

## ZE PAK

### Transformacja w kierunku mocy gazowych

W ciągu najbliższych trzech lat firma planuje radykalną zmianę modelu biznesowego. W przypadku nieprzedłużenia wsparcia rynku mocy zakłada się, że elektrownie opalane węglem brunatnym w Pątnowie o łącznej mocy 1118 MW zostaną zamknięte do końca 2024e. Moce te zostaną zastąpione budową nowego bloku gazowego w Adamowie o mocy 600 MW i wierzymy, że ekonomika tego projektu będzie stanowić podstawę funkcjonowania spółki w kolejnych latach. Podkreślamy, że projekt ten zapewnił solidny, 17-letni kontrakt rynku mocy na 493 MW od 2026e w cenie 400,4 zł/kW/rok (w porównaniu do 173 zł/kW/rok w aukcji 2025e). Kontrakt ten w tym okresie powinien zapewnić co najmniej 3,4 mld zł (kwota będzie jeszcze wyższa, bo cena jest indeksowana o inflację). Biorąc pod uwagę poprawę warunków makro dla instalacji gazowych oraz nakłady inwestycyjne na poziomie 2,5 mld zł NPV tego projektu wyliczamy na 1,0 mld zł (w naszym ostatnim raporcie 757 mln zł).

Zakładamy, że moce na węglu brunatnym będą funkcjonować do końca 2024e. Elektrownie te będą kluczowym czynnikiem wpływającym na wyniki spółki w roku 2023/24e, gdzie w przypadku utrzymania regulacji pułapów cenowych w roku 2024e szacujemy powtarzalną EBITDA grupy na poziomie 532/390 mln zł.

Dodatkowo od 3Q23 spółka nie będzie miała kontroli nad PAC-PCE, na którą składają się projekty fotowoltaiczne, lądowe i biomasowe, co zmieni sposób konsolidacji tych podmiotów. Wartość 49,5% udziałów w PAK-PCE szacujemy na 603 mln zł.

Spółka posiada również podmioty, których celem jest rozwój elektrowni jądrowych i offshore, jednak ze względu na brak szczegółowych informacji na temat tych projektów oraz fakt, że moce te zostaną uruchomione znacznie po 2030 roku, nie uwzględniamy ich w naszej wycenie.

Podsumowując, widzimy dużą wartość w gazowym projekcie spółki w Adamowie. Z drugiej strony spółka musi wydać 915 mln zł na rekultywację terenów po górniczych, co w sumie skłania nas do utrzymania rekomendacji Trzymaj z ceną docelową na poziomie 20.6 zł/szt.

## Trzymaj (podtrzymana)

**Cena docelowa** **PLN 20.6**

**Potencjał wzrostu** **+2.0%**  
 Cena 8 września 2023 PLN 20.2

**ESG rating** **C**  
**Punktacja ESG** **0.89**

### Wykres relatywny



### NADCH. WYDARZENIA

2Q23 28 Wrzesień  
 3Q23 28 Listopad

### DATA NT. AKCJI

Bloomberg ZEP PW  
 Free float (%) 14.6  
 Kapitalizacja (PLNm) 1026  
 Liczba akcji (mn) 50.8

Akcjonariusze Zygmunt Solorz-Żak 65.96%  
 OFE PZU 7.53%  
 OFE Allianz 6.86%

**Marcin Gornik**  
[marcin.gornik@pekao.com.pl](mailto:marcin.gornik@pekao.com.pl)

### Podstawowe dane finansowe (PLNm)

PLN mn	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Przychody	2 207	2 451	4 200	4 706	4 207	410	2 271
EBITDA	148	243	391	-78	390	8	630
EBITDA znorm.	142	269	373	532	390	8	630
EBIT	-291	-513	351	-124	351	6	565
Zysk netto	-222	-317	203	-188	293	-44	305
Zysk netto na akcję	-4.4	-6.2	4.0	-3.7	5.8	-0.9	6.0
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	-4.6	-3.2	5.0	-5.5	3.5	-23.3	3.4
EV/EBITDA	4.5	3.8	3.3	1.3	4.2	418.9	4.8

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



## Spis treści

Biznes model i strategia	3
Rynek energii elektrycznej	10
Prognozy finansowe	12
Czynniki ryzyka	13
Podsumowanie wyceny	14
Zastrzeżenia prawne	17



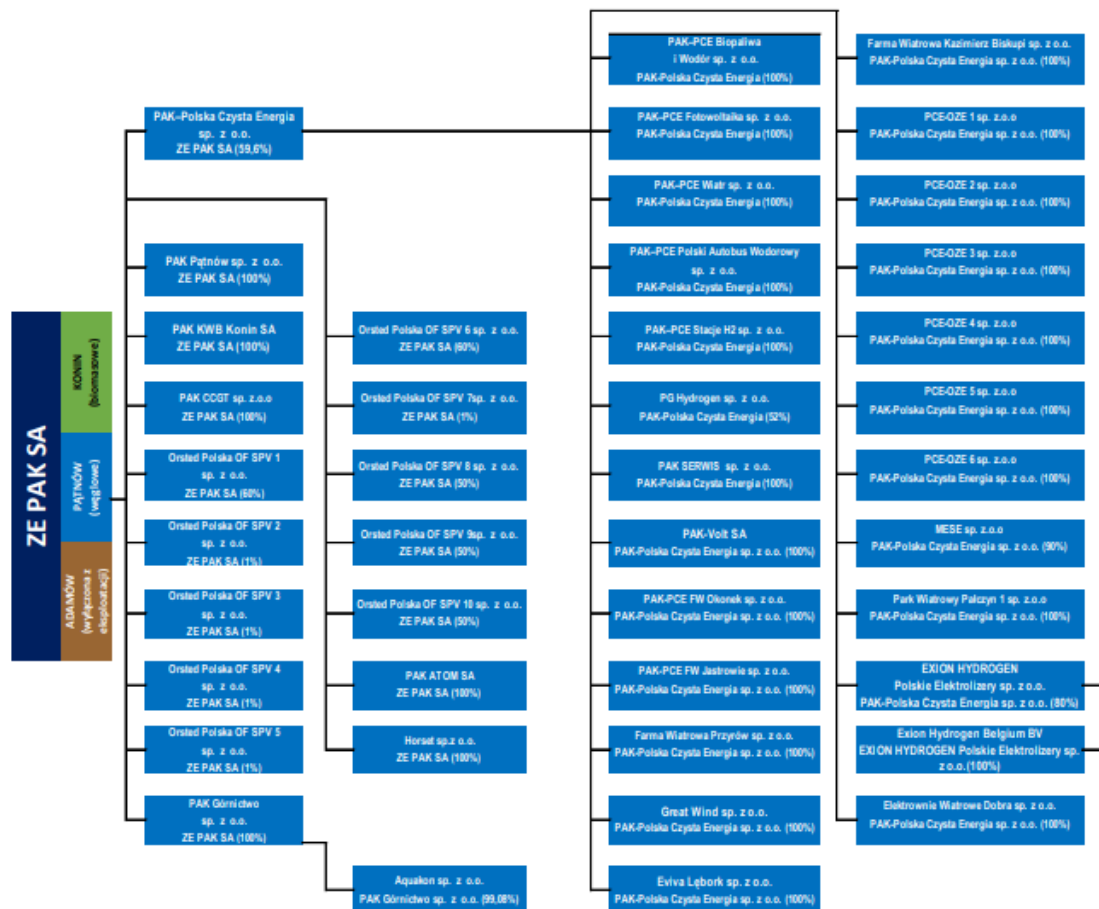
## Biznes model i strategia

### Opis spółki

Grupa ZE PAK produkuje energię elektryczną przede wszystkim z węgla brunatnego, ale posiada również udziały w spółce PAK PCE, która produkuje energię elektryczną z biomasy i fotowoltaiki. Spółka planuje także rozwój elektrowni CCGT, jądrowych i morskich. W skład Grupy ZE PAK na dzień 31 marca 2023 roku wchodzi następujące podmioty:

