

ZE PAK

Sprzedaż CCGT Adamów może odblokować ukrytą wartość

ZE PAK przechodzi fundamentalną transformację od produkcji energii opartej na węglu brunatnym do czystszej portfelu skoncentrowanego na odnawialnych źródłach energii i gazie. Uważamy, że kluczowym czynnikiem odblokowującym wartość może być sprzedaż projektu Adamów CCGT o mocy 562 MW, który według naszej oceny może zostać sprzedany pod koniec czerwca za 1,7 mld zł. Pozostawiłoby to spółkę z pozycją gotówkową netto (1,3 mld zł) na koniec 2025e przekraczającą obecną kapitalizację i wartość przedsiębiorstwa. Projekt korzysta z atrakcyjnego kontraktu mocowego, który podnosi jego wartość sprzedażową. Gdyby dziś rozpoczynać budowę projektu Adamów, koszt wyniósłby prawdopodobnie o 0,5–0,8 mld zł więcej, co sugeruje, że zakładany przez nas zysk ze sprzedaży w wysokości 0,1 mld zł może być konserwatywny, a potencjał wzrostu jeszcze większy. Niedawne strategiczne odniesienia PGE do tego projektu wzmacniają nasze przekonanie, że transakcja zakończy się sukcesem.

Po sprzedaży, ekspozycja ZE PAK na konwencjonalną generację ograniczy się do elektrowni Pątnów II, której wyłączenie planowane jest na 2026 rok, oraz do wyczerpującej się kopalni węgla brunatnego. **Spółka nadal będzie posiadać 49% udziałów w PAK-PCE, wspólnym przedsięwzięciu z Cyfrowym Polsatem.** Portfel ten, obejmujący 289 MW mocy wiatrowej, 91 MW fotowoltaiki i 105 MW biomasy, według naszych szacunków może generować 300–350 mln zł powtarzalnej EBITDA rocznie od 2026e. Konserwatywnie wyceniamy udział ZE PAK w PAK-PCE na jedynie 300 mln zł, choć ostatnie transakcje rynkowe sugerują potencjał wyceny co najmniej 2-krotnie wyższy od naszej bazowej wyceny.

ZE PAK aktywnie rozwija także własny portfel projektów OZE, w tym 500 MW mocy wiatrowej na łądzie, 280 MW fotowoltaiki i 200 MW magazynów energii. Projekt magazynów energii wyróżnia się ze względu na spadające w ostatnich miesiącach nakłady inwestycyjne oraz hojne dotacje publiczne pokrywające do 45% kosztów projektu. Wyceniamy projekt magazynów na 400 mln zł, a pipeline projektów PV i wiatrowych ZE PAK wnosi dodatkowe 310 mln zł do naszej wyceny, przy czym większość tej wartości przypada na 500 MW projekt wiatrowy w Opolu.

Jednocześnie ZE PAK analizuje dwa kolejne projekty CCGT o łącznej mocy 1,8 GW. Choć mogą one zostać sprzedane po osiągnięciu etapu gotowości do budowy, być może ponownie do PGE, nie uwzględniamy ich w naszej wycenie ze względu na wczesny etap rozwoju i niepewność finansowania.

Uwzględniając potencjalny bliski katalizator, aktualizujemy naszą rekomendację z Trzymaj do Kupuj i ustalamy cenę docelową na 37,9 zł/akcję (potencjał wzrostu o 101%).

ZE PAK: Kluczowe dane finansowe, 2022-2027e

mln zł o ile nie wskazano inaczej

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Przychody	4 200	3 106	2 185	1 348	661	147
EBITDA	391	729	282	66	68	137
EBITDA znorm.	421	928	-16	19	-3	75
EBIT	318	682	241	12	81	152
Zysk netto	215	558	263	8	66	122
EPS (zł)	4,2	11,0	5,2	0,2	1,3	2,4
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E (x)	5,1	2,0	3,5	124,1	14,6	7,8
EV/EBITDA (x)	3,3	0,9	1,6	(5,7)	4,4	2,6

Źródło: Spółka, BM Pekao

Kupuj (poprzednio Trzymaj)

Cena docelowa

PLN 37,9

Potencjał wzrostu

101%

Cena z 9 maja 2025

PLN 18,88

ESG rating

Ocena końcowa ESG

**C
0,84**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

1Q'25 wyniki	30 maja
2Q'25 wyniki	30 września
3Q'25 wyniki	28 listopada

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	ZEP PW
Free float (%)	15,2
MCAP (mln zł)	960
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

Investment story

ZE PAK przechodzi obecnie znaczącą transformację swojego modelu biznesowego. Przez lata spółka opierała się na produkcji energii z węgla brunatnego, ale zgodnie z globalną transformacją energetyczną postanowiła przestawić się na wytwarzanie energii elektrycznej z gazu i źródeł odnawialnych. Aby ułatwić tę zmianę, **ZE PAK rozpoczął projekt gazowy o mocy 562 MW w Adamowie**. Początkowo projekt wydawał się bardzo obiecujący po wygraniu kontraktu na moc po atrakcyjnej cenie 400 zł/kWh/rok. **Spółka ma jednak trudności z pozyskaniem finansowania dłużnego dla tego projektu**, ponieważ banki są mniej przychylnie projektom energetyki konwencjonalnej. W celu rozwiązania problemów finansowych **ZE PAK rozpoczął negocjacje z PGE w sprawie sprzedaży projektu gazowego. Sama sprzedaż projektu nie musi wcale oznaczać porażki.**

