

ZE PAK

Sprzedaż CCGT Adamów jest obecnie kluczowym story

Dla oceny ZE PAK kluczowa obecnie nie jest działalność oparta na wytwarzaniu energii z węgla brunatnego, która i tak pomimo wymagających warunków rynkowych osiąga relatywnie solidne wyniki, lecz przyszłość projektu gazowego i jego potencjalna sprzedaż.

Naszym zdaniem przejęcie projektu gazowego oraz pozostałego udziału w przedsięwzięciu jądrowym przez PGE wydaje się wysoce prawdopodobne. Potwierdzeniem tego jest ogłoszona niedawno strategia PGE, zakładająca rozwój do 10 GW mocy gazowych w nadchodzących latach (obecnie 1,4 GW). Choć strategia nie odnosi się bezpośrednio do projektu Adamów realizowanego przez ZE PAK, zawiera wzmiankę o nieokreślonych „potencjalnych M&A”. Biorąc pod uwagę obecny globalny niedobór turbin gazowych i czas oczekiwania na turbiny CCGT wynoszący 3–5 lat z uwagi na rosnący popyt, przejęcie projektu ZE PAK z pewnością ułatwiłoby realizację strategicznych celów PGE.

Konserwatywnie szacujemy wartość transakcji na około 1,65 mld zł, co stanowi nieznaczną korektę w dół względem naszej wcześniejszej rekomendacji i odzwierciedla wzrost stopy wolnej od ryzyka z 5,4% do 5,6%. Według naszych prognoz całkowite nakłady inwestycyjne na moment rozliczenia transakcji wyniosą około 1,6 mld zł, co oznaczałoby sprzedaż projektu niemal po kosztach (istotnie niższych niż obecne poziomy rynkowe). ZE PAK realizuje projekt przy szacunkowym koszcie 4,6 mln zł za MW, podczas gdy obecny koszt podobnych projektów mieści się w przedziale 5,5-7,0 mln zł za MW.

W przypadku scenariusza „fire sale” zakładamy, że doszłoby do dyskonta na poziomie 30-40%. Przyjmując rynkowy koszt odtworzenia w wysokości 6 mln zł za MW, całkowita wartość odtworzeniowa projektu Adamów CCGT wyniosłaby około 3,4 mld zł. Zakładając, że nabywca musiałby zainwestować jeszcze około 1 mld zł na dokończenie projektu, wartość odtworzeniowa już poniesionych nakładów wyniosłaby około 2,4 mld zł. Zastosowanie dyskonta 30-40% implikowałoby wycenę rzędu 1,4-1,7 mld zł. Biorąc pod uwagę naszą wycenę projektu metodą DCF na poziomie ponad 1,65 mld zł, **uważamy, że ryzyko sprzedaży poniżej tej wartości jest niskie.**

Bardziej prawdopodobnym ryzykiem jest opóźnienie transakcji, zwłaszcza że porozumienie z PGE dotyczące warunków przejęcia obowiązuje do końca czerwca 2025 roku, a do tej pory nie ogłoszono żadnych wiążących decyzji. **Zakładamy, że transakcja zostanie sfinalizowana do końca roku**, ponieważ finansowanie pomostowe wykorzystane przez ZE PAK do realizacji projektu gazowego wymaga spłaty do końca 2025 roku, co może wywierać presję na doprowadzenie do transakcji.

Warto również zauważyć, że poza projektem gazowym, ZE PAK posiada także inne wartościowe aktywa, w tym 49% udziałów w PAK-PCE. Spółka aktywnie rozwija także szereg innych projektów, w tym portfel projektów wiatrowych na lądzie o mocy 500 MW na etapie rozwoju, 200 MW projektów magazynowania energii we wczesnej fazie oraz projekt farmy PV o mocy 280 MW w Przykonie. Szacujemy łączną wartość tych aktywów na około 1,0 mld zł.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, **podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ i podnosimy cenę docelową akcji do 38,8 zł (43% 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	147	145
EBITDA	729	282	83	73	131	126
EBITDA znorm.	928	104	44	9	72	68
EBIT	682	241	31	88	190	134
Zysk netto	558	263	19	71	153	108
EPS (zł)	11.0	5.2	0.4	1.4	3.0	2.1
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (x)	2.0	3.5	70.8	19.3	9.0	12.7
EV/EBITDA (x)	0.9	1.6	1.7	3.2	6.5	12.6

