT	0%	14%	17%	18%	19%	18%	16%	16%	16%	16%	16%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Capex/przychody	0%	23%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%
Capex/amortyzacja	0%	385%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na wzrost wartości końcowej i WACC

WACC / Wzrost w okresie rezydualnym

	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
6.3%	33.5	35.0	36.8	38.8	41.3	44.3	47.9
6.8%	32.1	33.5	35.0	36.8	38.8	41.3	44.3
7.3%	30.9	32.1	33.5	35.0	36.8	38.8	41.3
7.8%	29.9	30.9	32.1	33.5	35.0	36.8	38.8
8.3%	29.0	29.9	30.9	32.1	33.5	35.0	36.8

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na CSS i WACC

WACC / CSS spread (zł/MWh)

	-30	-20	-10	0	10	20	30
6.3%	22.5	27.2	32.0	36.8	41.5	46.3	51.0
6.8%	21.2	25.8	30.4	35.0	39.6	44.2	48.7
7.3%	20.1	24.6	29.0	33.5	37.9	42.3	46.8
7.8%	19.2	23.5	27.8	32.1	36.4	40.7	45.0
8.3%	18.3	22.5	26.7	30.9	35.1	39.3	43.5

Źródło: BM Pekao



Poniżej nasza wycena DCF akcji PAK-PCE (49,5%). PAK-PCE nie raportuje zadłużenia netto dla projektów wiatrowych i PV oddzielnie, ale Cyfrowy Polsat tak. Na koniec 1Q'25 Cyfrowy Polsat zaraportował 1,4 mld zł finansowania dla tych projektów, ale szacujemy, że wartość ta może wzrosnąć do 2 mld zł w związku z rozwojem projektu Drzezewo. Nie uwzględniamy wartości PV Przykona, ponieważ wyceniamy ją jako oddzielny projekt.

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	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	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	9.0%
Koszt długu	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	6.5%
Koszt długu po podatku	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	5.3%
Waga kapitału własnego	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
WACC	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	6.4%

Wycena DCF

(złmn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Przychody	672	649	646	627	616	618	571	567	563	568	568
EBITDA	344	321	312	288	273	269	217	208	198	198	198
EBIT	188	164	156	132	117	113	60	51	42	41	41
Podatek od EBIT	-36	-31	-30	-25	-22	-21	-11	-10	-8	-8	-8
NOPAT	152	133	126	107	94	91	49	41	34	33	33
Amortyzacja i odpisy	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156
Nakłady kapitałowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	309	289	282	263	251	248	205	198	190	190	190
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											0%
Wartość rezydualna											2,661
Współczynnik dyskontujący	0.93	0.86	0.80	0.74	0.68	0.63	0.59	0.54	0.50	0.47	0.44
Zdyskontowane przepływy	286	249	225	194	171	157	120	108	96	89	1,253
Enterprise value	2,948										
Dług netto	2,000										
Pozostałe	0										
Equity value	948										
Equity value, 49.5% udział	469										

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na wzrost wartości końcowej i WACC

WACC / Wzrost w okresie rezydualnym	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
6.3%	10.1	10.9	11.9	13.0	14.2	15.7	17.4
6.8%	9.1	9.9	10.8	11.8	13.0	14.4	16.1
6.4%	8.2	8.9	9.7	10.7	11.9	13.2	14.8
7.8%	7.3	8.0	8.8	9.7	10.8	12.0	13.5
8.3%	6.4	7.0	7.8	8.7	9.7	10.9	12.3

Źródło: BM Pekao

Wycena porównawcza

Nasza wycena spółek porównywalnych została przedstawiona w celach ilustracyjnych, ponieważ przyjmujemy wagę 0%.