Naszym zdaniem **prawdopodobieństwo udanej transakcji jest wysokie**. Warto zauważyć, że podczas konferencji wynikowej za 4Q'24, PGE wyraźnie uwzględniła projekt CCGT Adamów w swojej strategii, co sugeruje strategiczne zamiary. Jednocześnie ZE PAK nie ma wewnętrznej zdolności finansowania, aby doprowadzić projekt do końca bez zaciągania dodatkowego długu. Chociaż spółka podpisała w kwietniu umowę kredytową z EFG na kwotę 600 mln zł, kwota ta umożliwia przede wszystkim kontynuowanie prac budowlanych bez wstrzymywania robót, ale znacznie odbiega od całkowitego zapotrzebowania na finansowanie. ZE PAK ujawnił bazowy CAPEX dla projektu w wysokości 2,35 mld zł. **Uwzględniając opóźnienia w realizacji projektu, prognozujemy łączny CAPEX na poziomie zbliżonym do 2,6 mld zł (4,6 mln zł na MW)**. Na koniec 2024 r. ZE PAK poniósł około 350 mln zł bezpośrednich nakładów inwestycyjnych i zapłacił około 450 mln zł zaliczek, a całkowite ukończenie projektu wyniosło 33%. Zakładając, że ZE PAK zainwestuje dodatkowe 800 mln zł w 2025e, całkowity zainwestowany kapitał (w tym zaliczki) wyniesie około 1,6 mld zł. **Oznacza to, że kupujący nadal będzie musiał zainwestować około 1 mld zł, aby ukończyć projekt.** Dlatego kluczowym pytaniem jest, jaką cenę sprzedaży ZE PAK może realistycznie osiągnąć.

Warto zaznaczyć, że umowa mocowa z 2021 roku podlega corocznej indeksacji i wartość kontraktu obecnie wynosi >550 zł/kW/rok. Biorąc pod uwagę wyniki innych aukcji mocy przeprowadzonych w ostatnich latach, jest to bardzo atrakcyjna stawka, która może być trudna do powtórzenia w kolejnych aukcjach. W rezultacie dodatkowo zwiększa to atrakcyjność projektu z perspektywy nabywcy.

ZE PAK zapewnił sobie bardzo korzystną cenę na rynku mocy dla CCGT Adamów

Cena na rynku mocy w aukcji głównej według roku dostawy

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
PLN per kW/rok	240	198	203	260	173	400	406	245	265

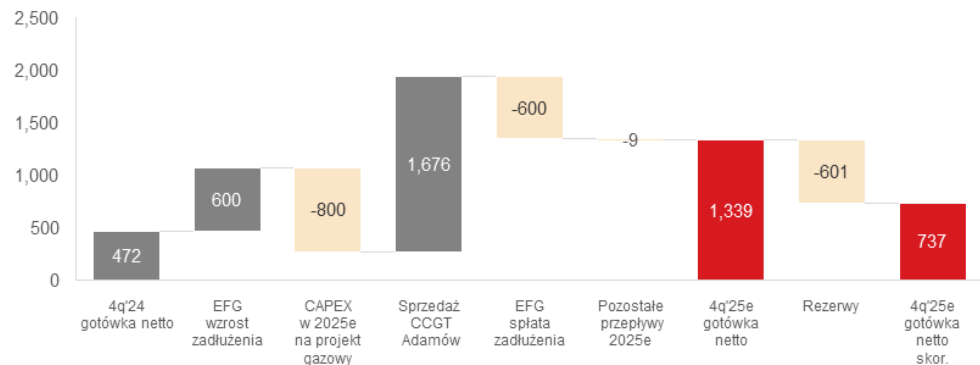
Źródło: PSE, BM Pekao

Szacujemy, że cena sprzedaży może wynieść około 1,7 mld zł w oparciu o naszą wycenę DCF. Nasza wycena zakłada konserwatywny CSS (clean spark spread) na poziomie ok. 73 zł/MWh i średni współczynnik wykorzystania mocy na poziomie 48% w horyzoncie 15 lat. Jest też miejsce na pozytywne zaskoczenie: benchmarki CAPEX dla branży znacząco wzrosły. Nawet przy naszym zrewidowanym założeniu kosztu projektu na poziomie 4,6 mln zł/MW, obecne kwotowania rynkowe sugerują koszty budowy CCGT w przedziale 5,5-6,0 mln zł/MW, głównie ze względu na inflację cen turbin. **Gdyby projekt Adamów został zakontraktowany dzisiaj, jego budowa kosztowałaby prawdopodobnie o 0,5-0,8 mld zł więcej, co sugeruje, że zakładany przez nas zysk na sprzedaży w wysokości 0,1 mld zł może być konserwatywny.**



Po sprzedaży CCGT Adamów gotówka przekroczy dzisiejszą wartość przedsiębiorstwa

Szacunki przepływów pieniężnych w 2025 r., wartości na koniec okresu



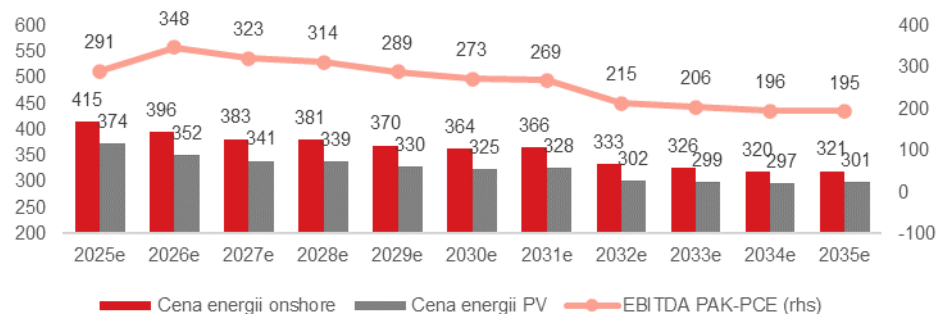
Źródło: BM Pekao

Po planowanym zbyciu projektu CCGT Adamów, konwencjonalny portfel wytwórczy ZE PAK zostanie ograniczony do elektrowni Pątnów II o mocy 474 MW (którą spółka zamierza zlikwidować w 1Q/2Q 2026 roku) oraz kopalni węgla brunatnego o wyczerpujących się zasobach. W związku z wygaszaniem działalności opartej na węglu brunatnym ZE PAK będzie ponosił koszty rekultywacji gruntów, które będą stopniowo rozpoznawane w kolejnych latach. Obecnie w bilansie znajduje się 553 mln zł rezerwy na rekultywację terenów kopalni i składowisk popiołów. Dodatkowo spółka wykazuje niedobór uprawnień do emisji CO₂ w wysokości 48 mln zł netto.