Źródło: Spółka, BM Pekao

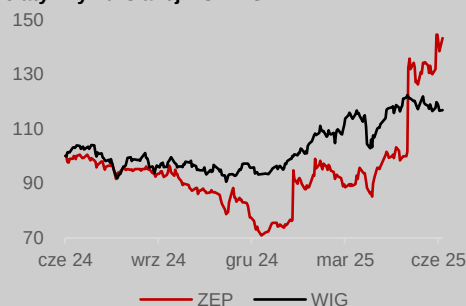
Kupuj (podtrzymana)

Cena docelowa **PLN 38,8**

Potencjał wzrostu **43%**
 Cena z 16 czerwca 2025 PLN 27,05

ESG rating **C**
Ocena końcowa ESG **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) 1,375
 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

■ Publikacja nowej strategii PGE (12 czerwca)

Z perspektywy ZE PAK i w kontekście potencjalnej transakcji z PGE, szczególnie istotne są plany PGE dotyczące rozwoju mocy gazowych i jądrowych. PGE planuje osiągnąć 5 GW zainstalowanej mocy gazowej do 2030 roku i 10 GW do 2035 roku, w porównaniu do obecnych 1,4 GW w Gryfinie oraz projektu w Rybniku o mocy 0,9 GW, który jest w budowie (do końca 2024 roku wydano już 1,5 mld zł z planowanej łącznej inwestycji w wysokości 4 mld zł). Całkowity koszt realizacji tych planów w latach 2025–2035 szacowany jest na 37 mld zł.

Po wyłączeniu projektów w Rybniku i Gryfinie, pozostała część inwestycji w wysokości 34,5 mld zł musi sfinansować niemal 8 GW nowej mocy. Oznacza to średni koszt około 4,5 mld zł za 1 GW. W ramach tych 8 GW około 6 GW ma być oparte na technologii OCGT (turbiny gazowe z otwartym obiegiem), która zazwyczaj wymaga około 30% niższych nakładów inwestycyjnych niż systemy CCGT (z zamkniętym obiegiem). Biorąc to pod uwagę, szacujemy, że PGE przyjęła średnie nakłady inwestycyjne na poziomie około 6 mln zł za MW dla projektów CCGT i 4 mln zł za MW dla OCGT. Choć projekt CCGT w Adamowie nie został jednoznacznie wskazany w dokumentach strategicznych PGE, wzmianka o „potencjalnych M&A” sugeruje, że projekt ten może być nadal brany pod uwagę.

PGE planuje również zainwestować kilkaset milionów złotych w analizy lokalizacyjne dla drugiej elektrowni jądrowej w Polsce. Wśród lokalizacji przewidzianych do oceny znajdują się Bełchatów, Turów i Konin – ten ostatni obecnie należy do ZE PAK.

■ Budżet programu wsparcia magazynowania energii przekroczony siedmiokrotnie (9 czerwca)

Jednym z projektów rozważanych obecnie przez ZE PAK jest budowa magazynów energii o mocy 200 MW. W naszej ostatniej rekomendacji podkreślaliśmy, że takie projekty mogą skorzystać z bardzo atrakcyjnych dotacji. Jednak uzyskanie tych dotacji może być trudne, ponieważ według WysokieNapiecie.pl budżet programu wsparcia magazynowania energii został przekroczony niemal siedmiokrotnie. Program dysponował budżetem w wysokości 4,15 mld zł, w tym do 3,73 mld zł w formie dotacji (do 45% kosztów inwestycji) i 415 mln zł w formie pożyczek. Wnioski można było składać do końca maja.

Według danych zbiorczych przekazanych WysokieNapiecie.pl przez biuro prasowe Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (NFOŚiGW), złożono łącznie 627 wniosków, opiewających na około 27,6 mld zł wsparcia. Z tego około 25,4 mld zł stanowiły wnioski o dotacje. Łącznie wnioski dotyczą budowy magazynów energii o mocy 20,6 GW i łącznej pojemności 122,3 GWh. Całkowita wartość planowanych projektów szacowana jest na około 70 mld zł.

Tak duże zainteresowanie oznacza, że wsparcie dotacyjne otrzyma tylko niewielka część projektów, szacujemy, że zakwalifikuje się zaledwie około 15% z nich. Dane zbiorcze wskazują także, że inwestorzy szacują średni koszt budowy 1 MW magazynu energii w Polsce na około 3,4 mln zł.