- PAK Pątnów (100%) produkujący energię elektryczną z mocy na węgiel brunatny,
- PAK KWB Konin (100%) wydobywający węgiel brunatny,
- PAK CCGT (100%), którego celem jest budowa CCGT w Adamowie,
- PAK ATOM (100%), którego celem jest budowa Elektrowni Jądrowej we współpracy z KHNP i PGE,
- PAK-Polska Czysta Energia (59,6% na 31 marca, ale z początkiem lipca spółka sprzedała dodatkowe 10,1% i obecnie posiada 49,5%), która posiada udziały w 25. podmiotach działających przede wszystkim w sektorach OZE i Wodoru,
- 10 JV z Orsted (od 1%-60% udziałów), którego celem jest budowa morskich elektrowni wiatrowych,
- PAK Górnictwo (100%) zajmujący się naprawą i konserwacją maszyn górniczych.

### Struktura grupy na 31 marca 2023



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



### Mapa działalności

Kluczowe obiekty Spółki znajdują się w województwie wielkopolskim (Pątnów, Adamów, Konin), gdzie spółka eksploatuje swoje kluczowe elektrownie na węgiel brunatny oraz planuje rozwój elektrowni CCGT i jądrowych. Spółka posiada także udziały w PAK PCE, które rozwijają projekty wiatrowe i fotowoltaiczne zlokalizowane także w innych częściach Polski.

### Kluczowe zakłady produkcyjne ZE PAK

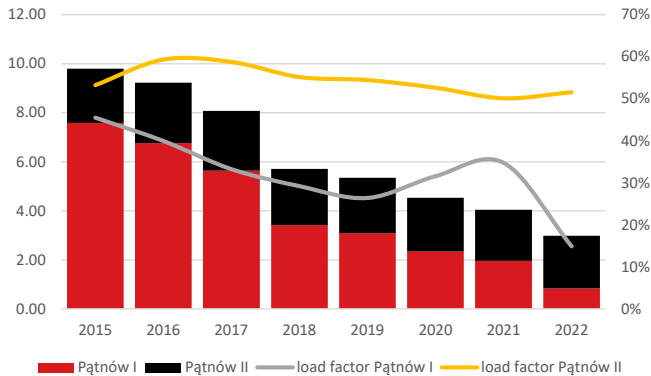


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

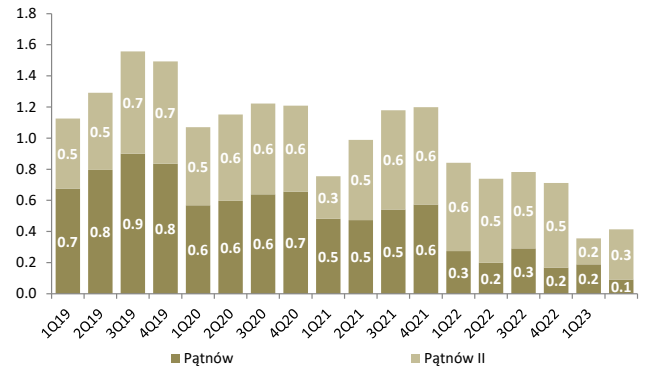
### Kluczowe aktywa spółki

Poniżej przedstawiamy najważniejsze aktywa i projekty firmy:

**Elektrownie na węgiel brunatny** – W 2015 roku spółka eksploatowała elektrownie opalane węglem brunatnym o mocy 2,4 GW, które były stopniowo wycofywane z eksploatacji, a obecnie spółka eksploatuje trzy stare bloki opalane węglem brunatnym o łącznej mocy 644 MW oraz jeden nowy blok w Pątnowie o mocy 474 MW. Moce te mają zabezpieczone wypływy z rynku mocy na 587 MW do końca 2024e i w przypadku braku wdrożenia nowych środków wsparcia mocy spółka planuje likwidację wszystkich tych mocy do końca 2024e.

**Produkcja energii elektrycznej z węgla brunatnego (TWh) i współczynnika obciążenia (%)**


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Produkcja energii elektrycznej z węgla brunatnego (TWh) - kwartalnie**


Źródło: Spółka, PSE, Pekao Equity Research

**CCGT Adamów** – spółka podjęła decyzję o budowie bloku CCGT o mocy 600 MW. Inwestycja zostanie zrealizowana na terenie elektrowni na węgiel brunatny w Adamowie. Spółka planuje zawarcie umowy na budowę tej elektrowni w III kwartale 2023 roku. Spółka poinformowała także, że produkcja z tej elektrowni będzie koordynowana z Przykona PV. Spółka zabezpieczyła już kontrakt rynku mocy dla tego projektu na 17 lat od 2026e na moc 493 MW przy cenie 400,4 zł/kW/rok, co przekłada się na przychody (nie indeksowane inflacją) na poziomie 197 mln zł rocznie, co daje 3,4 mln zł w okresie obowiązywania umowy. Bazując na umowach podpisanych z innymi polskimi deweloperami bloków gazowych zakładamy, że CAPEX na MW projektu Adamów wyniesie 4,2 mln zł/MW, co przekłada się na łączny CAPEX na poziomie 2,5 mld zł, co oznacza, że przychody z CRM pokryją w pełni nakłady inwestycyjne. Zakładamy, że spółka uruchomi ten projekt w 2026e.

**PAK Atom** – na początku 2023 roku podmiot ten we współpracy z PGE utworzył PGE PAK Energia Jądrowa, której celem jest budowa elektrowni jądrowej (EJ) na terenach będących własnością ZE PAK. Zakłada się, że ta elektrownia jądrowa będzie budowana we współpracy z KHNP, ale obecnie nie mamy więcej szczegółów związanych z tym projektem, ale uważamy, że model mógłby przypominać projekt, który będzie rozwijany w Czechach, czyli będzie gwarantowana sprzedaż energii elektrycznej przez państwo polskie ze stałą ceną energii (indeksowaną o inflację), co powinno pozwolić na uzyskanie stosunkowo taniego finansowania dłużnego. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę, że prawie wszystkie zmienne bytyby zabezpieczone przez państwo, nie spodziewamy się, że IRR tego projektu znacznie przekroczy WACC. Biorąc również pod uwagę, że projekt ten będzie operacyjny znacznie po 2030e, nie uwzględniamy go w naszych prognozach.

**Projekty offshore z Orsted** – spółka posiada 60% udziałów w dwóch projektach z Orsted, których celem jest udział w aukcji offshore i budowa projektów offshore, ale ponieważ nie znamy szczegółów związanych z tymi projektami i biorąc pod uwagę, że projekty te prawdopodobnie zostaną uruchomione po roku 2030e, również nie będziemy uwzględniać tej możliwości w naszych szacunkach.