	Kraj	Mcap (EURmn)	YTD zwrot	LTM zwrot	EV/EBITDA (x)			P/E (x)			DY (%)		
					2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Spółki energetyczne													
IBERDROLA	ES	105,818	23.6%	39.4%	10.0	9.5	9.3	17.6	16.8	15.7	2.8%	3.2%	3.7%
ENEL	IT	84,221	20.3%	32.9%	7.2	6.9	6.6	12.2	11.9	11.6	4.8%	5.2%	5.6%
ENGIE	FR	48,925	31.2%	58.0%	5.8	6.2	6.6	10.3	10.9	10.4	6.2%	7.1%	7.2%
SSE	GB	23,916	15.7%	6.0%	9.4	9.6	8.2	11.8	12.0	10.0	0.0%	0.1%	0.0%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	FR	22,750	13.3%	12.0%	6.5	6.3	6.0	14.0	12.9	11.8	3.6%	4.1%	4.6%
RWE	DE	27,254	27.1%	14.3%	7.1	6.4	5.9	17.5	15.8	13.0	2.5%	2.7%	3.0%
EDP	PT	15,941	23.3%	12.2%	7.3	7.3	7.6	13.0	13.3	13.2	5.0%	5.3%	5.2%
CENTRICA	GB	9,165	20.8%	21.3%	5.1	4.3	4.0	11.8	11.2	11.2	0.0%	0.0%	0.0%
ENDESA	ES	28,809	31.0%	60.4%	7.3	7.2	6.9	14.1	13.7	13.7	5.3%	3.7%	4.4%
FORTUM	FI	14,204	21.4%	28.3%	12.1	11.2	11.4	16.7	18.5	19.2	5.6%	6.6%	6.5%
BKW	CH	9,884	16.4%	22.0%	10.6	9.3	9.8	18.4	15.5	17.1	1.7%	1.9%	2.2%
A2A	IT	7,318	8.9%	28.4%	5.7	5.6	5.9	10.6	10.7	10.6	3.6%	3.9%	4.3%
DRAX GROUP	GB	2,818	6.6%	45.2%	4.0	5.5	5.8	6.0	9.8	11.3	0.0%	0.0%	0.0%
AB IGNITIS GRUPE	LT	1,495	5.5%	20.9%	5.9	4.9	5.4	8.1	6.8	6.5	6.1%	6.2%	6.4%
PUBLIC POWER CORP	GR	5,114	12.2%	26.3%	4.0	4.2	4.5	11.8	9.1	7.2	na	1.5%	2.8%
NATURGY ENERGY	ES	26,529	17.0%	41.0%	8.3	8.2	8.1	14.5	15.2	15.0	4.4%	5.0%	5.1%
EVN	AT	4,254	7.5%	-17.4%	6.6	6.8	6.5	10.1	9.9	9.4	2.1%	4.8%	4.4%
HIDROELECTRICA	RO	10,782	-0.4%	4.6%	na	8.5	8.8	14.7	12.5	13.2	na	9.7%	8.0%
ROMANDE ENERGIE	CH	1,276	-2.8%	-24.0%	9.1	8.7	9.0	26.4	19.3	23.3	3.5%	3.6%	3.4%
Średnia		23,709	15.7%	22.7%	7.3	7.2	7.2	13.7	12.9	12.8	3.4%	3.9%	4.1%
Mediana		14,204	16.4%	22.0%	7.1	6.9	6.6	13.0	12.5	11.8	3.6%	3.9%	4.4%
ZE PAK	PL	272	66.3%	22.4%	20.2x	40.3x	9.8x	65.2x	43.4x	11.9x	0%	0%	0%
Premia/dyskonto vs. Peersy					165%	411%	32%	373%	236%	-19%			
Implikowana wartość na akcję (PLN/sh)					na	na	na	4.6	6.7	23.1			

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Czynniki ryzyka

Ryzyko niezamknięcia finansowania projektu budowy bloku gazowo-parowego Adamów.