■ Publikacja wyników za 1Q'25 (30 maja)

Wyniki były poniżej naszych oczekiwań oraz konsensusu (choć należy zauważyć, że konsensus składał się zaledwie z dwóch prognoz, w tym naszej). Niemniej same wyniki oceniamy jako neutralne. W porównaniu do naszych założeń, skonsolidowany wynik PAK-PCE był negatywnym zaskoczeniem. Zakładaliśmy, że PAK-PCE wniesie około 10 mln zł do EBITDA w 1Q'25, tymczasem faktyczny wynik wyniósł -3,4 mln zł. Pozytywnie zaskoczyły natomiast wyniki podstawowej działalności (segmenty wytwarzania i wydobywania), które przewyższyły nasze oczekiwania, osiągając +5 mln zł wobec naszej prognozy 0 mln zł. Jest to

szczególnie warte odnotowania, biorąc pod uwagę, że zakładaliśmy wpływ z rynku mocy na poziomie około 20 mln zł w 1Q'25, podczas gdy faktycznie wyniosły one tylko 7 mln zł.

Patrząc w przyszłość, spodziewamy się, że przychody z rynku mocy w drugim kwartale mogą pozostać ograniczone, ale od 3Q'25 sytuacja powinna się poprawić, ponieważ spółka ogłosiła pozyskanie nowych kontraktów mocowych, które mają przynieść około 33 mln zł kwartalnie. Pozytywnym sygnałem jest dalszy spadek jednostkowego kosztu wydobycia węgla brunatnego (spadek o 31% k/k), co umożliwiło osiągnięcie pozytywnego wyniku w działalności podstawowej mimo spadku cen energii (średnia cena realizowana spadła z 836 zł/MWh do 597 zł/MWh k/k).

ZE PAK poinformował również, że na koniec pierwszego kwartału 2025 roku zaawansowanie projektu CCGT wynosi 49,6%. Dodatkowo jednym z obecnie analizowanych projektów jest modernizacja jednostki węglowej o mocy 474 MW w Elektrowni Pątnów w celu przystosowania jej do spalania gazu ziemnego. ZE PAK uzyskał już warunki przyłączenia do sieci gazowej i złożył wniosek o warunki przyłączenia do sieci elektroenergetycznej, obecnie oczekuje na ich zatwierdzenie. Na tym etapie pozostajemy jednak sceptyczni. Dotychczas w Polsce nie przeprowadzono konwersji jednostki o takiej skali. Przeszłe konwersje dotyczyły głównie przejścia z węgla na biomasę, a nie na gaz. Nawet jeśli taka konwersja byłaby możliwa, naszym zdaniem trudno byłoby przygotować projekt na tyle szybko, aby mógł wziąć udział w tegorocznych aukcjach rynku mocy. Ze względu na swoją specyfikę, projekt potrzebuje przychodów z rynku mocy i jeśli miałby wystartować w przyszłorocznej aukcji rynku mocy, to mówimy o potencjalnym uruchomieniu w okolicach 2031e.