### Transakcja z Cyfrowym Polsatem

Pod koniec 2021 roku spółka rozpoczęła negocjacje z Cyfrowym Polsatem (CPS) w sprawie sprzedaży swoich projektów OZE i wodorowych wśród których były m.in.:

**PV Brudzew (70 MW + 12.4 MW)** – Pod koniec 2021 roku spółka uruchomiła projekt w Brudzewie o mocy 70 MW i produkcji energii elektrycznej w pierwszym roku na poziomie 68 tys. GWh, co implikuje współczynnik obciążenia na poziomie 11,1%. Spółka wydała na ten projekt 188,9 mln zł, co oznacza CAPEX na MW na poziomie 0,6 EUR/MW. W marcu 2021 roku spółka zawarła umowę sprzedaży całości wyprodukowanej energii w tej elektrowni spółce CPS. Łączna szacunkowa wartość przychodów w okresie 15 lat wyniesie ok. 300 mln zł. Ostatecznie spółka podjęła decyzję o zwiększeniu mocy tej elektrowni o 12,4 MW i zakłada zakończenie prac w III kwartale br.

**Bloki na biomasę w Koninie** – spółka eksploatuje dwa bloki o łącznej mocy 105 MW (50 MW i 55 MW). Pierwsza jednostka została uruchomiona w 2012 roku i jest uprawniona do otrzymania wsparcia w postaci zielonych certyfikatów. Drugi blok został uruchomiony w 2022 roku i zapewnił sobie 17-letni kontrakt CRM na 40 MW.

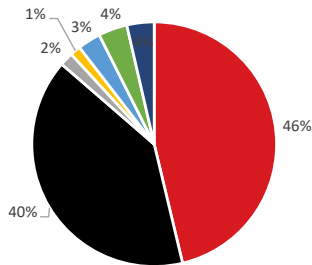
**Other renewable projects** – W prezentacji za I kwartał br. spółka informowała o następujących projektach OZE: PV Cambria (12,4 MW, uruchomienie w III kwartale br.), farma wiatrowa na łądzie Kazimierz Biskupi (17,5 MW, uruchomienie w III kwartale br.), farma wiatrowa na łądzie Miłosław (9,6 MW, uruchomienie w III kwartale br.), farma wiatrowa na łądzie Człuchów (72,6 MW, uruchomienie 2Q24), farma wiatrowa na łądzie Przyrów (50,4 MW, uruchomienie 3Q24), farma wiatrowa na łądzie Drzeżewo IV (50,6 MW, uruchomienie 1Q25), farma wiatrowa na łądzie Dobra (7,8 MW, uruchomienie 1Q25).

Na koniec I kwartału 23 roku ZE PAK posiadał 59,6% akcji PAK PCE, jednak 3 lipca rada nadzorcza zatwierdziła sprzedaż dodatkowych 10,1% i spółka poinformowała, że po transakcji udział ZE PAK w PAK PCE będzie wynosił 49,5%.

### Przychody i koszty

ZE PAK eksploatuje elektrownię na węgiel brunatny o łącznej mocy 1118 MW, a do końca II kwartału 2023 r. (50,5% sprzedane do CPS) eksploatował także bloki na biomasę o mocy 105 MW i 70 MW elektrownię PV w Brudzewie. Dlatego też większość przychodów spółki pochodzi ze sprzedaży energii elektrycznej z własnej produkcji (46% w 2022 r.) oraz obrotu energią elektryczną (40%). Pozostała część przychodów związana jest także z kluczowymi mocami: 4% pochodzi z rynku mocy (jednostki na węgiel brunatny), rekompensaty za rozwiązanie kontraktów długoterminowych (jednostki na węgiel brunatny) stanowią 4%, ciepło i zielone certyfikaty stanowią 3% (jednostki biomasy). Ponieważ nisko-marżowy obrót energią elektryczną stanowi 40% przychodów firmy, koszty związane z obrotem również stanowią znaczną część kosztów przedsiębiorstwa (wartość obrotu energią elektryczną i inne koszty stanowiły 39% kosztów całkowitych). Ponadto, ponieważ większość produkcji energii elektrycznej pochodzi z węgla brunatnego, koszty spółki związane z CO2 stanowiły 27% całkowitych kosztów. Wynagrodzenia stanowiły 10% kosztów ogółem, natomiast materiały i energia 15%.

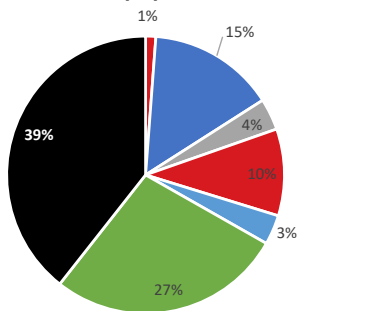
**Struktura przychodów 2022 (%)**



■ sprzedaż energii ■ handel ■ ciepło ■ zielone certyfikaty ■ KDT ■ rynek mocy ■ pozostałe

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

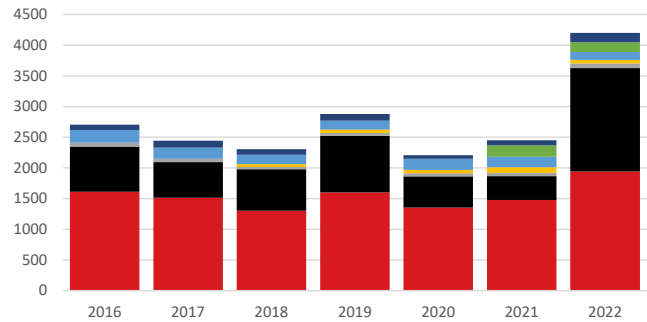
**Struktura kosztów 2022 (%)**



■ amortyzacja ■ wynagrodzenia ■ energia z obrotu i pozostałe ■ materiały ■ podatki ■ usługi obce ■ CO2

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

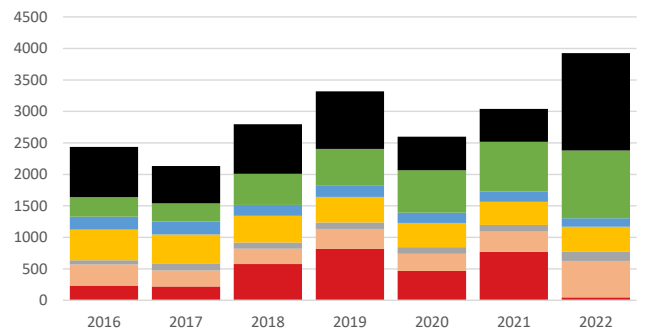
**Struktura przychodów 2016-2022 (PLNm)**



■ sprzedaż energii ■ handel ■ ciepło ■ zielone certyfikaty ■ KDT ■ rynek mocy ■ pozostałe

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Struktura kosztów 2016-2022 (%)**

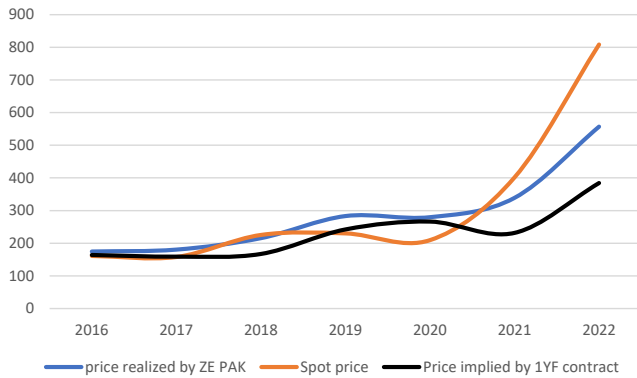


■ amortyzacja ■ wynagrodzenia ■ energia z obrotu i pozostałe ■ materiały ■ podatki ■ usługi obce ■ CO2