Spółka zachowa również 49% udziałów w PAK-PCE, spółce joint venture z Cyfrowym Polsatem, która jest właścicielem i operatorem zdywersyfikowanego portfela energii odnawialnej, w tym 289 MW lądowej energetyki wiatrowej, 91 MW fotowoltaiki i 105 MW mocy biomasy. Z wyłączeniem projektu PV w Przykonie, aktywa te powinny wygenerować około 350 mln zł powtarzalnej EBITDA w 2026e. Szacujemy EV PAK-PCE na 2,6 mld zł, ale należy zauważyć, że PAK-PCE jest istotnie zadłużony, co znacząco obniża jego wycenę. Opierając się na naszych konserwatywnych założeniach dotyczących przyszłych trajektorii cen energii elektrycznej i zakładając, że aktywa wytwórcze PAK-PCE mają dług netto w wysokości około 2,0 mld zł na koniec 2025e, **szacujemy, że 49% udziałów ZE PAK jest warte około 300 mln zł (wartość kapitału własnego)**. Widzimy jednak potencjał wzrostu tej wyceny. Ostatnie transakcje rynkowe dla porównywalnych aktywów wiatrowych na lądzie sugerują mnożniki na poziomie ok. 10 mln zł za MW, co oznacza, że implikowana wartość kapitału własnego w scenariuszu sprzedaży może być co najmniej 2 razy wyższa niż nasz bazowy szacunek.

Spodziewamy się spadku cen energii elektrycznej

Zakładana zrealizowana cena energii (zł/MWh) i szacunki EBITDA PAK-PCE (mln zł)



Źródło: BM Pekao

ZE PAK aktywnie rozwija również swoje projekty w zakresie energii odnawialnej, w tym projekt fotowoltaiczny o mocy 280 MW w Przykonia oraz lądowy projekt wiatrowy o mocy 500 MW w Opolu. Ponadto spółka ogłosiła niedawno zamiar budowy dwóch nowych bloków gazowo-parowych (CCGT) o łącznej planowanej mocy 1,8 GW. Według naszych szacunków, koszt budowy tych bloków może zbliżyć się do 10 mld zł, czterokrotnie przekraczając budżet obecnie realizowanego projektu CCGT Adamów. Biorąc pod uwagę obecne wyzwania spółki związane z zapewnieniem finansowania dla znacznie mniejszego projektu gazowego, uważamy, że pomyślna realizacja tych nowych dużych inwestycji jest wysoce niepewna. Jest prawdopodobne, że ZE PAK może realizować strategię polegającą na doprowadzeniu obu projektów do etapu gotowości do budowy (RTB), zabezpieczeniu kontraktów na rynku mocy, a ostatecznie spieniężeniu ich poprzez sprzedaż aktywów, potencjalnie ponownie do PGE, która nadal sygnalizuje agresywne plany rozbudowy mocy gazowych. W takim scenariuszu projekty te mogłyby stanowić pozytywny katalizator wyceny. Jeżeli jednak ZE PAK zamierza utrzymać, zbudować i eksploatować elektrownie w ramach własnego bilansu, postrzegalibyśmy to bardziej jako ryzyko niż szansę, zwłaszcza przy braku wykazanego dostępu do finansowania na dużą skalę. Na tym etapie, biorąc pod uwagę wczesną fazę rozwoju, nie uwzględniamy żadnej wartości z tych nowych projektów gazowych w naszym modelu wyceny.

Szacujemy, że **portfel projektów odnawialnych ZE PAK wnosi obecnie dodatkowe 310 mln zł do naszej wyceny, z czego większość przypada na lądowy projekt wiatrowy o mocy 500 MW w Opolu.** Zakładamy, że projekt będzie stopniowo osiągał status gotowego do budowy (RTB) począwszy od 2028e. ZE PAK posiada 99% udziałów w projekcie, a pozostały 1% należy do Cyfrowego Polsatu. W naszym modelu zakładamy, że koszty rozwoju do etapu RTB wyniosą około 250 mln zł (lub 0,6 mln zł na MW), podczas gdy koszty budowy szacujemy na 3,0 mld zł (6,0 mln zł na MW). Spółka planuje wdrożenie **turbin o większej mocy (3,5-5,0 MW)**, które wymagają mniejszej liczby fundamentów i niższych kosztów budowy. Oczekujemy, że **zmniejszy to całkowity CAPEX projektu w przeliczeniu na MW i poprawi ekonomikę projektu.** Ponieważ projekt pozostaje na wczesnym etapie rozwoju, nie przewidujemy znaczących nakładów kapitałowych do 2028e r. Jeśli chodzi o projekt fotowoltaiczny o mocy 280 MW w Przykonia, podkreślamy, że jego perspektywy pogarszają się z czasem ze względu na pogarszające się wskaźniki przechwytywania i rosnące efekty kanibalizacji, ponieważ polski rynek energii staje się coraz bardziej nasycony mocą słoneczną. Wiele dużych przedsiębiorstw energetycznych twierdzi obecnie, że samodzielne projekty fotowoltaiczne nie są już ekonomicznie opłacalne bez magazynowania lub hybrydyzacji. Niemniej jednak, spadające koszty budowy, szacowane na 2 mln zł za MW, nadal wspierają pewną ekonomikę projektu, ale biorąc pod uwagę perspektywę niższych cen energii elektrycznej, konserwatywnie wyceniamy projekt w Przykonia na 0 mln zł (benchmarki rynkowe dla gotowych do budowy projektów PV zwykle wahają się od 0,2 do 0,5 mln zł za MW, chociaż aktywność transakcyjna w ostatnim czasie była ograniczona). Na tym etapie nie wykluczamy, że oba projekty mogą zostać ostatecznie spieniężone, zwłaszcza po osiągnięciu etapu RTB. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy jednak, że zostaną one zrealizowane w ramach ZE PAK, zwłaszcza biorąc pod uwagę, że wpływy ze sprzedaży projektu gazowego zapewnią spółce kapitał do reinwestycji w nowe projekty.