ZE PAK: 1Q'25 Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (PLNmn)	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons.
Przychody	829	520	522	521	623	309	-40%	-50%	330	-6%	362	-14%
EBITDA powtarzalna	219	-4	28	-8	89	-2	-50%	na	0	na		
EBITDA	445	27	93	33	129	-5	na	na	10	na	20	na
Wytwarzanie	332	-91	-15	-11	138	-32	-65%	na	-4	689%		na
Wydobycie	220	124	72	22	-28	37	-70%	na	4	na		na
Pozostałe	-107	-7	36	22	18	-11	64%	na	10	na		na
EBIT	419	23	89	30	122	-9	na	na	7	na	17	na
Zysk netto	335	-5	110	33	124	-14	197%	na	1	na	11	na
Marża EBITDA	54%	5%	18%	6%	21%	-2%			3%		6%	
Marża EBIT	51%	4%	17%	6%	20%	-3%			2%		5%	
Marża zysku netto	40%	-1%	21%	6%	20%	-4%			0%		3%	
Zadłużenie												
OCF	-57	104	252	92	32	96	-7%	203%	75	29%		
% EBITDA	-13%	389%	271%	278%	25%	na						
CAPEX	-484	-3	-365	-25	-89	-187	na	111%	-205	-9%		
Dług netto	-494	-643	-464	-532	-472	-384	-40%	-19%	-331	16%		
Dług netto skorygowany*	222	157	459	537	129	368	134%	185%	270	36%		
ND / EBITDA	-0.5x	-0.9x	-0.9x	-2.3x	-1.7x	-1.5x	79%	-8%	-1.2x	23%		
ND skor. / EBITDA	0.2x	0.2x	0.9x	2.3x	0.5x	1.5x	601%	221%	1.0x	45%		
Dane operacyjne												
Wytwarzanie												
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.20	0.27	0.31	0.39	0.46	0.41	52%	-12%	0.41	0%		
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.25	0.23	0.19	0.12	0.08	0.05	-78%	-38%	0.12	-57%		
Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)	1,388	696	731	722	836	597	-14%	-29%	580	3%		
Emisja CO2 (mnt)	0.29	0.35	0.40	0.50	0.60	0.49	40%	-18%	0.50	-2%		
Zrealizowana cena CO2 (PLN/t)	297	406	398	381	288	275	-32%	-5%	285	-4%		
Koszt CO2 per MWh	431	526	514	493	373	328	-38%	-12%	347	-5%		
Współczynnik emisji (t/MWh)	1.45	1.30	1.29	1.30	1.29	1.20	-8%	-8%	1.21	-2%		
Spread (cena energii-CO2, PLN/MWh)	957	169	217	228	464	269	59%	-42%	233	15%		
Wydobycie												
Zużycie węgla (mnt)	0.31	0.36	0.39	0.53	0.62	0.51	42%	-18%	0.50	2%		
Implikowany koszt wydobycia (PLN/t)	264	263	312	246	178	123	-53%	-31%	180	-32%		
Przychody na tonę (PLN/t)	605	586	455	279	147	233	-60%	59%	184	27%		

*Obejmuje rezerwy netto na uprawnienia do emisji CO2, rezerwy na rekultywację terenu oraz rezerwy na rekultywację składowisk popiołów i koszty likwidacji środków trwałych.

Źródło: Spółka, BM Pekao



Zmiany szacunków

Wyniki 1Q'25 pokazały, że ZE PAK jest w stanie dalej obniżać koszty wydobycia węgla brunatnego, skuteczniej niż wcześniej zakładaliśmy. Wprowadzone zmiany odzwierciedlają przede wszystkim zrewidowane założenie niższych kosztów wydobycia węgla brunatnego w stosunku do wcześniejszych szacunków. Obecnie zakładamy koszt na poziomie 162/152 PLN/t w 2025/26e wobec 208/200 PLN/t w poprzedniej rekomendacji.

Zmiana szacunków

	Było	2025e Obecnie	Zmiana	Było	2026e Obecnie	Zmiana	Było	2027e Obecnie	Zmiana
Przychody	1,348	1,246	-8%	661	685	4%	147	147	0%
EBITDA	66	83	25%	68	73	8%	137	131	-5%
EBITDA powtarz.	19	44	134%	-3	9	na	75	72	-3%
EBIT	49	67	37%	52	59	13%	118	111	-6%
Zysk netto	8	19	143%	66	71	8%	122	113	-7%

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%. Nie uwzględniamy wyceny mnożnikowej w wycenie 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 5,6% (4% w okresie rezydualnym),
- Beta 1,0,
- Premia za ryzyko 6,0% (5% w okresie rezydualnym)
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (g) w wys. 0%.

ZE PAK: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	zł na akcję	Waga (%)
12M wycena SOTP	38.8	100%
12M wycena mnożnikowa	16.2	0%
12M Cena docelowa	38.8	
Obecna cena	27.05	
Upside/Downside vs. obecna cena	43%	