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

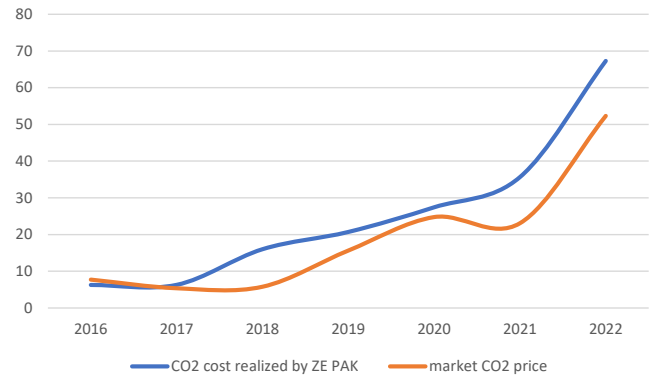
Podkreślamy, że oceniając powyższe wykresy należy mieć na uwadze, że spółka w najbliższym czasie powinna istotnie zmienić swój profil działania. Jak wynika ze sprawozdania finansowego spółki, spółka planuje zakończyć działalność związaną z węglem brunatnym do końca 2024 roku. Taka zmiana, po sprzedaży projektów OZE do CPS, oznaczałaby, że CCGT w Adamowie (który ma zostać uruchomiony w 2026 r.) byłby kluczowym projektem spółki. Podkreślamy, że zgodnie z oświadczeniami przedstawicieli firmy, spółka może ponownie rozważyć tę decyzję, jeśli CRM zostanie przedłużony poza rok 2025e. Ponieważ jednak ostateczna decyzja nie została jeszcze podjęta, zakładamy, że spółka zamknie instalacje węgla brunatnego w 2024e, następnie rozpocznie rekultywację terenów po kopalniach i skoncentruje się na CCGT w Adamowie.

**Ceny zrealizowane energii elektrycznej i ceny rynkowe (PLN/MWh)**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Koszty CO2 (EUR/t)**

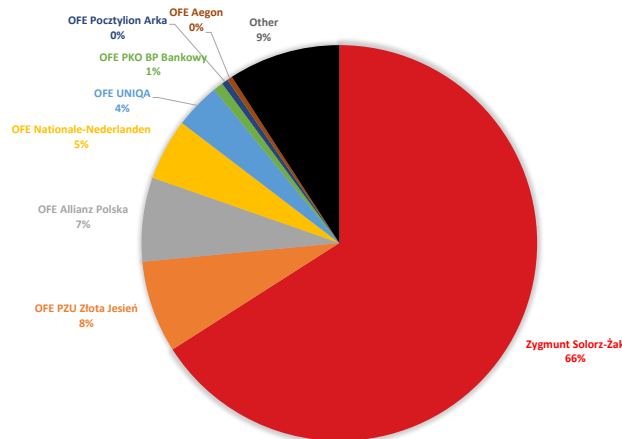


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Struktura akcjonariatu**

Głównym akcjonariuszem Grupy ZE PAK jest Zygmunt Solorz-Żak (66%), który posiada także udziały w innych spółkach giełdowych, takich jak Cyfrowy Polsat i ATM Groupa. W pozostałej części akcjonariatu dominują otwarte fundusze emerytalne, które łącznie posiadają 25% akcji spółki.

**Struktura akcjonariatu (%)**



Źródło: stooq.pl, Pekao Equity Research

**Strategia**

W dniu 1 października 2020 roku firma przedstawiła strategię, która zakładała transformację przedsiębiorstwa w kierunku odnawialnych źródeł energii. W roku 2030 spółka planowała posiadać następujące moce produkcyjne.

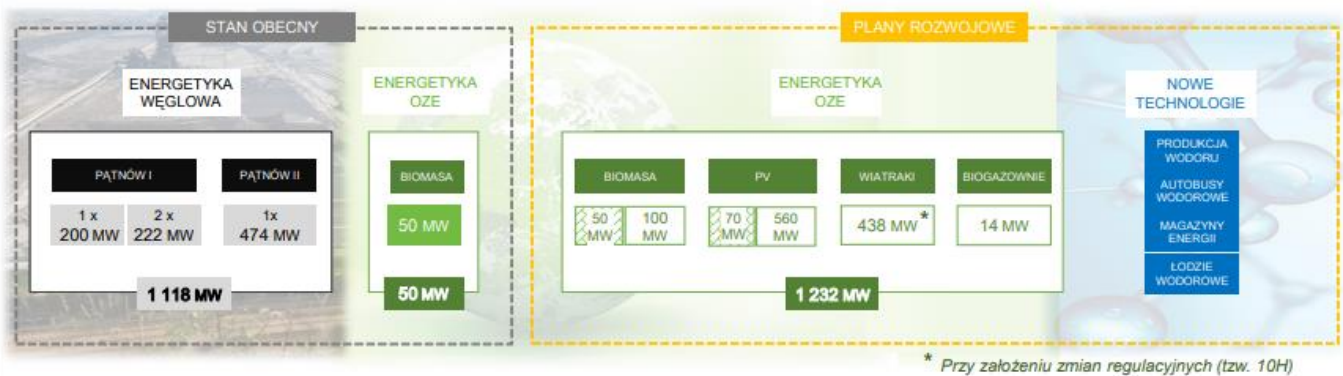
- 100 MW w biomasie
- 560 MW w PV
- 438 MW w lądowych farmach wiatrowych
- 14 MW w biogazie
- 0 MW w elektrowniach na węgiel brunatny



Spółka planowała także rozwój „nowych technologii”, takich jak: produkcja wodoru, autobusów wodorowych i magazynów energii.

Uważamy, że w związku ze sprzedażą PAK PCE Cyfrowemu Polsatowi plany te są już nieaktualne, zwłaszcza w świetle planów spółki dotyczących budowy CCGT w Adamowie i budowy elektrowni jądrowej. Dlatego teraz trzeba poczekać na aktualizację strategii spółki.

### Cele Spółki w strategii przedstawionej w roku 2020



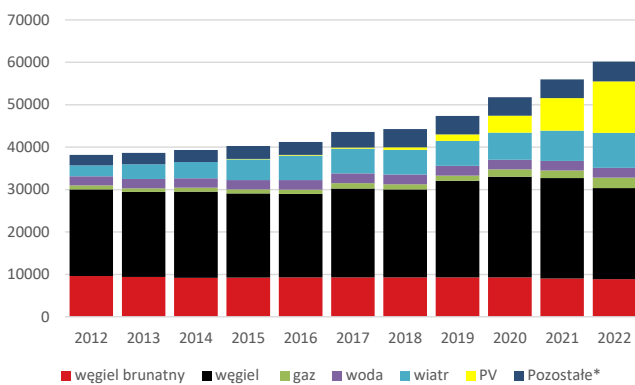
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

## Rynek energii elektrycznej

### Moc zainstalowana i wytwarzanie energii

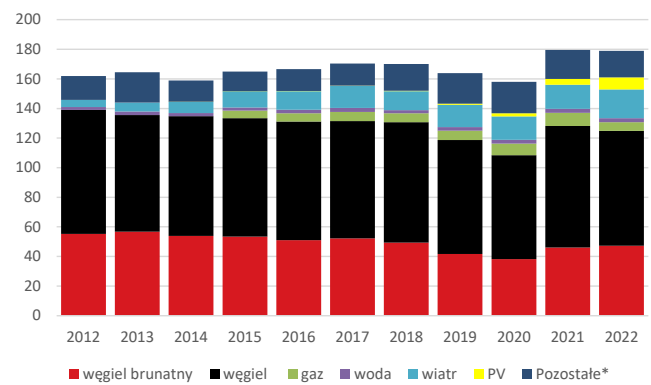
Według ARE na koniec 2022 roku w polskim systemie elektroenergetycznym było 60 GW mocy zainstalowanej, z czego elektrownie zawodowe na węgiel brunatny 8,9 GW, elektrownie zawodowe na węgiel kamienny 21 GW i elektrownie zawodowe na gaz 2,5 GW. Było też 8,3 GW wiatru, 12 GW PV i 2,3 GW wody. Pozostałą część 4,6 GW przypadły na elektrociepłownie, jednostki na biomasę i biogaz. Łącznie moce te wyprodukowały 179 TWh energii elektrycznej.