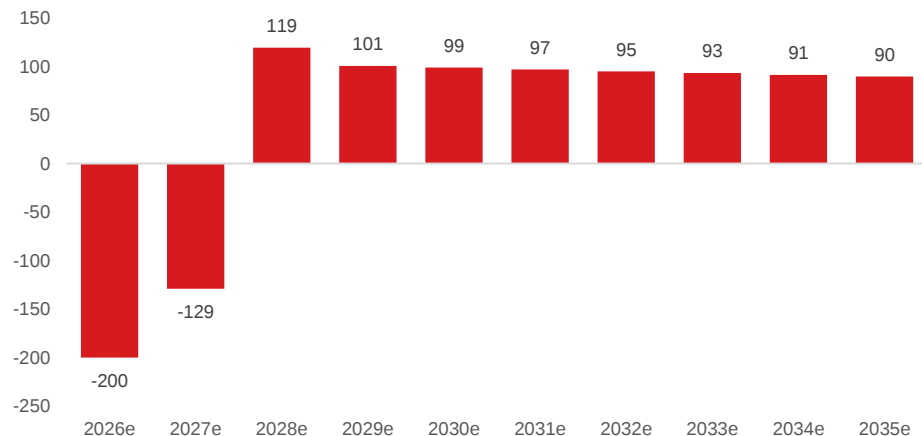
ZE PAK planuje również budowę baterijnych systemów magazynowania energii (BESS) o łącznej mocy 200 MW. W ostatnich miesiącach **koszty systemów baterijnych znacząco spadły, dodatkowo wspierane przez bardzo atrakcyjne dotacje pokrywające do 45% całkowitych kosztów inwestycji.** W rezultacie szacujemy efektywny CAPEX (po uwzględnieniu dotacji) na około 2,0 mln zł na MW, co oznacza całkowitą inwestycję w wysokości około 400 mln zł. Prognozujemy, że projekt rozpocznie działalność w drugiej połowie 2027e, generując szacunkową zannualizowaną EBITDA w wysokości 170 mln zł w pierwszym pełnym roku. Oczekujemy jednak, że EBITDA znormalizuje się do 120 mln zł do 2029e, ponieważ do krajowego systemu będą dodawane dodatkowe pojemności magazynowe, co będzie wywierać



presję na obniżenie cen usług bilansujących. Opierając się na tych założeniach, **wyceniamy projekt magazynowania energii na 400 mln zł.**

Inwestycje w magazyny energii są stymulowane przez korzystne dotacje i spadające koszty inwestycyjne

FCFF dla 200 MW magazynów bateryjnych, CAPEX po uwzględnieniu dotacji (mln zł)



Źródło: BM Pekao

Podsumowując, uważamy, że do końca 2025e udana sprzedaż projektu CCGT może zapewnić ZE PAK pozycję gotówkową netto przekraczającą zarówno obecną kapitalizację rynkową, jak i wartość przedsiębiorstwa. Oprócz oczekiwanego napływu gotówki, ZE PAK zachowuje 49% udziałów w PAK-PCE, który według naszych szacunków będzie generował powtarzalną EBITDA na poziomie 300-350 mln zł rocznie w nadchodzących latach. Spółka posiada również atrakcyjny portfel projektów OZE w fazie rozwoju, w tym 500 MW lądowej energetyki wiatrowej, 200 MW magazynowania energii w bateriach i 280 MW fotowoltaiki, oferując znaczący wzrost wartości spółki. Wśród nich szczególnie podkreślamy projekty magazynowania baterii, które korzystają z korzystnych dotacji, które znacznie zwiększają ich rentowność.

Ostatnie wydarzenia

■ Negocjacje z PGE w sprawie przejęcia projektu gazowego i jądrowego

PGE i ZE PAK podpisały term sheet, w ramach której PGE zamierza nabyć od ZE PAK 100% udziałów w gazowym bloku PAK CCGT oraz 50% udziałów w PGE PAK EJ, wspólnym przedsięwzięciu jądrowym. Term sheet określa podstawowe warunki potencjalnej transakcji i przyznaje PGE wyłączne prawo do negocjacji do 30 czerwca 2025 r., czyli docelowej daty zamknięcia transakcji. Nie wiąże on jednak prawnie stron do sfinalizowania transakcji. Ostateczne warunki zostaną określone po przeprowadzeniu przez PGE badania due diligence, przy wsparciu zewnętrznych doradców prawnych, finansowych, podatkowych, technicznych i środowiskowych.

Naszym zdaniem ocena **potencjału transakcji będzie zależała od warunków, na jakich dojdzie do sprzedaży. Na tym etapie nic nie wiadomo o warunkach cenowych.** Wiemy natomiast, że ZE PAK nie zdołał zamknąć finansowania projektu CCGT (capex 2,3 mld zł, 560 MW). Wysoka cena (ponad 400 zł/kW/rok) w kontrakcie rynku mocy powinna wspierać wycenę.

Największą niewiadomą jest oferta na 50% udziałów w projekcie jądrowym. Na podstawie poprzedniej transakcji, w której PGE sprzedała PGE EJ1 Skarbowi Państwa w 2021 r., wycena była równa wartości kapitału własnego. Patrząc na sprawozdanie finansowe PGE PAK EJ za 2023 r., jej kapitały własne wynoszą zaledwie 7 mln zł. Na tym etapie wycena projektu metodą DCF nie ma większego sensu ze względu na konieczność przyjęcia licznych założeń (ogromny capex, liczne niepewności dotyczące modelu przychodów projektu, potencjalne wsparcie finansowe, ryzyka legislacyjne, możliwy współczynnik wykorzystania mocy, ryzyko przekroczenia budżetu) dotyczących perspektyw i ryzyk projektu. Biorąc pod uwagę tak wiele niewiadomych i ryzyk, projekt musiałby mieć bardzo korzystną umowę CfD i zapewniony odbiór większości/całości wytworzonej energii. Biorąc to pod uwagę, **spodziewamy się, że cena za udział w projekcie jądrowym będzie niska.** W naszej wycenie zakładamy wartość 10 mln zł za udział ZE PAK.

■ Ryzyko wzrostu nakładów inwestycyjnych na projekt gazowy w Adamowie

Polityka Insight spekulowała kilka miesięcy temu, że koszt budowy elektrowni gazowej mógł wzrosnąć z 2,3 mld zł do 3,2-4,0 mld zł. Polityka Insight podkreślała również, że inwestycja stoi przed wyzwaniem związanym z pozyskaniem finansowania, a banki niechętnie udzielają wymaganych kredytów. Taki wzrost nakładów inwestycyjnych (z 2,3 mld zł do 3,2-4,0 mld zł) poważnie podważyłby rentowność projektu, nawet przy niezwykle korzystnym kontrakcie na rynku mocy. W przypadku takiego wzrostu kosztów, projekt mógłby zostać sprzedany za kwotę znacznie niższą od naszych obecnych szacunków.