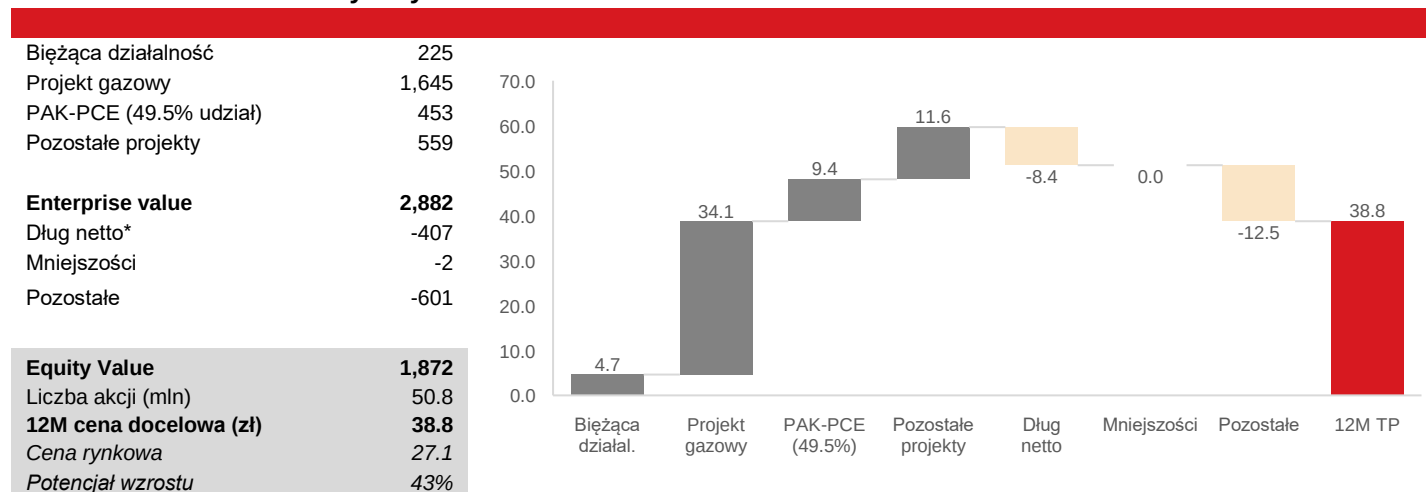
Źródło: BM Pekao

Inne projekty obejmują wycenę DCF farmy fotowoltaicznej o mocy 280 MW w Przykonia (23 mln zł), portfel projektów lądowych wiatrowych o mocy 500 MW na etapie rozwoju (290 mln zł) i projekty magazynowania energii o mocy 200 MW na wczesnym etapie rozwoju (236 mln zł) oraz wpływy ze sprzedaży projektu jądrowego w Koninie (10 mln zł)

W przypadku wyceny farm PV i wiatrowych zakładamy docelową strukturę zadłużenia na poziomie 30% kapitału własnego i 70% długu oraz finansowanie 50/50 dla magazynowania energii. Zwracamy również uwagę, że nie uwzględniamy w naszej wycenie aktywów PAK-PCE związanych z projektami wodorowymi lub 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 38,8 zł na akcję (43% potencjał wzrostu).

ZE PAK: Podsumowanie wyceny SOTP



Źródło: BM Pekao

* bez wpływów ze sprzedaży projektu gazowego (wykazanego oddzielnie jako „Projekt gazowy”)



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	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	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	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%
Koszt długu	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	6.5%
Koszt długu po podatku	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	5.3%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	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	131	117	1	1	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	140	118	2	2	1	1	1	1	1	1	0
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											0%
Wartość rezydualna											0
Współczynnik dyskontujący	0.90	0.80	0.72	0.64	0.58	0.52	0.46	0.42	0.37	0.33	0.31
Zdyskontowane przepływy	125	95	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Enterprise value	225										
Wzrost przychodów	-43%	-93%	3%	2%	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 zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) dla projektu gazowego. Nasza analiza zakłada docelową strukturę finansowania na poziomie 50% długu i 50% kapitału własnego

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	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	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%
Koszt długu	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	6.5%
Koszt długu po podatku	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	5.3%
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%	7.1%

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	-14	179	431	418	419	393	332	322	318	322	322
EBIT	-14	127	327	314	315	289	228	218	214	218	218
Podatek od EBIT	0	-24	-62	-60	-60	-55	-43	-41	-41	-41	-41
NOPAT	-14	103	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	
FCFF	-814	-132	265	373	369	342	309	286	279	279	177
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											0%
Wartość rezydualna											2,475
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	-111	204	263	239	203	168	142	128	117	1,038