**Moc zainstalowana w Polsce (MW) 2012-2022**



Źródło: ARE, Pekao Equity Research

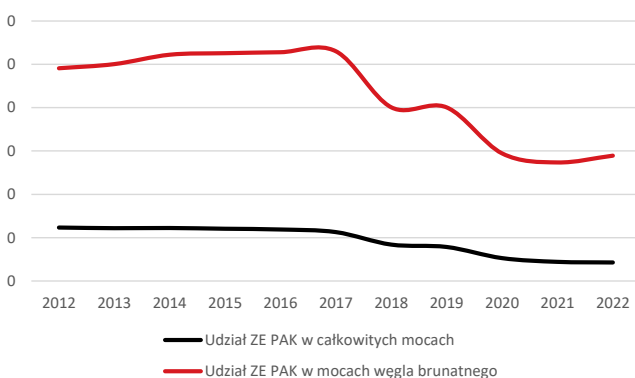
**Produkcja energii elektrycznej w Polsce (TWh) 2012-2022**



Źródło: ARE, Pekao Equity Research

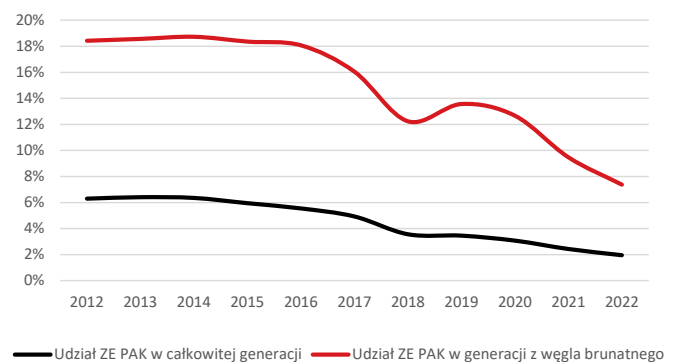
Udział ZE PAK w całkowitej mocy zainstalowanej i całkowitej produkcji energii elektrycznej systematycznie spadał na przestrzeni ostatnich lat. W 2013 roku spółka posiadała 2,5 GW mocy zainstalowanej i wyprodukowała TWh 10, co stanowiło 6% całkowitej produkcji, a na koniec 2022 roku spółka (bez PV w Brudzewie) posiadała 1,2 GW, która wyprodukowała TWh 3, co stanowiło 2% całkowitej produkcji.

**Udział ZE PAK w całkowitej mocy zainstalowanej (%) 2012-2022**



Źródło: ARE, PSE, Spółka, Pekao Equity Research

**Udział ZE PAK w całkowitej generacji (%) 2012-2022**

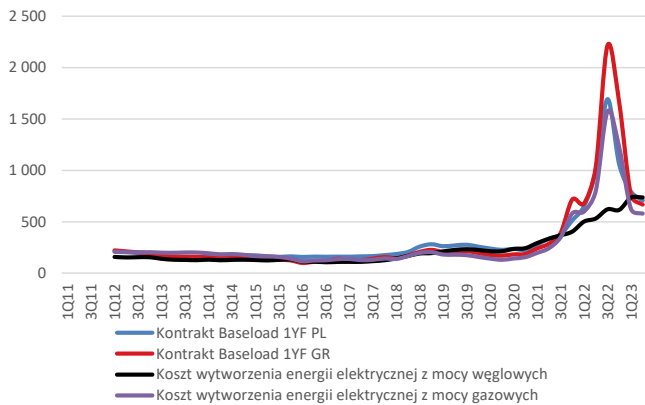


Źródło: ARE, PSE, Spółka, Pekao Equity Research

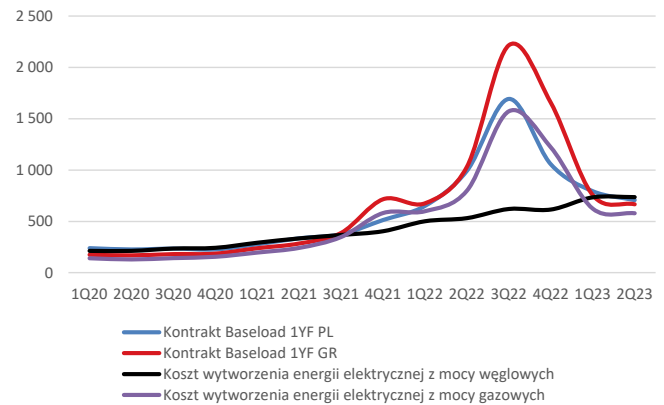
**Ceny energii elektrycznej i limity cenowe**

Ceny energii elektrycznej w Polsce, podobnie jak na innych rynkach europejskich, ustalane są w oparciu o model merit-order, w którym koszt zmienny elektrowni krańcowej determinuje cenę energii elektrycznej dla wszystkich pozostałych mocy. W Polsce, ze względu na duży udział energii z węgla kamiennego, koszt tych elektrowni ma istotny wpływ na poziom cen energii elektrycznej. Jednak niedawny kryzys energetyczny pokazał również, że rolę odgrywają także jednostki gazowe i cena na sąsiednich rynkach.

**Koszt wytworzenia energii elektrycznej z mocy węglowych i gazowych oraz cena energii elektrycznej w Polsce i Niemczech (PLN/MWh) – 1Q12-2Q23**



**Koszt wytworzenia energii elektrycznej z mocy węgla i gazu oraz cena energii elektrycznej w Polsce i Niemczech (PLN/MWh) – 1Q20-2Q23**

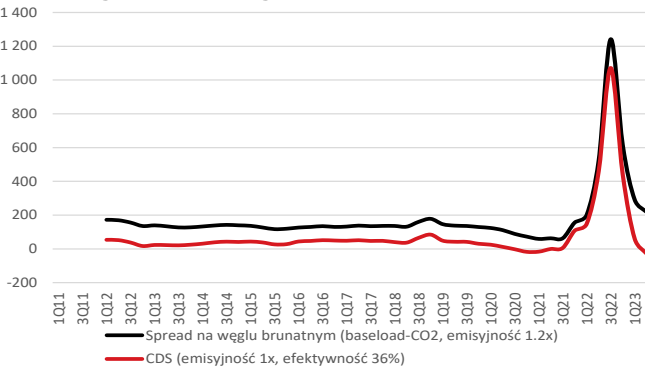


Źródło: Bloomberg, ARE, TGE, Pekao Equity Research

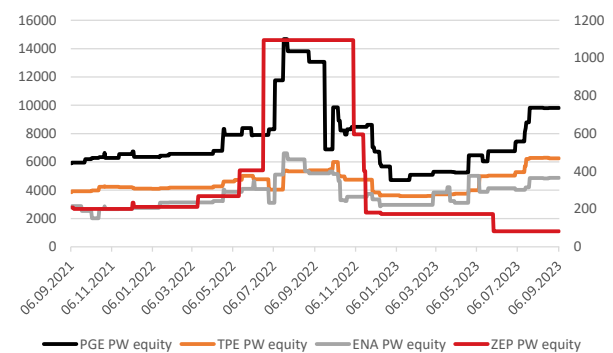
Źródło: Bloomberg, ARE, TGE, Pekao Equity Research