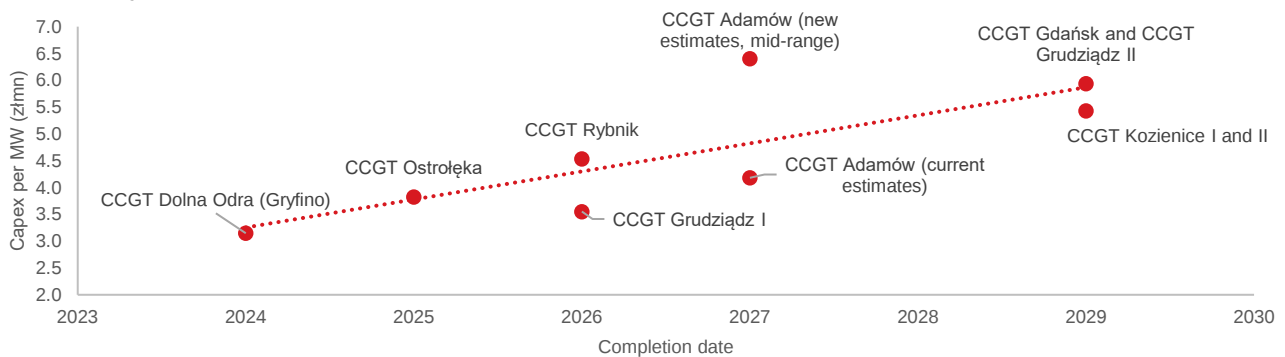
Poniżej przedstawiamy CAPEX dla najnowszych projektów CCGT w Polsce, które albo zostały ukończone (CCGT Dolna Odra), albo są w fazie budowy lub zostały publicznie ogłoszone (CCGT Kozienice, CCGT Gdańsk i kolejny blok w Grudziądzu). **Patrząc na podobne projekty, uważamy, że wzrost kosztów do 3,2-4,0 mld zł dla CCGT Adamów jest bardzo mało prawdopodobny,** ponieważ uczyniłoby to ten projekt najdroższym ze znacznym marginesem. Chociaż pewien wzrost CAPEX wydaje się prawdopodobny ze względu na opóźnienia, oczekiwany trend sugeruje wzrost do około 2,6 mld zł (+10%) i zakładamy taką wartość w naszej prognozie.

CAPEX dla ostatnich projektów CCGT i projektów w toku w Polsce

Projekt	Właściciel projektu	Status	Data ukończenia	CAPEX (mln zł)	MW	mln zł per MW
CCGT Dolna Odra (Gryfino)	PGE	Oddany	2024	4 300	1 366	3,1
CCGT Ostrołęka	Energa	W budowie	2025e	2 850	745	3,8
CCGT Rybnik	PGE	W budowie	2026e	4 000	882	4,5
CCGT Grudziądz I	Energa	W budowie	2026e	2 000	563	3,6
CCGT Adamów (oficjalne szacunki)	ZE PAK	W budowie	2027e	2 350	562	4,2
CCGT Adamów (Polityka Insight, środek przedziału)	ZE PAK	W budowie	2027e	3 600	562	6,4
CCGT Kozienice I i II	Enea	W planach	2029e	7 600	1 400	5,4
CCGT Gdańsk oraz CCGT Grudziądz II	Energa	W planach	2029e	6 000	1 010	5,9
Średnia ważona						4,6

Źródło: Spółki, BM Pekao

CAPEX dla projektów CCGT rośnie z czasem



Źródło: Spółki, BM Pekao

■ **Publikacja wyników za 4Q'24 (30 kwietnia)**

Wyniki znacząco przekroczyły zarówno nasze szacunki, jak i konsensus rynkowy, głównie dzięki bardzo dobrym wynikom w segmencie wytwarzania. Średnia cena energii elektrycznej zrealizowana przez spółkę w 4Q'24 wyraźnie wzrosła do 836 zł/MWh z 722 zł/MWh w poprzednim kwartale (+16% q/q). Jednocześnie implikowany koszt uprawnień do emisji CO₂ spadł do 288 zł/t z 381 zł/t w 3Q'24 (-24% kw/kw). W efekcie spread wytwórczy (cena energii minus koszty CO₂) podwoił się kwartał do kwartału, rosnąc z 228 zł/MWh do 465 zł/MWh (+103% kw./kw.), co jest znacznie powyżej naszych oczekiwań na poziomie 286 zł/MWh. Spółka skorzystała również na niższych kosztach wydobycia węgla brunatnego, które spadły do 178 zł/t (-32% kw./kw.), vs. naszą prognoza 235 zł/t. Spadek kosztów jednostkowych był częściowo spowodowany wyższymi wolumenami produkcji, ale odnotowano również znaczną ogólną redukcję kosztów całkowitych.