Enterprise value **1,645**

Wzrost przychodów	0%	0%	120%	-8%	-5%	-3%	-12%	-3%	-2%	1%	0%
Marża EBIT	0%	15%	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%
6.1%	34.1	35.7	37.6	39.8	42.4	45.7	49.7
6.6%	32.7	34.1	35.7	37.6	39.8	42.4	45.7
7.1%	31.4	32.7	34.1	35.7	37.6	39.8	42.4
7.6%	30.3	31.4	32.7	34.1	35.7	37.6	39.8
8.1%	29.4	30.3	31.4	32.7	34.1	35.7	37.6

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

WACC / CSS spread (zł/MWh)

	-30	-20	-10	0	10	20	30
6.1%	23.1	27.9	32.8	37.6	42.4	47.2	52.0
6.6%	21.8	26.4	31.1	35.7	40.3	45.0	49.6
7.1%	20.6	25.1	29.6	34.1	38.6	43.0	47.5
7.6%	19.6	24.0	28.3	32.7	37.0	41.4	45.7
8.1%	18.7	23.0	27.2	31.4	35.7	39.9	44.1

Źródło: BM Pekao

Poniżej nasza wycena DCF akcji PAK-PCE (49,5%). PAK-PCE nie raportuje zadłużenia netto dla projektów lądowych 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 Drzewo. 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	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	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	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%
Koszt długu	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	6.5%
Koszt długu po podatku	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	5.3%
Waga kapitału własnego	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
WACC	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	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	0.79	0.73	0.68	0.63	0.58	0.54	0.50	0.46	0.43
Zdyskontowane przepływy	285	248	224	193	170	156	119	106	95	87	1,233
Enterprise value	2,916										
Dług netto	2,000										
Pozostałe	0										
Equity value	916										
Equity value, 49.5% udział	453										

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%
6.1%	8.4	9.2	10.0	11.0	12.2	13.5	15.1
6.6%	8.1	8.9	9.7	10.7	11.8	13.1	14.7
6.4%	7.8	8.6	9.4	10.3	11.4	12.8	14.3
7.6%	7.5	8.3	9.1	10.0	11.1	12.4	13.9
8.1%	7.2	7.9	8.8	9.7	10.8	12.0	13.5

Źródło: BM Pekao

Wycena porównawcza

Nasza wycena spółek porównywalnych została przedstawiona w celach ilustracyjnych, ponieważ ma 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	104,047	21.5%	39.3%	9.9	9.4	9.2	17.2	16.5	15.4	2.9%	3.3%	3.8%
ENEL	IT	80,774	15.4%	29.8%	7.1	6.8	6.5	11.7	11.4	11.1	5.0%	5.4%	5.8%
ENGIE	FR	48,328	29.6%	58.2%	5.8	6.2	6.6	10.1	10.7	10.3	6.3%	7.2%	7.3%
SSE	GB	23,466	12.7%	5.6%	9.3	9.3	7.9	11.5	11.5	9.5	0.0%	0.1%	0.0%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	FR	22,345	11.3%	7.9%	6.5	6.2	5.9	13.7	12.6	11.5	3.7%	4.2%	4.7%
RWE	DE	26,481	23.5%	9.2%	6.9	6.3	5.7	17.0	15.4	12.6	2.5%	2.8%	3.1%
EDP	PT	15,029	16.2%	3.6%	7.1	7.0	7.4	12.3	12.5	12.5	5.3%	5.7%	5.6%
CENTRICA	GB	9,565	24.6%	31.7%	5.2	4.5	4.2	12.0	11.5	11.6	0.0%	0.0%	0.0%
ENDESA	ES	28,300	28.7%	55.7%	7.2	7.1	6.8	13.8	13.5	13.4	5.4%	3.8%	4.5%
FORTUM	FI	14,325	22.4%	28.9%	12.2	11.3	11.5	16.9	18.7	19.3	5.5%	6.5%	6.4%
BKW	CH	9,675	14.8%	25.6%	10.5	9.3	9.6	18.1	15.4	16.5	1.7%	2.0%	2.2%
A2A	IT	7,337	9.2%	29.2%	5.7	5.6	5.9	10.6	10.7	10.7	3.6%	3.9%	4.3%
DRAX GROUP	GB	2,727	1.6%	40.3%	3.9	5.3	5.7	5.8	9.4	10.9	0.0%	0.0%	0.0%
AB IGNITIS GRUPE	LT	1,513	6.7%	18.6%	5.9	4.9	5.4	8.2	6.8	6.6	6.0%	6.2%	6.3%
PUBLIC POWER CORP	GR	5,089	11.7%	28.3%	4.0	4.1	4.4	11.9	8.8	7.0	na	1.5%	2.8%
NATURGY ENERGY	ES	25,714	13.4%	34.9%	8.1	8.0	8.0	13.9	14.6	14.5	4.5%	5.1%	5.3%
EVN	AT	4,263	7.7%	-15.5%	6.4	6.7	6.2	10.0	10.0	9.8	2.1%	4.8%	4.4%
HIDROELECTRICA	RO	10,720	-1.8%	4.9%	na	8.4	8.7	14.5	12.3	13.0	na	9.9%	8.1%
ROMANDE ENERGIE	CH	1,318	1.2%	-21.2%	7.5	7.8	9.1	25.1	17.2	34.8	3.4%	3.5%	3.3%
Średnia		23,211	14.2%	21.9%	7.2	7.1	7.1	13.4	12.6	13.2	3.4%	4.0%	4.1%
Mediana		14,325	13.4%	28.3%	7.0	6.8	6.6	12.3	12.3	11.6	3.6%	3.9%	4.4%
ZE PAK	PL	315	93.0%	37.5%	3.1x	26.8x	11.8x	70.8x	19.3x	9.0x	0%	0%	0%
Premia/dyskonto vs. Peersy					-59%	240%	59%	413%	49%	-39%			
Implikowana wartość na akcję (PLN/sh)					neg.	neg.	7.8	4.7	17.2	35.0			