W wyniku istotnego wzrostu kosztów wytwarzania energii z gazu, znacząco wzrosły także ceny energii elektrycznej na Towarowej Gieldzie Energii, a średnia cena rocznego kontraktu forward z dostawą w 2023 r. osiągnęła poziom 1110 zł/MWh w 2022 r. (w porównaniu do rok wcześniej 384 zł/MWh). Ta zmiana warunków rynkowych znacząco zmienia ekonomikę elektrowni na węgiel kamienny i brunatny, w których koszty zmienne nie wzrosły tak bardzo, jak w przypadku gazu. Oczekiwano, że taka zmiana umożliwi tym elektrowniom realizację wyjątkowo wysokich zysków. Jednakże rządy, które to zauważyły, wprowadziły pułapy cenowe, które ograniczają te zyski. W Polsce wszyscy producenci energii elektrycznej z paliw kopalnych zostali zobowiązani do zapłaty całości przychodów powyżej pewnego progu, liczonych jako koszt zmienny plus 50 zł/MWh plus jednocyfrowa marża, co wyraźnie obniżyło oczekiwania ich rentowności.

**Marża na produkcji energii elektrycznej z węgla brunatnego i kamiennego**



**Oczekiwanie EBITDA na 2023 rok dla PGE (lewa oś), Enea (lewa oś), Tauron (lewa oś), ZE PAK (prawa oś)**



Source: Bloomberg, ARE, TGE, Pekao Equity Research

Source: Bloomberg, ARE, TGE, Pekao Equity Research



## Prognozy finansowe

W roku 2023/24e szacujemy skorygowaną EBITDA na poziomie 520/399 mln zł (wobec 158/82 mln zł zakładanych w naszym ostatnim raporcie). Podwyższamy nasze szacunki na te dwa lata przede wszystkim ze względu na zmianę przepisów dotyczących limitów cenowych. W naszym ostatnim raporcie zgodnie z przepisami przyjęliśmy, że górna granica ceny węgla w formule cenowej będzie wynosić 7,9 zł/GJ, jednak później ustawodawca zmienił tę formułę i obecnie sposób wyliczania górnego pułapu cenowego jest taki sam, jak przy kalkulacji pułapu cenowego dla innych technologii wykorzystujących paliwa kopalne. Zakładamy również, że w 2024 r. zostaną zastosowane przepisy dotyczące pułapów cenowych, co jest zgodne z naszymi założeniami z naszego ostatniego raportu. Dodatkowo w naszym ostatnim raporcie założyliśmy, że aktywa PAK PCE nie będą konsolidowane metodą pełną od 1 stycznia 2023 roku, obecnie po sfinalizowaniu transakcji zakładamy, że aktywa te nie będą konsolidowane od początku lipca. Podkreślamy, że raportowana EBITDA będzie wyraźnie niższa od poziomów skorygowanych, co wynika ze wzrostu rezerwy na rekultywację o 553 mln zł w segmencie wydobywania oraz pozostałych jednorazowych pozycji niepieniężnych w kwocie 56 mln zł. Dlatego też zakłada się, że raportowana EBITDA wyniesie -90 mln zł. Zakładając, że rynek mocy nie zostanie przedłużony poza 2025e dla mocy węglowych, zakładamy, że spółka wygasi elektrownie na węgiel brunatny pod koniec 2024e (co jest zgodne z zapowiedziami spółki), zatem zakładamy, że w 2025e nastąpi „luka wynikowa” przy EBITDA na poziomie 8 mln zł. Natomiast od 2026e zakładamy pełną sprawność elektrowni CCGT w Adamowie i w latach 2026/27e szacujemy EBITDA na poziomie 620/619 mln zł.

W 2023e szacujemy CAPEX na 379 mln zł, związany przede wszystkim z aktywami OZE, które od 2 poł. 2023 nie będą w pełni konsolidowane. Zakładamy, że spółka zacznie wydawać CAPEX na CCGT w Adamowie 600 MW w 2024e, a uruchomi ten blok w 2026e. Całkowite nakłady inwestycyjne na te jednostki szacujemy na 2,5 mld zł. W naszych szacunkach nie zakładamy budowy elektrowni jądrowej ani dołączenia nowych OZE. Podkreślamy, że zamknięcie aktywów węgla brunatnego wiąże się z rekultywacją terenów pogórnich, którą spółka szacuje na 915 mln zł, które – jak zakładamy – wyda spółka w ciągu najbliższych 10 lat.

### Prognozy

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>EBITDA adj.</b>	<b>142</b>	<b>269</b>	<b>373</b>	<b>532</b>	<b>390</b>	<b>8</b>	<b>630</b>	<b>527</b>
<b>EBITDA</b>	<b>148</b>	<b>243</b>	<b>391</b>	<b>-78</b>	<b>390</b>	<b>8</b>	<b>630</b>	<b>527</b>
Generacja	119	205	299	386	267	0	0	0
Gaz	0	0	0	0	0	0	622	519
Wydobycie	8	80	50	-477	116	0	0	0
Pozostałe	21	-42	43	13	8	8	8	8
<b>CAPEX</b>	<b>63</b>	<b>410</b>	<b>602</b>	<b>393</b>	<b>1 299</b>	<b>1 263</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
Generacja	54	384	583	368	30	0	0	0
Gaz	0	0	0	0	1 260	1 260	48	49
Wydobycie	7	23	17	22	6	0	0	0
Pozostałe	3	2	2	3	3	3	3	3

Source: Company, Pekao Equity Research

Inwestycje w nowe moce, rozliczenie obowiązku CO2 oraz obowiązek rekultywacji terenów pogórnich silnie zwiększą poziom długu netto do 0,6/2,2/2,0 mld zł w roku 2024/25/26e (wobec -365 mln zł w roku koniec 2023e), co implikuje ND/EBITDA na poziomie 1,5/286/3,7x. Doprowadzi to do wyjątkowo wysokich poziomów ND/EBITDA w roku 2025e, kiedy spodziewana jest „luka wynikowa” (po



zamknięciu mocy na węglu brunatnym i przed uruchomieniem CCGT w Adamowie), niemniej jednak uważamy, że banki powinny zaakceptować takie poziomy ponieważ spółka uruchomi CCGT w 2026e, a także, ze względu na to, że ZE PAK posiada udziały w PAK PCE o wartości PLN 603mn

## Czynniki ryzyka

**Ryzyko cen energii, gazu i CO2.** Niższe od oczekiwanych ceny energii elektrycznej oraz wyższe koszty gazu i CO2 powinny mieć negatywny wpływ na rentowność bloku gazowego. Silny wzrost cen gazu mógłby nawet doprowadzić do tego, że CCGT nie będzie produkować energii elektrycznej i jedynymi przychodami będą przychody z rynku mocy.

**Ryzyko współczynników obciążenia.** Niższe współczynniki obciążenia dla węgla brunatnego w roku 2023/24e i gazu od roku 2026e spowodują obniżenie wyceny odpowiednio segmentu węgla brunatnego i gazu.

**Rozwój odnawialnych źródeł energii i magazynów energii.** Szybszy niż oczekiwano rozwój mocy odnawialnych i magazynów energii w polskim systemie elektroenergetycznym może mieć wpływ na współczynniki obciążenia gazem i może obniżyć cenę energii elektrycznej, zmniejszając rentowność mocy gazowych.