ZE PAK nie zamknął jeszcze finansowania dla projektu gazowego. Skala inwestycji uniemożliwia wyłącznie finansowanie wewnętrzne, przez co w przypadku braku zamknięcia finansowania projekt realizacja projektu może ulec przedłużeniu, a w najgorszym scenariuszu nawet zupełnie się zatrzymać. Biorąc pod uwagę wypowiedzi prezesa ZE PAK, wydaje się, że ryzyko jest to ograniczone z uwagi, że w ostateczności w zapewnieniu finansowania pomoże główny akcjonariusz (grupa Cyfrowy Polsat).

Ryzyko cen energii elektrycznej, gazu i CO₂. Niższe ceny energii elektrycznej oraz wyższe koszty gazu i CO₂ mają negatywny wpływ na rentowność bloków gazowych. Jednocześnie niższe ceny energii elektrycznej i koszty CO₂ mają negatywny wpływ na rentowność bloku opalanego węglem brunatnym.

Szybszy niż oczekiwano rozwój odnawialnych źródeł energii i magazynów energii.

Rozwój odnawialnych źródeł energii może mieć wpływ na wskaźniki wykorzystania mocy źródeł gazowych i obniżyć ceny energii elektrycznej, co z kolei może zmniejszyć rentowność projektów gazowych. Istnieje również ryzyko związane ze wskaźnikiem wykorzystania mocy dla bloków na węgiel brunatny, ale uważamy, że spółka zamknie te bloki w 2026e, więc ogólne ryzyko jest stosunkowo nieistotne w porównaniu z innymi rodzajami ryzyka.

Ryzyko wzrostu kosztów budowy i opóźnień w oddaniu do użytku. Rosnące koszty mogą obniżyć rentowność projektów oraz ich opłacalność. Ryzyko jest to ograniczone do wzrostu kosztu prac budowlanych z uwagi na zakontraktowanie i dostarczenie wszystkich elementów elektrowni gazowej na plac budowy.

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

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

Wyższe niż zakładano koszty rekultywacji. ZE PAK odpowiada za rekultywację terenów, na których wydobywano węgiel brunatny oraz na bieżąco rekultywuje nieeksploatowane części składowisk. Na koniec 1Q'25 spółka wykazała rezerwy rekultywacyjne w wysokości 534 mln zł, które będą musiały zostać pokryte w kolejnych latach.