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z przejęciem CCGT Adamów przez PGE. Wycena projektu gazowego jest bardzo wrażliwa na szereg założeń, w szczególności dotyczących nakładów inwestycyjnych, ewolucji clean spark spreadu (CSS) i współczynnika wykorzystania mocy, co oznacza, że cena nabycia zaproponowana przez PGE może znacznie różnić się od naszych szacunków (w obu kierunkach). Co więcej, brakuje nam porównywalnych konwencjonalnych projektów tej skali, które zmieniły właściciela na etapie budowy, co utrudnia analizę porównawczą. W naszej ocenie, prawdopodobieństwo, że do transakcji nie dojdzie jest niskie, biorąc pod uwagę zamierzania PGE w zakresie rozwoju nowych mocy gazowych.

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 2026, więc ogólne ryzyko jest stosunkowo nieistotne w porównaniu z innymi rodzajami ryzyka.

Ryzyko niezamknięcia finansowania budowy bloku gazowo-parowego Adamów. ZE PAK nie zamknął jeszcze finansowania zewnętrznego dla projektu. Skala inwestycji uniemożliwia jej finansowanie wewnętrzne. Finansowanie zewnętrzne jest kluczowe dla powodzenia projektu, jeżeli nie dojdzie do jego sprzedaży. Uważamy, że ryzyko to zostanie ograniczone poprzez sprzedaż projektu gazowego.

Ryzyko wzrostu kosztów budowy i opóźnień w oddaniu do użytku. Rosnące koszty mogą obniżyć rentowność projektów. Ponieważ zakładamy, że CCGT Adamów zostanie sprzedany, jest to związane głównie z trwającymi projektami odnawialnymi. Zarówno PV w Przykonia, jak i lądowe projekty wiatrowe są narażone na to ryzyko. Uważamy, że ryzyko to jest niższe w przypadku magazynowania baterii, ponieważ w ostatnich miesiącach obserwujemy spadek nakładów inwestycyjnych.