**Ryzyko wzrostu kosztów budowy nowego CCGT Adamów.** W świetle rosnących cen surowców widzimy ryzyko, że nakłady inwestycyjne na Adamów przekroczą nasze szacunki, co może obniżyć rentowność tego projektu.

**Ryzyko limitów cenowych.** W przypadku przedłużenia limitów cenowych poza rok 2024e, widzimy ryzyko pogorszenia rentowności projektu CCGT Adamów.

## ESG rating

Utilities	E	S	G
Punkty	0.69	1.14	1.23
Waga sektorowa	60%	20%	20%
<b>Punktacja ESG</b>	<b>0.89</b>		
<b>ESG Rating</b>	<b>C</b>		

	punkty od:	do	Rating	Wpływ na WACC (% of RFR)
<b>Punktacja ESG</b>	1.5	2	<b>A</b>	-15.00%
	1	1.5	<b>B</b>	-7.50%
	0.5	1	<b>C</b>	0%
	0	0.5	<b>D</b>	15.00%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

## Podsumowanie wyceny

W naszej wycenie zdecydowaliśmy się wycenić każdy segment osobno, ponieważ uważamy, że każdy segment ma inne czynniki zwrotu i ryzyko związane z jego działalnością. Następnie, aby oszacować docelową cenę akcji, sumujemy wartość przedsiębiorstwa każdego segmentu i odejmujemy zadłużenie netto oraz udział mniejszościowy na koniec 2023 roku. W wycenie wykorzystaliśmy 10-letni DCF;



biorąc jednak pod uwagę, że każdy segment ma inny profil ryzyka, zastosowaliśmy różne stopy dyskontowe w oparciu o następujące założenia:

- Risk free rate 5.6% in the period 2024-33e and 4% in TV
- ERP 6.0% in the period 2023-32e and 5% in TV
- Debt premium 2.5%
- Tax rate 19%
- Unleveraged beta of 1.2x for gas and lignite, 1.0x for other segments

#### Lignite power and mines

W wycenie tego segmentu założyliśmy, że spółka zaprzestanie wydobycia i produkcji energii elektrycznej z końcem 2024 roku, a w wycenie tych aktywów uwzględniamy jedynie wyniki za 2024 rok. Wynik 2023e znajduje odzwierciedlenie w poziomie długu netto na koniec 2023e.

#### Wycena elektrowni na węgiel brunatny

#### Wycena kopalń węgla brunatnego

	2024e		2024e
<b>WACC</b>	<b>12.6%</b>	<b>WACC</b>	<b>12.6%</b>
EBITDA	267	EBITDA	116
EBIT	237	EBIT	109
NOPAT	192	NOPAT	89
Deprecjacja i amortyzacja	30	Deprecjacja i amortyzacja	6
Nakłady inwestycyjne	-30	Nakłady inwestycyjne	-6
<b>FCFF</b>	<b>192</b>	<b>FCFF</b>	<b>89</b>
Zdyskontowane FCF 31.12.2023	170	Zdyskontowane FCF 31.12.2023	79
<b>Wartość przedsiębiorstwa 31.12.2023</b>	<b>170</b>	<b>Wartość przedsiębiorstwa 31.12.2023</b>	<b>79</b>

Source: Company, Pekao Equity Research

**CCGT Adamów**

Zakładamy, że CCGT w Adamowie zostanie uruchomiony w 2026e i zakładamy CAPEX na poziomie 2,5 mld zł.

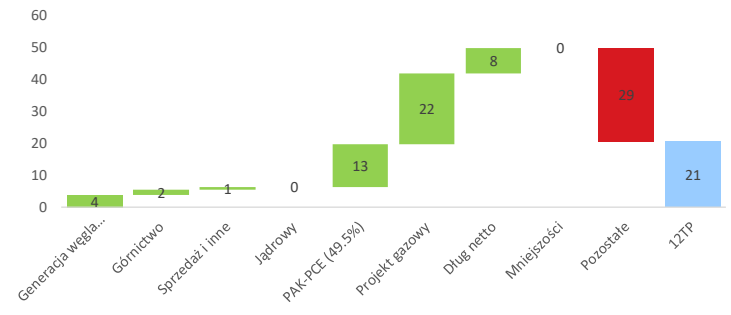
**Valuation of CCGT Adamów**

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Terminal Year
<b>WACC</b>	12.6%	12.5%	12.5%	12.5%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	10.1%
EBITDA	0	0	622	519	556	589	602	616	630	645	645
EBIT	0	0	559	457	494	527	541	555	569	583	583
NOPAT	0	0	453	370	400	427	438	449	461	473	473
Deprecjacja i amortyzacja	0	0	63	63	62	62	62	61	61	61	61
Nakłady inwestycyjne	-1 260	-1 260	-48	-49	-50	-51	-52	-54	-55	-57	-61
<b>FCFF</b>	<b>-1 260</b>	<b>-1 260</b>	<b>468</b>	<b>384</b>	<b>412</b>	<b>437</b>	<b>447</b>	<b>457</b>	<b>467</b>	<b>477</b>	<b>473</b>
Zdyskontowane FCF 31.12.2023	-1 119	-995	328	239	228	215	195	177	161	146	1 439
<b>Wartość przedsiębiorstwa 31.12.2023</b>	<b>1 016</b>										

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Podsumowanie wyceny**
**Podsumowanie wyceny**

SOTP	EV (PLNm)
Generacja z węgla brunatnego	170
Górnictwo	79
Sprzedaż i inne	44
Jądrowy	0
PAK-PCE (49.5%)	603
Projekt gazowy	1 016
<b>Wartość przedsiębiorstwa – 31 grudnia 2022 r</b>	<b>1 912.09</b>
Diług netto (31.12.2023)	-361.95
Mniejszości (31.12.2023)	0.00
Pozostałe	1 333.12
<b>Wartość kapitału własnego (31 grudnia 2023 r.)</b>	<b>940.9</b>
Liczba udostępnień	50.8
<b>Cena docelowa 12M za akcję</b>	<b>20.6</b>
Cena akcji 08 września 2023 r	19.5
Plusy/minusy w porównaniu z obecną ceną	5.6%



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Wycena porównawcza**
**Wycena porównawcza**

Nazwa spółki	Ticker	Kapitalizacja (EURmn)	EV/EBITDA			P/E			Stopa dywidendy (%)			DN/EBITDA (x)	CAGR EBITDA
			2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e		
RWE AG	NIEMCY	27604	5.7	6.4	5.2	11.4	13.8	14.7	2.7	2.8	2.8	-0.2	-0.3
EVN AG	AUSTRIA	4155	7.6	7.5	n.a.	11.2	10.6	11.2	3.8	3.5	2.4	1.5	0.0
IREN SPA	WŁOCHY	2455	5.6	5.4	5.2	8.5	8.0	7.0	6.9	7.9	8.5	3.5	0.1
CEZ AS	CZECHY	20424	5.2	5.7	8.2	13.3	14.6	11.4	6.3	6.2	6.1	1.1	0.0
ENDESA SA	HISZPANIA	20328	6.6	6.2	6.5	11.7	10.3	10.3	6.0	6.9	6.9	1.7	0.1
ENEL SPA	WŁOCHY	63186	6.2	6.1	5.9	9.6	9.2	9.8	7.0	7.0	7.3	3.7	0.1
ENGIE	FRANCJA	36057	5.6	5.7	6.8	8.6	8.9	10.3	7.9	7.5	6.4	4.9	-0.1
FORTUM OYJ	FINLANDIA	11059	7.0	7.2	7.9	10.7	11.2	13.3	7.5	7.2	6.4	1.7	-0.1
<b>Mediana</b>			<b>5.9</b>	<b>6.1</b>	<b>6.5</b>	<b>11.0</b>	<b>10.4</b>	<b>10.8</b>	<b>6.6</b>	<b>7.0</b>	<b>6.4</b>	<b>1.7</b>	<b>0.0</b>
<b>ZE PAK</b>			<b>4.1</b>	<b>414.3</b>	<b>4.8</b>	<b>3.4</b>	<b>-22.5</b>	<b>3.3</b>					
Premia/(dyskonto)			-31%	6666%	-26%	-69%	-316%	-70%					
<b>Implikowana cena na akcję (PLN)</b>			<b>33.8</b>	<b>-43.3</b>	<b>40.7</b>	<b>63.2</b>	<b>-9.0</b>	<b>64.6</b>					