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

Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	3,106	2,185	1,246	685	911	2,050
EBITDA	729	282	83	58	233	554
EBITDA powtarzalna	928	105	44	9	195	496
EBIT	689	265	67	43	180	431
Przychody/(koszty) finansowe i pozostałe	-7	-23	-38	-10	-57	-55
Zysk przed opodatkowaniem	682	241	30	34	123	376
Podatek	-124	21	-12	-6	-23	-71
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0	-1
Zysk netto znorm.	558	263	18	27	100	304
Zysk netto na akcję	10.99	5.17	0.36	0.54	1.96	5.98
Bilans	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe ogółem	1,998	1,569	861	640	482	492
Gotówka i ekwiwalenty	534	506	247	268	374	384
Inne aktywa obrotowe	1,464	1,063	614	372	108	108
Razem środki trwałe	1,592	2,281	3,139	4,039	4,295	5,589
Rzeczowe aktywa trwałe	330	612	1,482	2,318	2,515	3,751
Inne środki trwałe	1,262	1,669	1,657	1,721	1,780	1,837
Aktywa ogółem	3,590	3,850	4,000	4,679	4,776	6,081
Zobowiązania krótkoterminowe	1,099	1,055	486	438	385	385
Dług krótkoterminowy	4	5	5	5	5	5
Inne zobowiązania bieżące	1,095	1,050	482	433	381	381
Zobowiązania długoterminowe	579	620	1,320	2,020	2,070	3,070
Długoterminowe zadłużenie	36	29	723	1,423	1,473	2,473
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	544	591	597	597	597	597
Kapitał własny	1,912	2,173	2,192	2,219	2,319	2,623
Mniejszości	-	2	2	2	2	3
Razem kapitał własny i pasywa	3,590	3,850	4,000	4,679	4,776	6,081
Dług netto	(494)	(472)	481	1,160	1,104	2,094
Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto przed opodatkowaniem	558	263	18	27	100	304
Podatki i amortyzacja	39	17	15	15	53	123
Pozostałe (w tym WC)	(919)	200	(103)	140	211	(3)
Operacyjne przepływy pieniężne	(322)	480	(70)	182	363	425
Wydatki inwestycyjne	(576)	(482)	(852)	(850)	(250)	(1,360)
Pozostałe	87	3	(4)	-	-	-
Przepływy z działalności inwestycyjnej	(489)	(478)	(855)	(850)	(250)	(1,360)
Dywidendy	-	-	-	-	-	-
Pozostałe	(1)	(30)	666	690	(7)	945
Przepływy z działalności finansowej	(1)	(30)	666	690	(7)	945
Zmiana gotówki	(929)	(28)	(259)	22	106	10
Gotówka na koniec okresu	534	506	247	268	374	384
zmiana r/r						
Przychody	-26%	-30%	-43%	-45%	33%	125%
EBITDA	86%	-61%	-71%	-30%	301%	138%
EBIT	96%	-62%	-75%	-35%	315%	139%
Zysk netto	159%	-53%	-93%	50%	266%	205%
Zysk netto na akcję	159%	-53%	-93%	50%	266%	205%
Marże						
EBITDA	23.5%	12.9%	6.6%	8.5%	25.6%	27.0%
EBITDA powtarzalna	29.9%	4.8%	3.6%	1.3%	21.3%	24.2%
EBIT	22.2%	12.1%	5.4%	6.3%	19.8%	21.0%
Zysk netto	18.0%	12.0%	1.5%	4.0%	10.9%	14.8%
ROE	42.4%	12.9%	0.8%	1.2%	4.4%	12.3%
Wskaźniki bilansowe						
BVPS (zł)	37.6	42.8	43.1	43.7	45.6	51.6
Dług netto/EBITDA	(0.7x)	(1.7x)	5.8x	19.9x	4.7x	3.8x
Dług bankowy/kapitał własny	2%	2%	33%	64%	64%	94%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk na akcję (GAAP)	4.24	10.99	5.17	0.36	0.54	1.96	5.98
Przychody	4,200	3,106	2,185	1,246	685	911	2,050
EBIT	351	689	265	67	43	180	431
EBITDA	391	729	282	83	58	233	554
Zysk netto (GAAP)	215	558	263	18	27	100	304
Dług netto	(291)	(494)	(472)	481	1,160	1,104	2,094
BPS	14.2	37.6	42.8	43.1	43.7	45.6	51.6
DPS	-	-	-	-	-	-	-
ROE %	34.5%	42.4%	12.9%	0.8%	1.2%	4.4%	12.3%
ROA %	5.5%	13.7%	7.1%	0.5%	0.6%	2.1%	5.6%
Deprecjacja	0	0	0	0	0	0	0
Amortyzacja	40	39	17	15	15	53	123
Free Cash Flow	956	(929)	(28)	(259)	22	106	10
CAPEX	(602)	(576)	(482)	(852)	(850)	(250)	(1,360)

Źródło: Spółka, BM Pekao

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 3 LIPCA 2025 O GODZ. 7:20 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 3 LIPCA 2025 O GODZ. 7:35 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 jest kierowana do klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych przez BM, 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.

Przygotowując materiał uwzględniono/zapoznano się z przestrzeganiem przez daną spółkę „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2021” w oparciu o narzędzie informatyczne GPW „Skaner Dobrych Praktyk”

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 analiz inwestycyjnych stanowiących rekomendacje znajduje się w Serwisie Dystrybucyjnym (zgodnie z definicją zawartą w Regulaminie świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych przez Biuro Maklerskie Pekao).

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.

UJAWNIAENIA 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 Poli 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; Santier Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Andrzej Kędzierski	Analityk	ZE PAK	0	Brak	Nie dotyczy	Nie dotyczy

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie hilować 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 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 osiągane szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo 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 C/Z – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

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

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

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

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

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

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

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

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

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation i 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