ZE PAK: 4Q'24 Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (PLNm)	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons.	2023	2024
Przychody	820	829	520	522	521	623	-25%	20%	575	8%	568	10%	3 106	2 185
EBITDA	397	445	27	93	33	129	-71%	287%	47	174%	40	219%	728	282
Wytwarzanie	135	332	-91	-15	-11	138	-58%	na	0	na		na	732	22
Wydobycie	190	220	124	72	22	-28	-113%	-225%	19	na		na	25	191
Pozostałe	72	-107	-7	36	22	18	-117%	-15%	28	-34%		na	-29	69
EBIT	413	419	23	89	30	122	-71%	314%	41	199%	40	203%	689	265
Zysk netto	376	335	-5	110	33	124	-63%	272%	30	313%	29	330%	745	263
Marża EBITDA	48%	54%	5%	18%	6%	21%			8%		7%		23%	13%
Marża EBIT	50%	51%	4%	17%	6%	20%			7%		7%		22%	12%
Marża zysku netto	46%	40%	-1%	21%	6%	20%			5%		5%		24%	12%
Zadłużenie														
OCF	141	-57	104	252	92	32	-155%	-66%					-322	480
% EBITDA	36%	-13%	389%	271%	278%	25%							-44%	
CAPEX	304	-484	-3	-365	-25	-89	-82%	258%					-489	-482
Dług netto	-1 189	-494	-643	-464	-532	-472	-4%	-11%					-494	-472
Dług netto skorygowany	148	222	157	459	537	129	-42%	-76%					222	
ND / EBITDA	-1,8x	-0,5x	-0,9x	-1,0x	-2,6x	-1,7x	215%	-35%					-0,5x	
ND skor. / EBITDA	0,2x	0,2x	0,2x	1,0x	2,6x	0,5x	92%	-82%					0,2x	
Dane operacyjne														
Wytwarzanie														
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0,31	0,20	0,27	0,31	0,39	0,46	132%	20%	0,45	-3%			1,23	1,43
Wolumen obrotu energią (TWh)	0,15	0,25	0,23	0,19	0,12	0,08	-68%	-33%	0,10	25%			0,68	0,62
Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)	1 392	1 388	696	731	722	836	-40%	16%	710	-15%			1 201	753
Emisja CO2 (mnt)	0,43	0,29	0,35	0,40	0,50	0,60	107%	20%	0,54	-10%			1,65	1,85
Zrealizowana cena CO2 (PLN/t)	394	297	406	398	381	288	-3%	-24%	370	28%			383	351
Koszt CO2 per MWh	547	431	526	514	493	373	-14%	-24%	444	19%			513	454
Współczynnik emisji (t/MWh)	1,39	1,45	1,30	1,29	1,30	1,29	-11%	0%	1,20	-7%			1,34	1,29
Spread (cena energii-CO2, PLN/MWh)	845	957	169	217	228	464	-52%	103%	286	-38%			688	299
Wydobycie														
Zużycie węgla (mnt)	0,42	0,31	0,36	0,39	0,53	0,62	100%	17%	0,54	-13%			1,66	1,9
Implikowany koszt wydobycia (PLN/t)	193	264	263	312	246	178	-32%	-28%	235	32%			283	216
Przychody na tonę (PLN/t)	662	605	586	455	279	147	-76%	-47%	270	84%			566	330

Skorygowane zadłużenie netto Obejmuje rezerwy netto na uprawnienia do emisji CO2, rezerwy na rekultywację gruntów oraz rezerwy na rekultywację składowisk popiołów i koszty likwidacji środków trwałych.

Źródło: Śpółka, BM Pekao

Zmiany szacunków

Zaktualizowaliśmy datę zamknięcia elektrowni Patnów II z 2025e na koniec 2Q'26e. Zakładamy również, że ZE PAK sprzeda projekt CCGT Adamów (pozytywny wpływ na koszty finansowe ze względu na brak potrzeby finansowania dłużnego, ale również brak kontrybucji EBITDA od 2027e). Ponadto skorygowaliśmy ceny energii elektrycznej i surowców energetycznych, aby odzwierciedlić obecne warunki rynkowe i ich wpływ na wskaźniki wykorzystania mocy.

Zmiana szacunków

	Było	2025e Obecnie	Zmiana	Było	2026e Obecnie	Zmiana	Było	2027e Obecnie	Zmiana
Przychody	1 416	1 348	-4,8%	539	661	22,6%	1 603	147	-90,8%
EBITDA	-31	66	na	11	68	519,6%	259	137	-47,0%
EBITDA powtarz.	-31	19	na	11	-3	na	259	75	-71,1%
EBIT	-56	49	na	4	52	1196,7%	166	118	-28,8%
Zysk netto	-103	8	na	-25	66	na	112	122	9,3%

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 5,4% (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

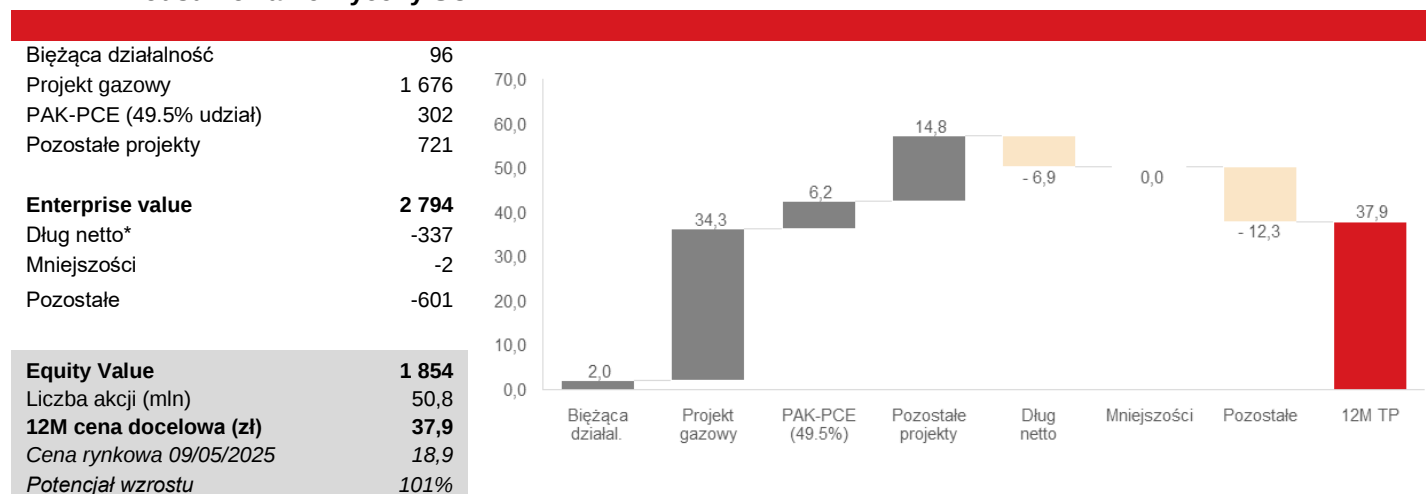
Metoda wyceny	zł na akcję	Waga (%)
12M wycena SOTP	37,9	100%
12M wycena mnożnikowa	10,0	0%
12M Cena docelowa	37,9	
Obecna cena	18,9	
Upside/Downside vs. obecna cena	101%	

Źródło: BM Pekao

Inne projekty obejmują wycenę DCF farmy fotowoltaicznej o mocy 280 MW w Przykonie, portfel projektów lądowych o mocy 500 MW oraz projekty magazynowania energii w bateriach o mocy 200 MW. W przypadku wyceny farm fotowoltaicznych i lądowych 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 dyskusyjna.

Biorąc pod uwagę powyższe założenia, nasz model implikuje wartość akcji ZE PAK na poziomie 37,9 zł na akcję (101% 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	5,4%	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	661	47	48	49	50	52	53	54	56	57	57
EBITDA	-3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4
EBIT	-19	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Podatek od EBIT	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
NOPAT	-19	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3
Amortyzacja i odpisy	16	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
Nakłady kapitałowe	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1
Zmiana kapitału obrotowego	64	41	1	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	41	44	4	3	3	3	3	3	3	3	3
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											0%
Wartość rezydualna											31
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	37	35	3	2	2	2	1	1	1	1	11

Enterprise value **96**

Wzrost przychodów	-38%	-93%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	0%
Marża EBIT	-3%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Capex/przychody	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Capex/amortyzacja	123%	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	5,4%	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	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	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	0,60	0,55	0,51	0,46	0,43	0,40
Zdyskontowane przepływy	-748	-111	205	265	241	205	170	144	130	119	1 055

Enterprise value **1,676**

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%	34,3	35,9	37,8	40,1	42,7	46,0	50,0
6,6%	32,9	34,3	35,9	37,8	40,1	42,7	46,0
7,1%	31,6	32,9	34,3	35,9	37,8	40,1	42,7
7,6%	30,5	31,6	32,9	34,3	35,9	37,8	40,1
8,1%	29,6	30,5	31,6	32,9	34,3	35,9	37,8

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

WACC / CSS spread (zł/MWh)

	-30	-20	-10	0	10	20	30
6,1%	23,3	28,2	33,0	37,8	42,7	47,5	52,3
6,6%	22,0	26,6	31,3	35,9	40,6	45,2	49,9
7,1%	20,8	25,3	29,8	34,3	38,8	43,3	47,8
7,6%	19,8	24,2	28,5	32,9	37,2	41,6	45,9
8,1%	18,9	23,2	27,4	31,6	35,9	40,1	44,4

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 4Q'24 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	5,4%	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	689	666	662	643	632	633	585	581	577	583	583
EBITDA	348	323	314	289	273	269	215	206	196	195	195
EBIT	320	295	286	262	246	241	187	178	168	167	167
Podatek od EBIT	-61	-56	-54	-50	-47	-46	-36	-34	-32	-32	-32
NOPAT	260	239	232	212	199	196	152	144	136	136	136
Amortyzacja i odpisy	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Nakłady kapitałowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	287	267	259	240	226	223	179	172	164	163	163
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											0%
Wartość rezydualna											2 289
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	266	229	206	177	155	141	105	93	83	76	1 078
Enterprise value	2 610										
Dług netto	2 000										
Pozostałe	0										
Equity value	610										
Equity value, 49.5% udział	302										

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%	5,4	6,0	6,8	7,6	8,6	9,7	11,1
6,6%	5,1	5,7	6,5	7,3	8,3	9,4	10,8
6,4%	4,8	5,5	6,2	7,0	8,0	9,1	10,4
7,6%	4,6	5,2	5,9	6,7	7,7	8,8	10,1
8,1%	4,3	4,9	5,6	6,4	7,4	8,4	9,8

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
IBERDROLA	ES	100 730	17,6%	41,1%	9,7	9,2	9,0	16,8	16,1	15,2	3,0%	3,4%	3,9%
ENEL	IT	77 562	10,8%	29,2%	6,6	6,4	6,1	11,2	10,9	10,6	5,2%	5,6%	6,1%
ENGIE	FR	44 152	18,4%	29,1%	5,3	5,6	6,1	9,6	10,0	9,7	6,9%	7,9%	8,0%
SSE	GB	22 190	6,3%	-0,6%	9,1	8,8	7,5	10,9	10,7	9,0	0,0%	0,1%	0,0%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	FR	23 494	17,0%	10,3%	6,1	5,9	5,6	14,4	13,2	12,1	3,5%	4,0%	4,4%
RWE	DE	24 212	12,9%	2,2%	6,4	5,9	5,5	15,1	14,1	11,7	2,8%	3,1%	3,4%
EDP	PT	13 552	4,8%	-2,0%	6,9	6,8	7,1	11,4	11,3	11,3	5,9%	6,3%	6,2%
CENTRICA	GB	8 705	10,8%	27,6%	4,3	3,8	3,6	10,0	10,1	10,2	0,0%	0,0%	0,0%
ENDESA	ES	27 210	23,7%	59,5%	7,1	6,9	6,7	13,5	13,1	13,2	5,7%	3,9%	4,7%
FORTUM	FI	13 217	13,0%	26,4%	11,4	10,6	10,6	15,7	17,1	17,5	6,0%	7,1%	7,0%
BKW	CH	9 192	8,1%	18,0%	9,7	8,7	8,9	17,0	14,5	15,5	1,8%	2,1%	2,4%
A2A	IT	6 971	3,7%	25,2%	5,5	5,5	5,8	10,1	10,2	10,2	3,8%	4,1%	4,5%
DRAX GROUP	GB	2 611	-3,8%	21,4%	3,7	5,0	5,5	5,7	8,7	10,5	0,0%	0,0%	0,0%
AB IGNITIS GRUPE	LT	1 538	8,5%	23,6%	5,9	4,8	5,3	8,0	6,8	6,2	5,9%	6,1%	6,2%
PUBLIC POWER CORP	GR	4 985	9,4%	23,4%	4,0	4,1	4,3	11,5	8,8	6,1	na	1,5%	2,9%
NATURGY ENERGY	ES	25 074	10,6%	16,8%	7,9	7,8	7,7	14,0	14,6	14,5	4,6%	5,3%	5,4%
EVN	AT	4 173	5,5%	-15,9%	6,9	6,9	6,7	9,8	9,9	10,4	2,1%	4,9%	4,5%
HIDROELECTRICA	RO	10 340	-3,4%	-3,7%	na	8,2	8,2	11,8	12,0	11,9	na	10,0%	8,2%
ROMANDE ENERGIE	CH	1 302	-0,9%	-24,2%	8,6	8,2	9,0	20,4	13,9	16,9	3,5%	3,6%	3,4%
Average		22 169	9,1%	16,2%	6,9	6,8	6,8	12,5	11,9	11,7	3,6%	4,2%	4,3%
Median		13 217	9,4%	21,4%	6,8	6,8	6,7	11,5	11,3	11,3	3,5%	4,0%	4,5%
ZE PAK	PL	223	36,7%	-5,5%	neg.	neg.	4,7x	124,1x	14,6x	7,8x	0%	0%	0%
Premia/dyskonto vs. peersy					neg.	neg.	-37%						
Implikowana wartość na akcję (PLN/sh)					neg.	neg.	10,0						

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. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo, że transakcja nie dojdzie do skutku jest niskie, ponieważ PGE uwzględniła już projekt w swoich planach rozbudowy mocy gazowych, co zostało przedstawione w ostatniej prezentacji wyników finansowych. Kluczową niewiadomą pozostaje cena przejęcia.

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 Przykoni, jak i lądowe projekty deweloperskie 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 4Q'24 spółka wykazała rezerwy rekultywacyjne w wysokości 553 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	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Przychody	4 200	3 106	2 185	1 348	661	147
EBITDA	391	729	282	66	68	137
EBITDA powtarzalna	421	928	-16	19	-3	75
EBIT	351	689	265	49	52	118
Przychody/(koszty) finansowe i pozostałe	-33	-7	-23	-37	30	34
Zysk przed opodatkowaniem	318	682	241	12	81	152
Podatek	-103	-124	21	-5	-15	-29
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0	-1
Zysk netto znorm.	215	558	263	8	66	122
Zysk netto na akcję	4,24	10,99	5,17	0,15	1,30	2,41

Bilans	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Aktywa obrotowe ogółem	2 561	1 998	1 569	1 806	935	719
Gotówka i ekwiwalenty	1 463	534	506	1 373	697	644
Inne aktywa obrotowe	1 098	1 464	1 063	433	238	75
Razem środki trwałe	1 979	1 592	2 281	3 182	4 066	4 360
Rzeczowe aktywa trwałe	1 727	330	612	1 465	2 279	2 510
Inne środki trwałe	252	1 262	1 669	1 716	1 787	1 850
Aktywa ogółem	4 539	3 590	3 850	4 987	5 002	5 079
Zobowiązania krótkoterminowe	2 126	1 099	1 055	509	457	411
Dług krótkoterminowy	495	4	5	5	5	5
Inne zobowiązania bieżące	1 631	1 095	1 050	504	452	406
Zobowiązania długoterminowe	1 199	579	620	620	620	620
Długoterminowe zadłużenie	677	36	29	29	29	29
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	522	544	591	591	591	591
Kapitał własny	724	1 912	2 173	3 857	3 923	4 045
Mniejszości	491	-	2	2	2	3
Razem kapitał własny i pasywa	4 539	3 590	3 850	4 987	5 002	5 079
Dług netto	(291)	(494)	(472)	(1 339)	(663)	(610)

Rachunek przepływów pieniężnych	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Zysk netto przed opodatkowaniem	215	558	263	8	66	122
Podatki i amortyzacja	40	39	17	17	16	19
Pozostałe (w tym WC)	248	(919)	200	73	43	21
Operacyjne przepływy pieniężne	503	(322)	480	98	125	163
Wydatki inwestycyjne	(602)	(576)	(482)	(870)	(830)	(250)
Pozostałe	(49)	87	3	1 676	-	-
Przepływy z działalności inwestycyjnej	(651)	(489)	(478)	806	(830)	(250)
Dywidendy	-	-	-	-	-	-
Pozostałe	1 104	(1)	(30)	(37)	30	34
Przepływy z działalności finansowej	1 104	(1)	(30)	(37)	30	34
Zmiana gotówki	956	(929)	(28)	867	(675)	(53)
Gotówka na koniec okresu	1 463	534	506	1 373	697	644
zmiana r/r						
Przychody	71%	-26%	-30%	-38%	-51%	-78%
EBITDA	61%	86%	-61%	-77%	4%	101%
EBIT	-169%	96%	-62%	-81%	6%	128%
Zysk netto	-168%	159%	-53%	-97%	753%	86%
Zysk netto na akcję	-168%	159%	-53%	-97%	753%	86%
Marże						
EBITDA	9,3%	23,5%	12,9%	4,9%	10,3%	93,5%
EBITDA powtarzalna	10,0%	29,9%	-0,7%	1,4%	-0,4%	51,0%
EBIT	8,4%	22,2%	12,1%	3,6%	7,9%	80,5%
Zysk netto	5,1%	18,0%	12,0%	0,6%	10,0%	83,4%
ROE	34,5%	42,4%	12,9%	0,3%	1,7%	3,1%
Wskaźniki bilansowe						
BVPS (zł)	14,2	37,6	42,8	75,9	77,2	79,6
Dług netto/EBITDA	(0,7x)	(0,7x)	(1,7x)	(20,4x)	(9,7x)	(4,4x)
Dług bankowy/kapitał własny	162%	2%	2%	1%	1%	1%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

Kluczowe dane finansowe	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Zysk na akcję (GAAP)	4,24	10,99	5,17	0,15	1,30	2,41
Przychody	4 200	3 106	2 185	1 348	661	147
EBIT	351	689	265	49	52	118
EBITDA	391	729	282	66	68	137
Zysk netto (GAAP)	215	558	263	8	66	122
Dług netto	(291)	(494)	(472)	(1 339)	(663)	(610)
BPS	14,2	37,6	42,8	75,9	77,2	79,6
DPS	-	-	-	-	-	-
ROE %	34,5%	42,4%	12,9%	0,3%	1,7%	3,1%
ROA %	5,5%	13,7%	7,1%	0,2%	1,3%	2,4%
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0
Deprecjacja	40	39	17	17	16	19
Free Cash Flow	956	(929)	(28)	867	(675)	(53)
CAPEX	(602)	(576)	(482)	(870)	(830)	(250)

Źródło: Spółka, BM Pekao

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 14 MAJA O GODZ. 7:15 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 14 MAJA 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 hiliować 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