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 zł 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	147	145
EBITDA	729	282	83	73	131	126
EBITDA powtarzalna	928	104	44	9	72	68
EBIT	689	265	67	59	130	106
Przychody/(koszty) finansowe i pozostałe	-7	-23	-36	30	60	28
Zysk przed opodatkowaniem	682	241	31	88	190	134
Podatek	-124	21	-12	-17	-36	-25
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	-1	-1
Zysk netto znorm.	558	263	19	71	153	108
Zysk netto na akcję	10.99	5.17	0.38	1.40	3.02	2.12
Bilans	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe ogółem	1,998	1,569	1,908	1,558	692	463
Gotówka i ekwiwalenty	534	506	1,266	1,171	552	324
Inne aktywa obrotowe	1,464	1,063	641	387	140	139
Razem środki trwałe	1,592	2,281	3,139	3,539	4,507	5,345
Rzeczowe aktywa trwałe	330	612	1,482	1,818	2,727	3,507
Inne środki trwałe	1,262	1,669	1,657	1,721	1,780	1,837
Aktywa ogółem	3,590	3,850	5,047	5,097	5,199	5,808
Zobowiązania krótkoterminowe	1,099	1,055	587	541	488	488
Dług krótkoterminowy	4	5	5	5	5	5
Inne zobowiązania bieżące	1,095	1,050	582	536	483	484
Zobowiązania długoterminowe	579	620	620	620	620	1,120
Długoterminowe zadłużenie	36	29	23	23	23	523
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	544	591	597	597	597	597
Kapitał własny	1,912	2,173	3,839	3,935	4,088	4,196
Mniejszości	-	2	2	2	3	4
Razem kapitał własny i pasywa	3,590	3,850	5,047	5,097	5,199	5,808
Dług netto	(494)	(472)	(1,238)	(1,143)	(525)	204
Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto przed opodatkowaniem	558	263	19	71	153	108
Podatki i amortyzacja	39	17	15	15	1	19
Pozostałe (w tym WC)	(919)	200	(32)	115	76	(84)
Operacyjne przepływy pieniężne	(322)	480	2	201	231	44
Wydatki inwestycyjne	(576)	(482)	(852)	(350)	(910)	(800)
Pozostałe	87	3	1,642	25	-	-
Przepływy z działalności inwestycyjnej	(489)	(478)	790	(325)	(910)	(800)
Dywidendy	-	-	-	-	-	-
Pozostałe	(1)	(30)	(32)	30	60	528
Przepływy z działalności finansowej	(1)	(30)	(32)	30	60	528
Zmiana gotówki	(929)	(28)	760	(95)	(619)	(229)
Gotówka na koniec okresu	534	506	1,266	1,172	553	324
zmiana r/r						
Przychody	-26%	-30%	-43%	-45%	-79%	-2%
EBITDA	86%	-61%	-71%	-11%	78%	-4%
EBIT	96%	-62%	-75%	-13%	122%	-18%
Zysk netto	159%	-53%	-93%	267%	115%	-30%
Zysk netto na akcję	159%	-53%	-93%	267%	115%	-30%
Marże						
EBITDA	23.5%	12.9%	6.6%	10.7%	88.8%	86.9%
EBITDA powtarzalna	29.9%	4.8%	3.6%	1.3%	49.2%	47.1%
EBIT	22.2%	12.1%	5.4%	8.5%	88.3%	73.5%
Zysk netto	18.0%	12.0%	1.6%	10.4%	104.3%	74.6%
ROE	42.4%	12.9%	0.6%	1.8%	3.8%	2.6%
Wskaźniki bilansowe						
BVPS (zł)	37.6	42.8	75.5	77.4	80.4	82.6
Dług netto/EBITDA	(0.7x)	(1.7x)	(15.0x)	(15.6x)	(4.0x)	1.6x
Dług bankowy/kapitał własny	2%	2%	1%	1%	1%	13%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

Kluczowe dane finansowe	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk na akcję (GAAP)	10.99	5.17	0.38	1.40	3.02	2.12
Przychody	3,106	2,185	1,246	685	147	145
EBIT	689	265	67	59	130	106
EBITDA	729	282	83	73	131	126
Zysk netto (GAAP)	558	263	19	71	153	108
Dług netto	(494)	(472)	(1,238)	(1,143)	(525)	204
BPS	37.6	42.8	75.5	77.4	80.4	82.6
DPS	-	-	-	-	-	-
ROE %	42.4%	12.9%	0.6%	1.8%	3.8%	2.6%
ROA %	13.7%	7.1%	0.4%	1.4%	3.0%	2.0%
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0
Deprecjacja	39	17	15	15	1	19
Free Cash Flow	(929)	(28)	760	(95)	(619)	(229)
CAPEX	(576)	(482)	(852)	(350)	(910)	(800)

Źródło: Spółka, BM Pekao



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 18 CZERWCA 2025 O GODZ. 7:15 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 18 CZERWCA 2025 O GODZ. 7:30 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 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.

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 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, Expert	ZE PAK	0	Brak	Nie dotyczy	Nie dotyczy

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie hilać 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