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



**Tabela z kluczowymi danymi finansowymi**

	<b>2023p</b>	<b>2024p</b>	<b>2025p</b>
EPS GAAP	-3.7	5.8	-0.9
Revenue	4 706	4 207	410
EBIT	-124	351	6
EBITDA	-78	390	8
Net income GAAP	-188	293	-44
Net debt	-362	604	2249
BPS	10.5	16.3	14.0
DPS	0	0	0
Return on Equity %	-30%	43%	-6%
Return on Assets %	-5%	10%	-1%
Depreciation	47	39	2
Amortization	0	0	0
Free Cash Flow	-887	-966	-1 645
CAPEX	-393	-1 299	-1 263

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research





**Kluczowe dane finansowe**

<b>Rachunek zysków i strat (PLN mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Przychody	2 207	2 451	4 200	4 706	4 207	410	2 271
EBITDA	148	243	391	-78	390	8	630
EBITDA znorm.	142	269	373	532	390	8	630
EBIT	-291	-513	351	-124	351	6	565
Przychody/(koszty) finansowe i pozostałe	-12	-6	-33	-58	10	-50	-188
Zysk przed opodatkowaniem	-303	-519	318	-182	362	-44	376
Podatek	77	201	-103	-5	-69	0	-71
Zysk netto	-222	-317	203	-188	293	-44	305
Zysk netto na akcję	-4.4	-6.2	4.0	-3.7	5.8	-0.9	6.00

<b>Bilans (PLN mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Aktywa obrotowe ogółem</b>	<b>1 021</b>	<b>2 038</b>	<b>2 561</b>	<b>1 849</b>	<b>1 083</b>	<b>1 239</b>	<b>1 479</b>
Gotówka i ekwiwalenty	498	507	1 463	771	5	161	401
Inne aktywa obrotowe	523	1531	1098	1078	1078	1078	1078
<b>Razem środki trwałe</b>	<b>1 857</b>	<b>1 274</b>	<b>1 979</b>	<b>887</b>	<b>2 147</b>	<b>3 334</b>	<b>3 319</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 710	1 228	1 788	781	2 042	3 228	3 213
Inne środki trwałe	147	46	190	105	105	105	105
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>2 879</b>	<b>3 312</b>	<b>4 539</b>	<b>2 736</b>	<b>3 230</b>	<b>4 572</b>	<b>4 798</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>951</b>	<b>525</b>	<b>724</b>	<b>536</b>	<b>829</b>	<b>711</b>	<b>1 016</b>
Mniejszości	-2	0	491	0	0	0	0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>861</b>	<b>795</b>	<b>1 199</b>	<b>1 001</b>	<b>1 203</b>	<b>2 930</b>	<b>2 857</b>
Długoterminowe zadłużenie	51	291	677	247	447	2247	2247
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	810	504	522	754	755	682	609
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 068</b>	<b>1 993</b>	<b>2 126</b>	<b>1 199</b>	<b>1 199</b>	<b>932</b>	<b>926</b>
Dług krótkoterminowy	55	209	495	162	162	162	162
Inne zobowiązania bieżące	1 013	1 784	1 631	1 037	1 037	770	764
<b>Razem kapitał własny i pasywa</b>	<b>2 879</b>	<b>3 312</b>	<b>4 539</b>	<b>2 736</b>	<b>3 230</b>	<b>4 572</b>	<b>4 798</b>
Dług netto	-391	-7	-291	-362	604	2249	2008

<b>Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Zysk netto przed opodatkowaniem	-303	-519	318	-182	362	-44	376
Podatki i amortyzacja	153	119	49	47	39	2	65
Pozostałe (w tym WC)	316	406	136	-359	-67	-340	-150
<b>Operacyjne przepływy pieniężne</b>	<b>166</b>	<b>7</b>	<b>503</b>	<b>-494</b>	<b>333</b>	<b>-382</b>	<b>291</b>
Wydatki inwestycyjne	-63	-410	-602	-393	-1 299	-1 263	-50
Pozostałe	6	18	-49	0	0	0	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-58</b>	<b>-391</b>	<b>-651</b>	<b>-393</b>	<b>-1 299</b>	<b>-1 263</b>	<b>-50</b>
Dywidendy	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-25	393	1104	195	200	1800	0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-25</b>	<b>393</b>	<b>1 104</b>	<b>195</b>	<b>200</b>	<b>1 800</b>	<b>0</b>
Zmiana gotówki	83	9	956	-692	-766	155	241
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>498</b>	<b>507</b>	<b>1 463</b>	<b>771</b>	<b>5</b>	<b>161</b>	<b>401</b>
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

<b>zmiana r/r</b>							
Przychody	-23%	11%	71%	12%	-11%	-90%	454%
EBITDA	-64%	89%	39%	43%	-27%	-98%	7954%
EBIT	-31%	76%	-169%	n.a.	n.a.	-98%	9847%
Zysk netto	-50%	43%	-164%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zysk netto na akcję	1738%	43%	-164%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

<b>Marże</b>							
EBITDA	6.7%	9.9%	9.3%	-1.7%	9.3%	1.9%	27.7%
EBIT	-13.2%	-20.9%	8.4%	-2.6%	8.4%	1.4%	24.9%
Zysk netto	-10.1%	-12.9%	4.8%	-4.0%	7.0%	-10.7%	13.4%
ROE	-20.9%	-43.0%	32.6%	-29.9%	42.9%	-5.7%	35.3%

<b>Wskaźniki bilansowe</b>							
BVPS (PLN)	18.7	10.3	14.2	10.5	16.3	14.0	20.0
Dług netto/EBITDA	-2.8	0.0	-0.8	-0.7	1.5	287.6	3.2
Dług bankowy/kapitał własny	11.2%	95.2%	161.9%	76.3%	73.5%	338.9%	237.2%

Source: Company, Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY DNIA 11 WRZEŚNIA 2023 ROKU O godzinie 7:45 CET.  
NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ ROZPOWSZECHNIONY DNIA 11 WRZEŚNIA 2023 ROKU O 8:00 CET.  
TREŚĆ TEGO RAPORTU NIE ZOSTAŁA UDOSTĘPNIONA ŻADNEJ ZE SPÓŁEK WYMIENIONYCH W NINIEJSZYM RAPORCIE.

**ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:**

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki 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](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

**INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:**

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

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

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

#### UJAWNIEŃ W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

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

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Marcin Górnik	Analityk	ZE PAK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i

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

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

#### **METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:**

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

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

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

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

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

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

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

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



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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

#### **WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:**

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

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość 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) wyliczony na podstawie oczekiwanych wyników.

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy