

ZE PAK

Węgiel odchodzi, katalizatorów brak, a projekt gazowy może generować zbyt mały upside

Przed ZE PAK najprawdopodobniej kolejny trudny rok, który nie przyniesie zmiany percepcji spółki. Do oddania bloku gazowego do użytkowania zostało jeszcze półtora roku, ale nawet wtedy wydaje się, że ZE PAK nie będzie przesadnie atrakcyjnie wyceniony, o ile nowy blok nie zaskoczy pozytywnie pod względem rentowności, przez co w naszej ocenie ZE PAK posiada obecnie ograniczony potencjał inwestycyjny.

W ramach obecnie prowadzonej działalności węglowej, Zarząd planuje wygaszenie bloku 474 MW do końca 1H'26, co może obniżyć sprzedaż energii o 50% r/r (do 0,7 TWh). Mimo wzrostu przychodów z rynku mocy do 142 mln zł, 2026e pozostanie najpewniej rokiem ujemnej EBITDA (ok. -52 mln zł) z uwagi na wolniejszą redukcję kosztów stałych (w tym wynagrodzeń) i negatywną dźwignię operacyjną. Dodatkowo segment węglowy obciążają ok. 900 mln zł przyszłych kosztów rekultywacji i rezerw CO2. W 2027e możliwa jest symbolicznie dodatnia EBITDA, dzięki dalszej optymalizacji kosztów i potencjalnemu udziałowi w kolejnej aukcji mocy. Aczkolwiek biorąc pod uwagę transformację jaką przechodzi ZE PAK, z tymi szacunkami wiąże się większa niż zazwyczaj niepewność.

Budowa CCGT Adamów (77% zaawansowania) ma ruszyć w 3Q'27. Budżet projektu wzrósł do ok. 3,3 mld zł i w grudniu 2025 spółka zabezpieczyła finansowanie w wysokości 2,2 mld zł, z opcją zwiększenia o 0,5 mld zł. Jednostka wygrała aukcję mocy w 2021, gwarantując sobie 197 mln zł rocznie do 2042 r., jednak z powodu opóźnień nie rozpocznie świadczenia usług od 2026, co oznacza utratę części przychodów oraz kary (ok. 12 mln zł w 2026e i ok. 25 mln zł w 2027e). W praktyce efektywny okres wsparcia skróci się do ponad 15 zamiast 17 lat. Choć finansowanie zostało domknięte, wyższy budżet i krótszy czas obowiązywania kontraktu mocowego obniżają atrakcyjność projektu. Kluczowe dla jego rentowności pozostaną nie tylko przychody z rynku mocy, ale również warunki rynkowe – poziom clean spark spread (CSS) oraz przyszły load factor, zależne od tempa zmian w miksie energetycznym Polski i cen energii, gazu oraz CO2. Wyniki naszego modelowania wskazują, że w ramach obecnych perspektyw miksu energetycznego Polski oraz cen surowców energetycznych, jednostka typu CCGT powinna uzyskiwać CSS na poziomie ok. PLN 50/MWh w latach 2026-30e, w scenariuszu, gdzie ceny CO2 utrzymują się na poziomie ok. 70-80 EUR/t. W początkowym okresie elektrownia może uzyskać load factor na poziomie ok. 60%, ale w kolejnych latach będzie on stopniowo spadał, początkowo z uwagi na nowe moce w OZE (w tym offshore) oraz magazyny, później z uwagi na atom. Dodatkowo ryzyko reformy ETS i dalszy spadek cen uprawnień sprawia, że perspektywy dla tego projektu mogą okazać się gorsze niż zakładamy z uwagi, że niższe ceny CO2 przekładają się negatywnie na spread na wytwarzaniu.

Zwracamy uwagę, że poza projektem gazowym, ZE PAK posiada portfel projektów OZE oraz 49% PAK-PCE (z ryzykiem istotnego rozwodnienia), których łączną wartość szacujemy na ok. 910 mln zł, jednak ich monetizacja pozostaje odległą.

Obniżamy naszą rekomendację z KUPUJ do TRZYMAJ, z uwagi na: i) wyższe niż szacowaliśmy nakłady związane z projektem gazowym, (ii) niższe oszacowanie wartości udziałów PAK-PCE, (iii) wyższe koszty związane z wolniejszym ograniczaniem kosztów w ramach kończącej się działalności węglowej. Cenę docelową akcji obniżamy do 20,32 zł (13.2% potencjał wzrostu).

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

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	3,106	2,185	1,274	756	805	1,684
EBITDA	728	282	-80	-56	151	379
EBIT	689	265	-137	-76	88	246
Zysk netto	745	263	-149	-111	-11	109
EPS	14.7	5.2	-2.9	-2.2	-0.2	2.1
Przychody y/y	-26%	-30%	-42%	-41%	6%	109%
EBITDA y/y	86%	-61%	na	na	na	152%
DPS (PLN)	-	-	-	-	-	-
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (x)	1.5	3.5	neg.	neg.	neg.	9.7
EV/EBITDA (x)	0.7	4.4	neg.	neg.	16.4	7.5

Źródło: Spółka, BM Pekao

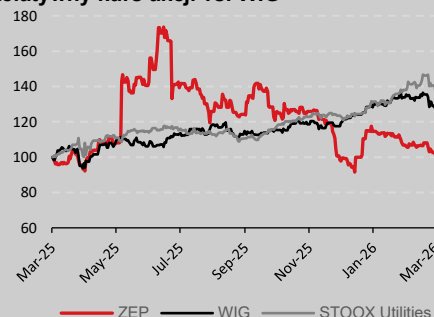
TRZYMAJ (poprzednio Kupuj)

Cena docelowa **PLN 20.32**

Upside to TP **13.2%**
Cena z 6 marca 2026 **PLN 17.96**

ESG rating **C**
Ocena końcowa ESG **0.94**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

4Q'25 wyniki	28.04.2026
1Q'26 wyniki	29.05.2026
2Q'26 wyniki	25.09.2026
3Q'26 wyniki	27.11.2026

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	ZEP PW
Free float (%)	15.2
MCAP (mln zł)	913
Liczba akcji (mln)	50.8

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

Andrzej Kędzierski, CFA
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl



Ostatnie wydarzenia

- **Wyniki finansowe za 3Q'25 okazały się rozczarowujące, choć są w dużej mierze konsekwencją wychodzenia z węgla**

Wyniki za 3Q'25 okazały się poniżej zarówno naszych oczekiwań, jak i konsensusu rynkowego, głównie z powodu konsolidacji wyników PAK-PCE, które rozczarowały – wysokie koszty amortyzacji i finansowe znacząco obniżyły wynik. Segment Zielonej Energii Cyfrowego Polsatu osiągnął EBITDA na poziomie 52 mln zł. Po skorygowaniu EBITDA o wpływ PAK-PCE, wynik wyniósłby -13 mln zł, wobec naszych skorygowanych oczekiwań na -14 mln zł. Operacyjnie wyniki były w dużej mierze zgodne z naszymi prognozami.

ZE PAK uzyskał wyższy niż oczekiwaliśmy spread na wytwarzaniu (169 zł/MWh vs. 154 zł/MWh), co pozytywnie wpłynęło na wynik o ok. 4 mln zł, ale jednocześnie przychody z rynku mocy były niższe od prognoz o 8 mln zł. Spółka zaskoczyła niższymi kosztami finansowymi, choć jest to prawdopodobnie kwestia księgowa – przy obecnym zadłużeniu odsetki kwartalne powinny wynosić ok. 10 mln zł, podczas gdy w sprawozdaniu są pomijalne.

Na konferencji wynikowej Zarząd wyjaśnił, że przychody z rynku mocy były niższe od oczekiwań z powodu niepewności prawnej związanej z brakiem decyzji Komisji Europejskiej o derogacji rynkowej. Oczekuje się, że te przychody zostaną ujęte w 4Q'25, co powinno wspierać wyniki kwartalne. Zarząd zaznaczył też, że spółka nie ponosi kosztów wynagrodzeń dla pracowników na urlopach górniczych – pokrywa je Skarb Państwa. Obecnie dotyczy to 130 z 2,212 pracowników, a liczba ta ma znacząco wzrosnąć w przyszłym roku. Do końca 2026 r. zatrudnienie ma spaść o kilkaset osób, głównie w górnictwie.

Zarząd nie wyklucza, że przy okazji publikacji wyników za 4Q'25 może przedstawić nową strategię. Biorąc pod uwagę pozytywny odbiór strategii innych spółek energetycznych, nowa strategia ZE PAK mogłaby pozytywnie wpłynąć na sentyment, choć nie spodziewamy się przełomowych zmian.

ZE PAK: 3Q'25 Wyniki finansowe, mln zł (o ile nie wskazano inaczej)

Łachunek zysków i strat (PLNm)	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons.
Przychody	522	521	623	309	335	331	-36%	-1%	292	13%	314	6%
EBITDA	93	33	129	-5	-24	-30	na	na	-15	102%	-9	236%
Działalność węglowa	58	12	110	5	-26	-17	na	-34%	-17	1%		
Wytwarzanie	-15	-11	138	-32	-50	-62	na	24%	-38	63%		
Wydobycie	72	22	-28	37	24	45	101%	87%	21	113%		
Pozostałe	36	22	18	-11	2	-13	na	na	2	na		
EBIT	89	30	122	-9	-47	-35	na	-25%	-18	94%	-22	59%
Koszty finansowe netto	1	-4	-6	-4	-15	-1	na	-90%	-15	-90%		
Podatek dochodowy	20	8	7	0	-4	-3	na	-23%	0	na		
Zysk netto	110	33	124	-14	-66	-40	-219%	-40%	-33	20%	-35	13%
Marża EBITDA	18%	6%	21%	-2%	-7%	-9%			-5%		-3%	
Marża EBIT	17%	6%	20%	-3%	-14%	-11%			-6%		-7%	
Marża zysku netto	21%	6%	20%	-4%	-20%	-12%			-11%		-11%	
CF (PLNm)												
OCF	252	92	31	96	-9	167	81%	na	95	76%		
% EBITDA	271%	278%	24%	-1771%	36%	na						
CAPEX	-365	-25	-89	-187	-360	-326	1215%	-10%	-367	-11%		
FCF	-113	68	-57	-90	-368	-159	na	-57%	-272	-42%		
Zadłużenie												
Dług netto	-464	-532	-472	-384	-7	164	na	na	280	-41%		
ND / EBITDA	-0.5x	-0.9x	-1.7x	-1.5x	-0.1x	2.4x	na	na	3.5x	-33%		
Dług netto skorygowany*	459	537	129	368	834	1,057	97%	27%	1,238	-15%		
KPIs												
Wytwarzanie												
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.31	0.39	0.46	0.41	0.37	0.28	-27%	-24%	0.30	-8%		
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.19	0.12	0.08	0.05	0.13	0.15	25%	15%	0.12	25%		
Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)	731	722	836	597	555	545	-24%	-2%	535	2%		
Emisja CO2 (mnt)	0.40	0.50	0.60	0.49	0.40	0.34	-32%	-15%	0.34	-1%		
Zrealizowana cena CO2 (PLN/t)	398	381	288	275	329	310	-19%	-6%	336	-8%		
Koszt CO2 per MWh	514	493	373	328	356	376	-24%	6%	381	-1%		
Współczynnik emisji (t/MWh)	1.29	1.30	1.29	1.20	1.08	1.21	-6%	12%	1.14	7%		
Spread (cena energii-CO2, PLN/MWh)	217	228	464	269	200	169	-26%	-15%	154	9%		
Wydobycie												
Żużycie węgla (mnt)	0.39	0.53	0.62	0.51	0.42	0.35	-34%	-17%	0.37	-5%		
Implikowany koszt wydobycia (PLN/t)	312	246	212	168	215	160	-35%	-26%	200	-20%		
Przychody na tonę (PLN/t)	455	279	147	233	292	325	17%	11%	268	21%		

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

Źródło: Spółka, BM Pekao

■ Wyniki programu wsparcia magazynów energii NFOŚiGW

Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (NFOŚiGW) opublikował w grudniu listę rankingową wniosków złożonych w ramach programu „Magazyny energii elektrycznej i związana z nimi infrastruktura dla poprawy stabilności polskiej sieci elektroenergetycznej”. Do finansowania zakwalifikowano łącznie 183 projekty, które łącznie obejmują inwestycje na poziomie 11,6 mld zł oraz wsparcie finansowe w wysokości 4,15 mld zł.

ZE PAK komunikował swoje ambicje w tym obszarze, jednak żaden z podmiotów znajdujących się na liście rankingowej nie jest bezpośrednio powiązany z ZE PAK ani PAK-PCE. W rezultacie nie uwzględniamy w naszych projekcjach ani wycenie planów związanych z magazynami energii.

Wyniki programu wsparcia magazynów energii z perspektywy polskich utilities

Company	Budget (PLNm)	Subsidy (PLNm)	%	Comment
Tauron	1,307.6	537.8	41%	Confirmed
Energa	466.2	209.8	45%	Confirmed
PGE	446.4	178.1	40%	Pekao estimates
Polenergia	119.9	43.9	37%	Pekao estimates
ENEA	54.7	24.2	44%	Pekao estimates
ZE PAK	0.0	0.0	na	Pekao estimates
Total	2,394.9	993.8	41%	

Source: NFOŚiGW, Pekao Equity Research

■ **Zawarcie umowy kredytowej dla CCGT Adamów adresująca problemy w zakresie ryzyka braku pozyskania finansowania oraz kontynuacji działalności**

Spółka zależna ZE PAK, PAK CCGT, podpisała w grudniu 2025 umowę kredytową na finansowanie kosztów budowy flagowego projektu CCGT Adamów (574 MW). Umowa obejmuje: (i) kredyt terminowy do 2,155 mln zł, (ii) finansowanie VAT do 100 mln zł, (iii) kredyt odnawialny do 40 mln zł, z możliwością rozszerzenia do 500 mln zł, co daje łączną kwotę finansowania do 2,8 mld zł. Kredyt terminowy może zostać wykorzystany m.in. na spłatę istniejącego zadłużenia spółki. Odsetki są zmienne (WIBOR + marża). Kredyt terminowy ma zostać spłacony w całości do końca 2042 r., przy możliwości wcześniejszych spłat. Zapewnienie tego finansowania w praktyce eliminuje wcześniej wskazane ryzyko braku kontynuacji działalności, umożliwiając pełne ukończenie projektu oraz spłatę krótkoterminowego finansowania pomostowego.

■ **Sprzedaż 50% udziałów PGE w PGE PAK Energia Jądrowa**

Ani PGE, ani ZE PAK nie ujawniły wartości transakcji w swoich komunikatach. Warto zauważyć, że ZE PAK w 2Q'25 zaksięgował odpis w wysokości 15 mln zł dotyczący aktywów finansowych związanych z projektem jądrowym, ponieważ nie widział perspektyw pełnego odzyskania zainwestowanych środków. Dodatkowo, jednostkowe sprawozdanie finansowe PGE PAK Energia Jądrowa S.A. wykazywało na koniec 4Q'24 kapitał własny w wysokości 20 mln zł i PGE PAK Energia Jądrowa nie była właścicielem gruntów, na których mogłaby powstać elektrownia atomowa. Naszym zdaniem sprzedaż 50% udziałów prawdopodobnie odbyła się za mniej niż 10 mln zł, co sprawia, że transakcja jest nieistotna z punktu widzenia wyceny i traktujemy to bardziej jako porządkowanie struktury organizacyjnej.

Investment story

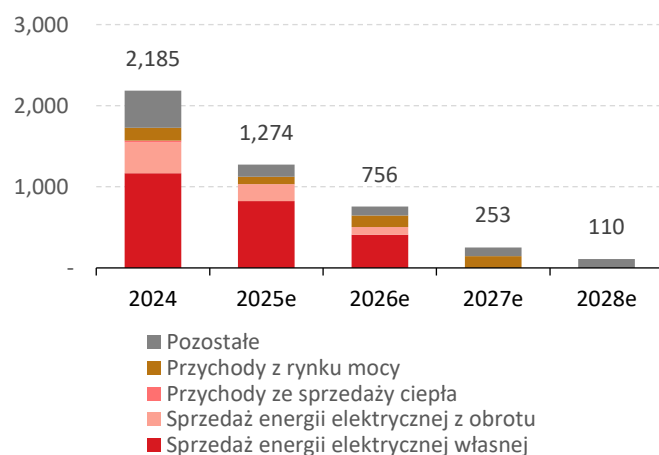
- **Zakończenie w 2026 działalności związanej z węglem brunatnym będzie wiązało się z poniesieniem w przyszłych latach prawie 1 mld zł kosztów, a wyniki w kolejnych kwartałach będą w dalszym ciągu pod presją**

Zarząd przewiduje, że generacja energii elektrycznej przez ostatni 474 MW blok węglowy prowadzona będzie nie dłużej niż do końca I półrocza 2026 roku. Zakładamy, że w rezultacie sprzedaż energii własnej spadnie z 1.4 TWh w 2025e do 0.7 TWh w 2026e (-50%). Dodatkowo przez cały 2026 rok blok ten będzie świadczył usługi związane z rynkiem mocy w związku z kontraktem mocowym uzyskanym w wyniku wygranej w aukcji uzupełniającej na 2026 rok (142 mln zł vs. 89 mln zł w 2025e).

Wyższe przychody z rynku mocy mogą być jednak niewystarczające, do istotnej poprawy wyników w 2026e z uwagi, że realizowana redukcja kosztów stałych towarzyszących prowadzonej działalności może okazać się proporcjonalnie mniejsza w stosunku do skali zmniejszenia przychodów i będzie to **prawdopodobnie kolejny rok z negatywnym wynikiem EBITDA (szacujemy skor. EBITDA na -52 mln zł w 2026e vs. -80 mln zł w 2025e)**. Główny problem widzimy w zakresie redukcji wielkości zatrudnienia. Na koniec 2025e ZE PAK zatrudniał ok. 2,2 tys. osób, co przekłada się na ok. 329 mln zł wynagrodzeń. Biorąc pod uwagę, że Zarząd planuje optymalizację zatrudnienia o kilkaset miejsc pracy (w tym urlopy górnicze/energetyczne), szacujemy, że liczba miejsc pracy może się zmniejszyć do ok. 1,5 tys. na koniec 2026e, co wygenerowałoby ok. 104 mln zł oszczędności. Widzimy jednak ryzyko, że proces ten może przebiegać wolniej od naszych założeń, przez co negatywny efekt dźwigni operacyjnej może negatywnie zaskoczyć w 2026e, w szczególności w drugiej połowie, gdy blok 474 MW skupi się tylko na rynku mocy. **Proces restrukturyzacji zatrudnienia w związku z wygaszaniem działalnością węglową najprawdopodobniej wpłynie negatywnie w mniejszym stopniu na wyniki w 2027e. Zakładamy, że ZE PAK może podobnie jak w 2026e zaskoczyć udziałem w aukcji mocowej i wystartuje w aukcji uzupełniającej na 2027e, przez co EBITDA w 2027e dzięki zakładanej przez nas optymalizacji kosztowej, może okazać się pozytywna w zakresie segmentów wydobywania oraz generacji węglowej i wynieść łącznie ok. 10 mln zł. Aczkolwiek biorąc pod uwagę transformację jaką przechodzi ZE PAK, z tymi szacunkami wiąże się większa niż zazwyczaj niepewność.**

Spodziewamy się dalszego spadku przychodów związanego z kończeniem działalności węglowej

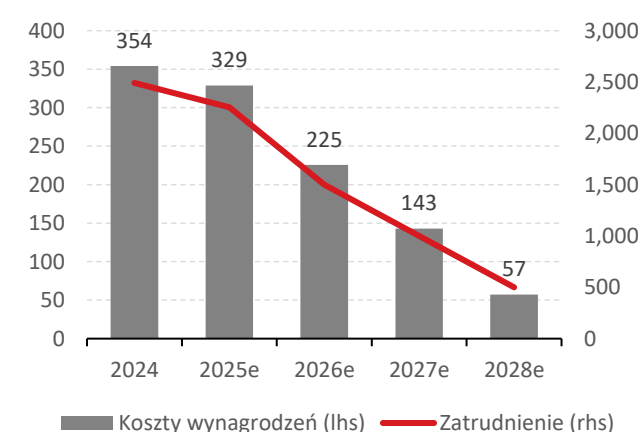
Przychody ze sprzedaży według rodzaju (mln zł)



Źródło: Spółka, BM Pekao

Restrukturyzacja zatrudnienia może być problemem w zakresie wygaszania działalności węglowej

Koszty wynagrodzeń w ramach obecnie prowadzonej działalności (mln zł)



Źródło: Spółka, BM Pekao



Dodatkowo należy mieć na uwadze, że zakończenie działalności węglowej wiąże się z koniecznością ponoszenia jeszcze przez szereg lat wydatków związanych z rekultywacją terenów górniczych. Spółka szacuje te koszty obecnie na 464 mln zł. Dodatkowo dochodzą koszty związane z rekultywacją składowisk popiołów (rezerwa na 57 mln zł) oraz koszty związane z umorzeniem uprawnień do emisji CO₂ (371 mln zł na koniec 3Q'25). **Wszystko to sprawia, że biznes węglowy dzisiaj nie dość, że nie ma perspektyw generowania dodatniej EBITDA w 2026e, to ma jeszcze przed sobą do poniesienia prawie 900 mln zł kosztów** związanych z zakończeniem działalności i rozliczeniem bilansu uprawnień do emisji CO₂.

- **Koszty nowej elektrowni gazowej są wyższe (budżet ok. 3,3 mld zł), aczkolwiek ZE PAK udało się w końcu zabezpieczyć finansowanie dla tego projektu. Wysoki budżet i krótszy efektywny czas trwania kontraktu mocowego może jednak ograniczyć atrakcyjność nowej jednostki gazowej**

Prace budowlane związane z nową elektrownią gazową (CCGT Adamów) ruszyły w grudniu 2023 roku. Na 30 września 2025 roku większość prac budowlanych została już wykonana (zaawansowanie projektu 77%), a **przewidywany termin oddania jednostki do eksploatacji wyznaczony jest na 3 kwartał 2027 roku**. Jednostka wygrała w 2021 roku aukcję mocowe, dzięki której będzie otrzymywać 197 mln zł dodatkowego rocznego przychodu do końca 2042 roku. W ramach aukcji mocowej, jednostka powinna funkcjonować na rynku mocy od początku 2026 roku, aczkolwiek z uwagi na opóźnienia w realizacji projektu nie będzie w stanie tego zrobić, co będzie wiązało się **utraceniem przychodów z rynku mocy w 2026 oraz częściowo w 2027 roku (efektywny czas obowiązywania ponad 15 lat zamiast 17 lat), a dodatkowo konieczna będzie zapłata kar za niewywiązanie się z obowiązku**. Według informacji Zarządu, kara z rynku mocy w 2026 wyniesie ok. 12 mln zł. Szacujemy, że przy rozpoczęciu funkcjonowania od września 2027e, w 2027 z kolei kara może wzrosnąć do ok. 25 mln zł (kara stopniowo rośnie z każdym rokiem opóźnienia).

Elektrownia według najnowszych szacunków Zarządu ma kosztować ok. 3,3 mld zł. Na koniec 3Q'25 spółka poniosła ok. 1.6 mld zł nakładów i pozostaje do wydania drugie tyle. Projekt miał początkowo problem z pozyskaniem finansowania, aczkolwiek w grudniu 2025 udało się pozyskać Spółce finansowanie bankowe w kwocie 2.2 mld zł. Umowa przewiduje także możliwość zaciągnięcia dodatkowych kredytów do poziomu 500 mln zł, przez co nie wykluczamy, że zostanie one domknięte przez dodatkowe finansowanie udzielone przez EIG Global Energy (porozumienie z lipca 2025 roku). W rezultacie finansowanie dłużne może sięgnąć w strukturze nawet 80%.

Koszt elektrowni gazowej CCGT Adamów jest szacowany na ok. 3,3 mld zł

Budżet oraz źródła finansowania projektu CCGT Adamów (mln zł)

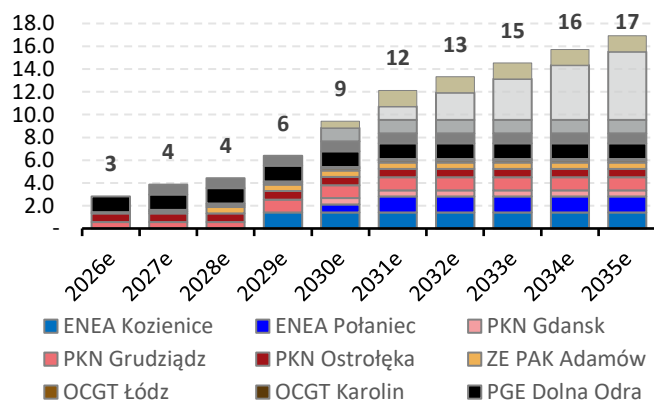
Nakłady inwestycyjne		
Poniesione nakłady, w tym:	1,637	50%
Zaliczki na środki trwałe w budowie	255	
Środki trwałe w budowie	1,382	
Pozostałe nakłady do wydania po 30.09.2025	1,620	50%
Suma	3,257	100%
Źródła finansowania		
Finansowanie bankowe	2,155	66%
Kapitał własny oraz potencjalne finansowanie podporządkowane	1,102	34%
Suma	3,257	100%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Dla projektu CCGT Adamów oprócz przychodów z rynku mocy kluczowe znaczenie mają również wpływy ze sprzedaży energii elektrycznej. Ich wysokość będzie zależała od miksu energetycznego w Polsce, a w konsekwencji od tzw. **clean spark spread (CSS)**, czyli marży, jaką jednostki gazowe osiągną na każdej wytworzonej MWh, oraz od **load factor** - procentu czasu, w którym elektrownia rzeczywiście produkuje energię, w kolejnych latach. Poniżej przedstawiamy nasze główne założenia w tym zakresie. Warto zwrócić uwagę, że rosnący CSS – z około 50 zł/MWh do ponad 80 zł/MWh – może sam w sobie wprowadzać w błąd. Wzrost ten wynika głównie z ograniczonej liczby godzin pracy elektrowni. Elektrownia będzie działać częściej tylko w godzinach szczytowych, więc całkowita marża ze sprzedaży energii wcale nie musi rosnąć, mimo wyższej marży na pojedynczej MWh.

Bazując na już realizowanych projektach oraz oficjalnych planach i zapowiedziach, w Polsce może powstać do 2035e nawet 17 GW nowoczesnych elektrowni gazowych. Wartość ta uwzględnia również już istniejące elektrownie gazowe.

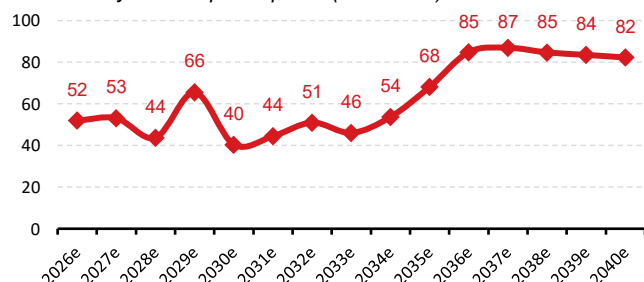
Zainstalowane moce gazowe w Polsce (GW)



Źródło: BM Pekao

Wyniki naszego modelowania wskazują, że w ramach obecnego miksu energetycznego Polski oraz perspektyw cenowych surowców energetycznych, elektrownia gazowa typu CCGT powinna uzyskiwać CSS na poziomie ok. PLN 50/MWh w latach 2026-30e w scenariuszu, gdzie ceny CO2 utrzymują się na poziomie ok. 70-80 EUR/t

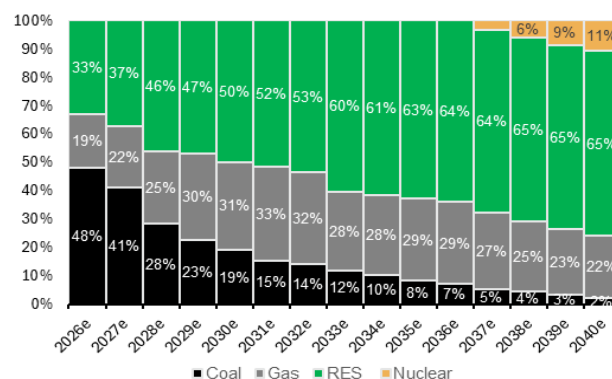
Szacunkowy Clean Spark Spread (PLN/MWh)



Źródło: BM Pekao. Wzrost spreadu w 2029e wynika z bardziej napiętej sytuacji w systemie elektroenergetycznym Polski, gdzie od 2029e jest planowane wyłączenie części starszych elektrowni węglowych.

Biorąc pod uwagę harmonogram budowy nowych elektrowni gazowych w Polsce, szczyt generacji z gazu przypadnie na początek lat 30. Dodatkowo udział OZE w generacji będzie stopniowo rósł, ale ostatecznie według naszych szacunków zatrzyma się na ok. 65% z uwagi na dobowe profile wietrzności oraz nasłonecznienia oraz spadek ekonomiki nowych projektów OZE w wyniku powstania elektrowni atomowej. Pozostała część musi zostać uzupełniona przez źródła konwencjonalne.

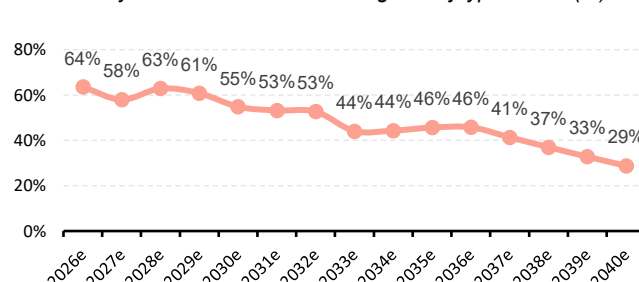
Szacunkowa struktura generacji energii w Polsce (%)



Źródło: BM Pekao

Szacujemy, że elektrownia gazowa typu CCGT w początkowym okresie może uzyskać load factor na poziomie ok. 60%, w kolejnych latach będzie on jednak stopniowo spadał, początkowo z uwagi na dodatkowe moce w OZE (w tym offshore) oraz magazyny, później z uwagi na nowe elektrownie atomowe

Szacunkowy load factor dla elektrowni gazowej typu CCGT (%)



Źródło: BM Pekao

■ **Wartość udziałów w PAK-PCE może być ograniczona z uwagi na ich wysokie zadłużenie oraz niższą od pierwotnych oczekiwań EBITDA zielonych aktywów**

ZE PAK posiada 49.5% udziałów w spółce PAK-PCE (pozostałe udiały w PAK-PCE posiada Cyfrowy Polsat, który prezentuje je w ramach aktywów zielonego segmentu). Poniżej przedstawiamy zestawienie aktywów wytwórczych, które posiada PAK-PCE. Zwracamy jednak uwagę, że uwagi na wysokie zadłużenie PAK-PCE (nawet ponad ok. 4 mld zł), w tym wewnątrzgrupowe wewnątrz grupy Cyfrowy Polsat (ok. 2 mld zł), może dojść do konwersji zadłużenia na kapitał własny (terminy spłat pożyczek do 2027). W rezultacie szacujemy, że udział ZE PAK potencjalnie może spaść do ok. 25% (przyjmujemy taki udział w naszej wycenie udziałów w PAK-PCE).

PAK-PCE posiada 476 MW zielonych aktywów (w tym 105 MW biomasy)

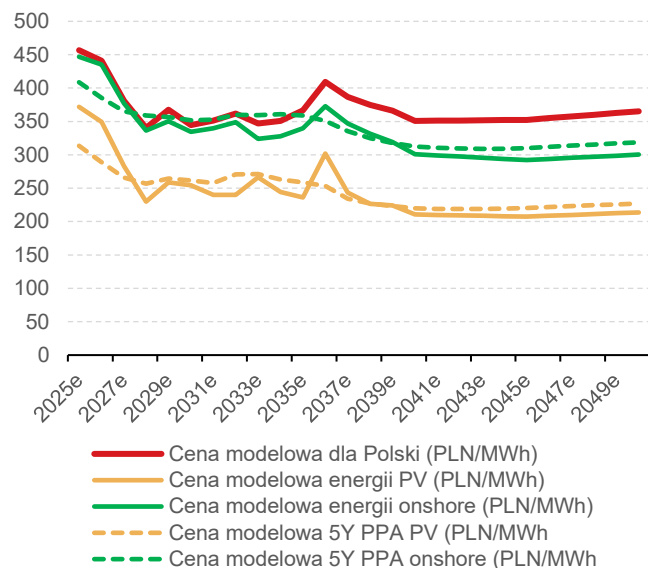
Parametry operacyjne portfolio aktywów zielonej energii w ramach PAK-PCE

	Moc (MW)	Produkcja potencjalna (GWh)	Implikowany load factor (%)
Kazimierz Biskupi	17.5	60	39%
Mirosław	9.6	38	45%
Drzezewo	138.6	410	34%
Człuchów	72.6	230	36%
Przyrów	50.4	105	24%
Brudzew/Cambria	82.4	83	11%
Biomasa	105.0	800	87%
Suma	476.1	1,726	
Lądowe farmy wiatrowe (LEW)	297	867	33%
Farmy solarne (PV)	82	83	11%
Biomasa	105	800	87%

Źródło: Spółka, BM Pekao. Produkcja potencjalna oznacza wolumeny wskazywane przez Zarząd.

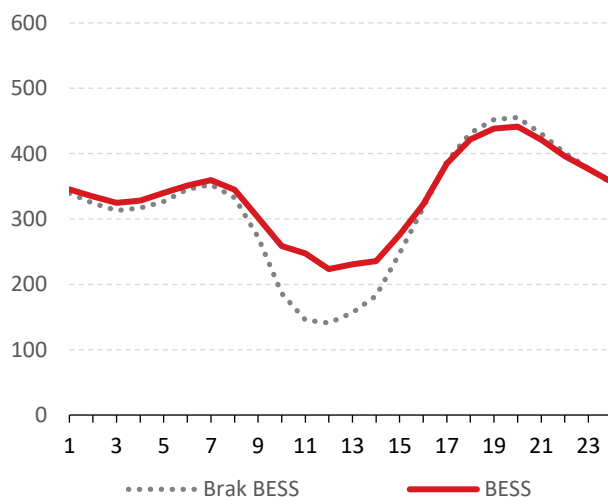
Wyniki naszego modelowania wskazują, że onshore może osiągać ceny energii elektrycznej zbliżone do hurtowych (średnio PLN 370/MWh w 2026-30e), z kolei ceny dla profilu PV szacujemy w tym samym okresie na ok. 280 zł/MWh

Modelowane ceny energii dla profilu onshore oraz PV vs. średnia ceny energii w Polsce (PLN/MWh)



Źródło: BM Pekao. Spadek cen od 2037e jest następstwem stopniowego uruchomienia elektrowni atomowej w Polsce.

Uwzględnienie magazynów energii wpływu na spłaszczenie średniodobowych wahań cen energii i umożliwia dalszy rozwój źródeł PV, których model biznesowy bez magazynów energii uległby kanibalizacji
Średnioroczne ceny energii w danej godzinie w 2030e PLN/MWh) oraz porównanie uwzględnianie magazynów energii (BESS)



Źródło: BM Pekao. Nasz model zakłada bazową strategię dla magazynów energii w postaci ładowania, gdy występują nadwyżki energii z OZE oraz rozładowywania, gdy krańcowym źródłem w ramach merit-order byłoby źródło konwencjonalne o wyższym zmiennym koszcie generacji.



Szacujemy, że aktywa w ramach zielonego segmentu są obecnie w stanie generować ok. 360 mln zł powtarzalnej EBITDA. Jest to ponad połowa pierwotnych planów Cyfrowego Polsatu, który początkowo zakładał z tego segmentu nawet 600 mln zł EBITDA, a później stopniowo obniżał te oczekiwania początkowo do 500 mln zł, a niedawno skorygował te plany do 400 mln zł.

PAK-PCE w ramach zielonych aktywów może wygenerować ok. 360 mln zł EBITDA

Wartości w mln zł dla 2026e, chyba, że podano inaczej

	PV	LEW	Biomasa	Suma
Przychody	26	331	350	707
Sprzedaż energii elektrycznej	26	331	244	601
Pozostałe przychody	0	0	106	106
Kasowe koszty operacyjne	-7	-53	-288	-348
EBITDA	19	278	62	360
Moc (MW)	82	289	105	476
Wolumen generacji (GWh)	83	843	598	1,524
Load factor (%)	11%	33%	65%	37%

Źródło: BM Pekao

W przypadku wyceny aktywów OZE w ramach PAK-PCE na podstawie ostatnich transakcji w Polsce można przyjąć, że lądowe aktywa wiatrowe są wyceniane na poziomie ok. 10 mln zł per MW, z kolei aktywa słoneczne to dzisiaj nie więcej niż ok. 2.5 mln zł per MW. Przyjęcie takich poziomów wraz z przyjęciem 4 mln zł/MW dla aktywów biomasowych, oznaczałoby, że te aktywa są warte ok. 3,5 mld zł. Jednak odejmując zadłużenie netto oraz uwzględniając rozwodniony do 25% udział ZE PAK, wartość tych udziałów z perspektywy ZE PAK wynosiłaby ok. 408 mln zł.

Wartość PAK-PCE z perspektywy ZE PAK może być ograniczona

Wycena PAK-PCE na podstawie transakcji rynkowych, wartości w mln zł, chyba, że podano inaczej

	MW	PLNm per MW	Implikowane EV	EBITDA 2026e	EV/EBITDA 2026e
Lądowa energetyka wiatrowa	289	10.0	2,887	278	10.4x
Farmy solarne	82	2.5	206	19	10.6x
Biomasa	105	4.0	420	62	6.8x
Suma	476	7.4	3,513	360	9.8x

Zadłużenie zewnętrzne netto	-1,880
Equity Value	1,633
Rozwodniony w wyniku konwersji udział ZE PAK	25%
Equity Value przypisane do ZE PAK	408

Źródło: BM Pekao

■ **Portfolio potencjalnie wartościowych pozostałych aktywów**

W 2024 r. ZE PAK nabył 99% udziałów w spółkach celowych realizujących **projekt wielkoskalowej farmy wiatrowej w Opolskim o łącznej mocy 500 MW**. Trwają prace przygotowawcze i projektowe mające na celu doprowadzenie projektu do fazy gotowości do rozpoczęcia budowy (projekt na etapie pre-RTB). Projekt ma osiągnąć fazę RTB do 2030 roku. Zakładamy, że obecnie koszt nabycia projektu wiatrowego na etapie RTB (Ready-To-Build, czyli gotowego do budowy) może wynosić ok. 300 tys. EUR per MW (przy czym wartości te potrafią się istotnie różnić w zależności od konkretnych parametrów projektu), a koszt doprowadzenia z obecnej fazy do etapu RTB to ok. 0.5 mln zł per MW. Przyjmując takie parametry, oznaczałoby to, że projekt jest dziś wart ok. 390 mln zł.

ZE PAK posiada również **projekt farmy fotowoltaicznej Przykona o mocy ok. 260 MW**. Projekt również jest na etapie pre-RTB i obecnie ani ZE PAK ani Cyfrowy Polsat nie planują

jego realizacji. Zakładamy, że projekt na obecnym etapie może być wart ok. 50 tys. EUR per MW, co by implikowało wartość ok. 60 mln zł.

Dodatkowo **ZE PAK pomimo, że sprzedał udziały w spółce projektowej realizującej projekt atomowy w Koninie, jest w dalszym ciągu posiadaczem gruntów, które mogą zostać wykorzystane do budowy drugiej elektrowni atomowej w Polsce.** Na obecnym etapie ostateczna lokalizacja nie została jeszcze ustalona, ale Konin wraz z Bełchatowem są wymieniani jako faworyci. Elektrownia ta może zostać zlokalizowana na terenie elektrowni Pątnów. Grunty te pokrywają obszar 50.4 ha i gdyby wycenić je jako grunty przemysłowe, tj. ok. 200 zł/m², implikowałoby to wartość ok. 120 mln zł. Zwracamy jednak uwagę, że gdyby zapadła faktyczna decyzja o wyborze Konina jako lokalizacji drugiej elektrowni atomowej, dodatkowym atutem zwiększającym wartość gruntu będzie istniejąca infrastruktura elektroenergetyczna, w tym rozdzielnia 400 kV oraz bliskość zbiornika wodnego. W rezultacie grunt ten może być wart istotnie więcej. Dla porównania pierwsza elektrownia atomowa w Polsce może kosztować ok. 192 mld zł, przez co zakładając, że koszt gruntu stanowi nawet bardzo niewielki % całości budżetu, przekładałoby się na spory upside wyceny. Biorąc pod uwagę specyfikę Bełchatowa oraz trudności w określeniu, gdzie faktycznie powstanie potencjalnie druga elektrownia atomowa, w naszej wycenie przyjmujemy wycenę tego aktywa jako gruntu przemysłowego. W naszej ocenie jedynie sprzedaż gruntu można traktować jako pozytywny scenariusz. W przypadku gdyby ZE PAK był zaangażowany w faktyczną realizację projektu atomowego postrzegaliśmy to jako istotne ryzyko, biorąc skalę oraz specyfikę projektu atomowego (szerokie ryzyka regulacyjne, przekroczenia budżetu oraz harmonogramu).

Kluczowe założenia

Kluczowe założenia rynkowe

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	...	2035e	2040e	2045e	2050e
EUR/PLN	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25		4.25	4.25	4.25	4.25
Inflacja	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%		2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Cena forward energii Y+1 (PLN/MWh)	441	381	340	368	345		367	351	352	365
Cena w ramach 5-letniego PPA PV (PLN/MWh)	290	273	263	262	259		267	224	227	236
Cena w ramach 5-letniego PPA Onshore (PLN/MWh)	386	367	361	356	351		360	317	317	327
Zrealizowana cena energii przez CCGT (PLN/MWh)	472	421	393	411	398		481	598	665	750
Clean spark spread (PLN/MWh)	52	53	44	66	40		68	82	88	103
Load factor CCGT (%)	64%	58%	63%	61%	55%		46%	29%	24%	22%
Cena węgla PSCMI1 (PLN/GJ)	15.5	15.7	15.9	16.1	16.3		17.3	18.4	19.6	20.9
Cena gazu TGE (EUR/MWh)	40	35	32	30	31		34	38	42	47
Cena uprawnień CO2 (EUR/t)	75	65	70	75	80		100	150	170	192

Źródło: BM Pekao. Wyższa zrealizowana cena energii przez CCGT niż cena hurtowa jest następstwem założenia, że produkcja jest elastyczna i optymalizowana pod kątem cen wynikających z godzinowego merit-orderu i generacji w godzinach, gdy źródła OZE są dostępne w mniejszym stopniu, przez co rynkowa cena energii jest wyznaczana przez droższe źródła konwencjonalne.

Zmiany szacunków

Biorąc pod uwagę wyniki za ostatnie kwartały, zakładamy wolniejsze tempo ograniczania kosztów stałych w 2026e niż poprzednio, co skutkuje negatywną rewizją szacowanego przez nas wyniku w 2026e. Na 2027e zakładamy, że projekt gazowy, z powodu opóźnień, zacznie generować przychody później – od września, zamiast od początku drugiej połowy roku jak poprzednio. Dodatkowo zaktualizowaliśmy prognozy dla surowców energetycznych oraz scenariusze zmian miksów wytwórczych w Polsce. W efekcie tych zmian średni poziom clean spark spread w latach 2027-30e spadł z 80 zł/MWh do 50 zł/MWh.

Zmiana szacunków

	Było	2025e Obecnie	Zmiana	Było	2026e Obecnie	Zmiana	Było	2027e Obecnie	Zmiana
Przychody	1,246	1,274	2%	685	756	10%	911	805	-12%
EBITDA	83	-80	na	58	-56	na	233	151	-35%
EBIT	67	-137	na	43	-76	na	180	88	-51%
Zysk netto	18	-149	na	27	-111	na	100	-11	-111%

Źródło: BM Pekao

Rating ESG

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

ZE PAK: Podsumowanie ratingu ESG

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

Źródło: BM Pekao

ZE PAK: Metodologia ESG

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

Źródło: BM Pekao

Podsumowanie wyceny

Używamy metod wyceny sum-of-the-parts (SOTP) i wyceny mnożnikowej z wagą odpowiednio 100% i 0%. Wycenie mnożnikowej przypisujemy wagę 0% ze względu na fakt, że ZE PAK znajduje się w punkcie przejściowym, a obecne dane finansowe nie odzwierciedlają dokładnie jego rzeczywistego potencjału ekonomicznego. Kluczowe założenia uwzględnione w wycenie są wymienione poniżej:

- Stopa wolna od ryzyka: 5,1% (4,0% w okresie rezydualnym),
- Beta: 1,0,
- Premia za ryzyko dłużne: 2.0% dla projektów OZE (PAK-PCE) oraz 2.5% dla pozostałych.
- Premia za ryzyko 6,0% (5,0% w okresie rezydualnym).
- Udziały w PAK-PCE wyceniamy 50% metodą DCF oraz 50% metodą transakcyjną.
- Dodatkowe założenia przedstawione zostały przy wycenie poszczególnych segmentów biznesu.

Podsumowanie wyceny

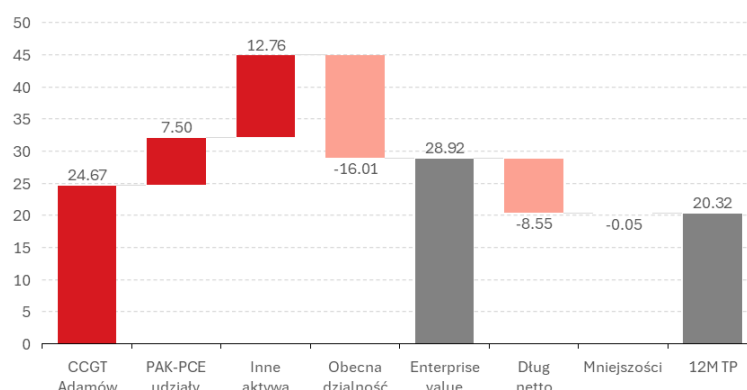
Metoda wyceny	zł na akcję	Waga (%)
12M wycena SOTP	20.32	100%
Wycena mnożnikowa (oparta o 2028e)	21.18	0%
12M Cena docelowa	20.32	
Obecna cena	17.96	
Upside/Downside vs. obecna cena	13.2%	

Źródło: BM Pekao

Biorąc pod uwagę powyższe założenia, nasz model wyceny implikuje wartość akcji ZE PAK na poziomie 20,32 zł na akcję (13.2% potencjał wzrostu). W porównaniu z ostatnią wyceną kluczowymi czynnikami skutkującymi obniżeniem wyceny są: (i) wyższe nakłady związane z projektem gazowym, (ii) niższe oszacowanie wartości udziałów PAK-PCE, (iii) wyższe koszty związane z wolniejszym ograniczaniem kosztów w ramach kończącej się działalności węglowej.

ZE PAK: Podsumowanie wyceny SOTP

	Total	per sh.
Obecna działalność	-717	-16.01
CCGT Adamów	1,135	24.67
PAK-PCE udziały	336	7.50
Wycena DCF	264	5.90
Metoda transakcyjna	408	9.11
Inne projekty	572	12.76
Enterprise value	1,325	28.92
Dług netto	-383	-8.55
Mniejszości	-2	-0.05
Equity Value	911	
Liczba akcji (mn)	50.8	
12M target price na akcję	20.32	
Share price	17.96	
Upside/Downside vs. current price	13.2%	



Źródło: BM Pekao

Poniżej przedstawiamy wycenę bieżącej działalności związanej z węglem brunatnym metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Nasza analiza zakłada: (i) docelową strukturę finansowania na poziomie 100% kapitał własny, (ii) zaprzestanie wytwarzania energii elektrycznej w 1H'26e, (iii) wygranie aukcji mocy na 2027e i otrzymywanie przychodów z rynku mocy na poziomie ok. 140 mln zł zarówno w 2026e i 2027e, (iv) optymalizację kosztową w 2026-27e związaną z wygaszaniem działalnością, (v) kontynuację świadczenia usług remontowych po zamknięciu elektrowni w Pątnowie, (vj) koszty rekultywacji oraz pozycji netto uprawnień do emisji CO2 są uwzględnione przez nas w ramach obecnych rezerw (w modelu DCF jako „Pozostałe korekty”).

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	4.0%
Premia za ryzyko	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
ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Koszt kapitału własnego	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	9.0%
Koszt długu	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	6.5%
Koszt długu po podatku	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	6.5%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	9.0%

Wycena DCF

(PLNm)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Przychody	756	253	110	111	113	114	114
EBITDA	-52	10	13	13	13	13	13
EBIT	-72	-10	8	8	8	8	8
Podatek od EBIT	0	0	-1	-1	-1	-2	-2
NOPAT	-72	-10	6	6	6	6	6
Amortyzacja i odpisy	20	20	5	5	5	5	5
Nakłady kapitałowe	-20	-20	-5	-5	-5	-5	-5
Zmiany w kapitale obrotowym	91	101	12	0	0	0	0
FCFF	20	91	19	6	6	6	6
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym							0.0%
Wartość rezydualna							72
Współczynnik dyskontujący	0.93	0.86	0.80	0.75	0.69	0.64	0.64
Zdyskontowane przepływy	18	79	15	5	4	4	50
Enterprise value	176						
Pozostałe korekty	-893						
Enterprise value adj.	-717						
Wzrost przychodów	-41%	-67%	-56%	1%	1%	1%	na
Marża EBIT	-10%	-4%	7%	7%	7%	7%	7%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Capex/przychody	3%	8%	5%	4%	4%	4%	4%
Capex/amortyzacja	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: BM Pekao

Poniżej przedstawiamy wycenę projektu gazowego metodą DCF. Nasza analiza zakłada: (i) łączne nakłady inwestycyjne (z wyłączeniem kosztów finansowych) w wysokości 3,2 mld zł, (ii) docelową strukturę finansowania na poziomie 70% długu i 30% kapitału własnego, (iii) średni clean spark spread na poziomie ok. 63 zł/MWh w okresie do 2042e, (iv) średni load factor w cyklu życia na poziomie 46%, (v) okres operacyjny od września 2027e do końca obowiązywania posiadanego kontraktu mocowego (tj. do końca 2042 r.), przy czym zakładamy, że od 2043e przychody komercyjne (bez wsparcia rynku mocy) nie będą wystarczające do pokrycia kosztów stałych, w związku z czym projekt zostanie zakończony i nie uwzględniamy dodatkowej wartości rezydualnej, (vi) dodatkowo przyjmujemy przychody z usług systemowych oraz odkupu energii na poziomie ok. 90 mln zł rocznie, (vii) inwestycje utrzymaniowe ujmujemy w kosztach operacyjnych.

Kalkulacja WACC

%	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	...	2042e
Stopa wolna od ryzyka	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%		5.1%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%		6.0%
Beta	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%
Koszt kapitału własnego	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%		11.1%
Koszt długu	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%		7.6%
Koszt długu po podatku	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%		6.2%
Waga kapitału własnego	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%		30%
WACC	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%		7.6%

Wycena DCF

(PLNm)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	...	2042e
Przychody	0	551	1,573	1,573	1,401	1,414	1,458	1,288		1,225
EBITDA	-12	134	344	392	288	299	318	288		333
EBIT	-12	92	216	264	160	171	190	160		205
Podatek od EBIT	0	-17	-41	-50	-30	-32	-36	-30		-39
NOPAT	-12	74	175	214	130	138	154	129		166
Amortyzacja i odpisy	0	42	128	128	128	128	128	128		128
Nakłady kapitałowe	-1,000	-300	0	0	0	0	0	0		0
Zmiany w kapitale obrotowym	0	-22	-40	-3	10	-1	-2	6		0
FCFF	-1,012	-206	264	339	268	265	280	264		294
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym										
Wartość rezydualna										
Współczynnik dyskontujący	0.93	0.86	0.80	0.74	0.69	0.64	0.60	0.55		0.29
Zdyskontowane przepływy	-940	-178	211	252	186	171	167	146		84
Enterprise value	1,106									

Wzrost przychodów	na	0%	185%	0%	-11%	1%	3%	-12%		0%
Marża EBIT	0%	17%	14%	17%	11%	12%	13%	12%		17%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%		19%
Capex/przychody	0%	54%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%
Capex/amortyzacja	0%	710%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%

Wrażliwość EV na CSS i WACC

WACC / Clean Spark Spread (PLN/MWh)								
		33	43	53	63	73	83	93
	6.6%	799	961	1,124	1,287	1,449	1,612	1,774
	7.1%	723	880	1,037	1,193	1,350	1,507	1,664
	7.6%	651	803	954	1,106	1,257	1,408	1,560
	8.1%	584	730	877	1,023	1,169	1,315	1,462
	8.6%	521	662	803	945	1,086	1,227	1,369

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

WACC / Clean Spark Spread (PLN/MWh)								
		33	43	53	63	73	83	93
	6.6%	17.83	21.45	25.08	28.71	32.33	35.96	39.59
	7.1%	16.13	19.63	23.13	26.63	30.13	33.63	37.13
	7.6%	14.53	17.91	21.29	24.67	28.05	31.43	34.80
	8.1%	13.03	16.30	19.56	22.82	26.08	29.35	32.61
	8.6%	11.62	14.77	17.92	21.08	24.23	27.38	30.53

Źródło: BM Pekao

Poniżej przedstawiamy wycenę udziałów w PAK-PCE. Nasza analiza zakłada: (i) konwersję zadłużenia wewnątrz grupowego na kapitał i tym samym rozwodnienie udziału ZE PAK do ok. 25%, (ii) docelową strukturę finansowania na poziomie 70% długu i 30% kapitału własnego, (iii) okres operacyjny 30 lat dla farm wiatrowych oraz solarnych oraz 25 lat dla biomasy od momentu oddania do użytkowania bez wartości rezydualnej (ostatni i najnowszy projekt farma wiatrowa Drzezewo zakończy pracę przy tych założeniach w 2054e), (iv) wyceniamy jedynie portfolio zielonych aktywów wytwórczych, (v) zakładamy, że po konwersji zewnętrzny dług netto związany z tymi aktywami wynosi ok. 1,9 mld zł, (vi) z uwagi na specyfikę aktywów, inwestycje utrzymaniowe ujmujemy w kosztach operacyjnych.

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	...	2054e
Stopa wolna od ryzyka	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%		5.1%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%		6.0%
Beta	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%
Koszt kapitału własnego	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%		11.1%
Koszt długu	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%		7.1%
Koszt długu po podatku	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%		5.8%
Waga kapitału własnego	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%		30%
WACC	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%		7.4%

Wycena DCF

(PLNmn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	...	2054e
Przychody	707	682	655	674	661	674	688	682		133
EBITDA	360	329	296	309	290	296	304	292		89
EBIT	226	196	162	176	157	163	170	159		41
Podatek od EBIT	-43	-37	-31	-33	-30	-31	-32	-30		-8
NOPAT	183	158	132	142	127	132	138	128		33
Amortyzacja i odpisy	133	133	133	133	133	133	133	133		48
Nakłady kapitałowe	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Zmiany w kapitale obrotowym	0	2	2	-1	1	-1	-1	1		7
FCFF	317	294	267	274	261	264	270	262		89
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym										
Wartość rezydualna										
Współczynnik dyskontujący	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.57		0.13
Zdyskontowane przepływy	295	255	216	206	183	173	164	149		11
Enterprise value	2,937									
Dług netto	-1,880									
Pozostałe	0									
Wartość kapitału własnego	1,057									
Rozwodniony udział ZE PAK	25%									
Wartość udziałów ZE PAK	264									

Wzrost przychodów	na	-4%	-4%	3%	-2%	2%	2%	-1%	-45%
Marża EBIT	32%	29%	25%	26%	24%	24%	25%	23%	31%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Capex/przychody	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Capex/amortyzacja	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na WACC oraz udział ZE PAK w PAK-PCE

WACC / Udział ZE PAK w PAK-PCE	15.0%	20.0%	20.0%	25.0%	35.0%	45.0%	49.5%
6.6%	4.4	5.9	5.9	7.3	10.3	13.2	14.5
7.1%	4.0	5.3	5.3	6.6	9.2	11.9	13.0
7.6%	3.5	4.7	4.7	5.9	8.2	10.6	11.7
8.1%	3.1	4.2	4.2	5.2	7.3	9.4	10.4
8.6%	2.8	3.7	3.7	4.6	6.5	8.3	9.2

Źródło: BM Pekao

Wycena porównawcza

Wycena spółek porównawczych ma charakter wyłącznie ilustracyjny i nie wpływa na końcową ocenę (0% wagi w wycenie). Bazując wyłącznie na danych dla 2028e, czyli pierwszego pełnego roku operacyjnego nowej instalacji gazowej, otrzymujemy wycenę **PLN 21.18 na akcję**.

	Kraj	MCap (EURmn)	YTD zwrot	LTM zwrot	EV/EBITDA (x)			P/E (x)		
					2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
IBERDROLA	ES	127,487	2.2%	49.4%	11.6	11.4	11.0	19.4	18.1	16.9
ENEL	IT	94,255	4.4%	49.8%	7.6	7.4	7.4	13.1	12.7	12.3
ENGIE	FR	65,544	15.0%	70.3%	8.7	8.5	8.2	14.0	13.5	12.8
VEOLIA ENVIRONNEMENT	FR	23,520	6.7%	12.4%	6.3	6.0	5.8	13.4	12.3	11.2
RWE	DE	38,695	14.9%	76.0%	9.7	8.6	8.1	21.6	17.7	16.3
EDP	PT	17,263	5.4%	51.6%	7.7	7.5	7.2	13.9	13.8	12.9
CENTRICA	GB	10,156	12.7%	34.6%	5.5	5.6	5.4	13.9	12.7	11.9
ENDESA	ES	35,182	8.5%	66.2%	8.2	8.2	8.2	16.9	16.6	15.3
FORTUM	FI	17,483	7.2%	45.3%	12.8	14.1	13.7	19.6	22.1	21.1
NATURGY ENERGY	ES	24,105	-4.1%	7.9%	7.4	7.5	7.4	12.5	12.6	12.8
Średnia		45,369	7.3%	46.4%	8.6	8.5	8.2	15.8	15.2	14.3
Mediana		29,643	6.9%	49.6%	7.9	7.9	7.7	14.0	13.6	12.9
ZE PAK					neg.	16.4x	7.5x	neg.	neg.	9.7x
Premia/dyskonto vs. Peersy					<i>neg.</i>	<i>108%</i>	<i>-3%</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>-24%</i>
Implikowana wartość na akcję (PLN)					na	na	14.9	na	na	27.5

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Czynniki ryzyka

Ryzyko zmian cen surowców energetycznych, cen energii oraz kosztów CO₂ – z perspektywy ZE PAK kluczowe są ceny gazu oraz uprawnień do emisji CO₂, których negatywne zmiany mogą wpłynąć na spadek marży na wytwarzaniu oraz ograniczenia wolumenów energii. Dla ZE PAK niekorzystne są zarówno wyższe ceny gazu oraz niższe ceny CO₂. Potencjalna reforma systemu ETS skutkująca obniżeniem cen CO₂ jest wysoce negatywna.

Ryzyko w zakresie ograniczania kosztów działalności węglowej – Spółka może nie być w stanie ograniczać kosztów stałych proporcjonalnie do utraty przychodów, w szczególności kosztów wynagrodzeń oraz podatków od nieruchomości. W rezultacie działalność węglowa może osiągać wyniki gorsze od nas zakładanych.

Szybszy niż oczekiwany rozwój OZE i magazynów energii – wzrost udziału odnawialnych źródeł energii może zmniejszać wykorzystanie jednostek gazowych i obniżać ceny energii, co obniża rentowność projektów gazowych. Ryzyko dotyczy też wykorzystania jednostek węglowych, jednak zakończenie wytwarzania energii z tych jednostek w 2026 r. ogranicza wpływ tego czynnika.

Rozwój atomu w Polsce – oddanie w drugiej połowie lat 30. pierwszej elektrowni atomowej będzie kolejnym czynnikiem ograniczającym wykorzystanie źródeł gazowych z uwagi, że elektrownia atomowa ma niższy koszt zmienny wytwarzania (ok. 100 zł/MWh), a dodatkowo wsparcie w formie CfD gwarantujące określoną cenę, będzie sprawiło, że elektrownia taka będzie generować nawet wyższe wolumeny niż wynikałoby to z merit-order. W przypadku rozwoju atomu, nowe elektrownie gazowe będą w ok. 2040 roku w tym samym miejscu co są obecnie elektrownie węglowe i będą mierzyć się z podobnymi problemami (niskie wykorzystanie mocy, problemy z pokryciem kosztów wyłącznie z przychodów komercyjnych).

Ryzyko wzrostu kosztów budowy i opóźnień w uruchomieniu – wyższe koszty mogą zmniejszyć rentowność i opłacalność projektów. W przypadku CCGT Adamów ryzyko to jest ograniczone z uwagi na obecne zaawansowanie projektu (77% na koniec 3Q'25).

Ryzyko regulacyjne – sektor energetyczny działa w warunkach ciągle zmieniających się regulacji. Szczególnie istotne są kwestie związane z rynkiem mocy i rynkiem bilansującym, które mogą wpływać na wyniki finansowe. Brak przedłużenia rynku mocy po 2042 r. oznaczałoby, że nowy projekt gazowy byłby po tym czasie nieekonomiczny. Biorąc pod uwagę konieczność bilansowania systemu energetycznego przez źródła konwencjonalne wydaje się, że elektrownie gazowe są niezbędne i nie wykluczone, że jakaś forma wsparcia się pojawi po tym okresie.

Ryzyko kursowe – ZE PAK operuje w PLN, ale zakup uprawnień do emisji CO₂ rozliczany jest w EUR. Osłabienie PLN może zwiększać koszty uprawnień wyrażone w złotych i obniżać rentowność wytwarzania energii elektrycznej. W krótszym terminie ryzyko to jest częściowo ograniczone poprzez instrumenty hedgingowe.

Ryzyko wyższych niż oczekiwano kosztów rekultywacji – spółka odpowiada za rekultywację terenów po eksploatacji węgla brunatnego. Na koniec 3Q'25 utworzono rezerwy na rekultywację terenów górniczych w wysokości 464 mln zł oraz 57 mln zł na rekultywację składowisk popiołów, które będą musiały być pokryte w kolejnych latach.

Ryzyko większościowego akcjonariusza – większościowy udziałowiec może podejmować decyzje niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych, np. wstrzymywać dywidendy, zawierać transakcje z podmiotami powiązanymi lub podejmować ryzykowne decyzje strategiczne, które niekoniecznie będą brały pod uwagę interes akcjonariuszy mniejszościowych.

Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (PLNmn)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	3,106	2,185	1,274	756	805	1,684
EBITDA	728	282	-80	-56	151	379
EBITDA skor.	928	105	-95	-52	168	357
EBIT	689	265	-137	-76	88	246
Przychody/(koszty) finansowe i pozostałe	-7	-23	-21	-25	-89	-111
Zysk przed opodatkowaniem	682	241	-138	-101	-1	134
Podatek	-124	21	-11	-10	-10	-26
Udziały mniejszościowe	22	0	0	0	0	0
Zysk netto	745	263	-149	-111	-11	109
Zysk netto na akcję	14.7	5.2	-2.9	-2.2	-0.2	2.1

Bilans (PLNmn)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe ogółem	1,998	1,569	856	931	654	680
Gotówka i ekwiwalenty	534	506	405	450	482	426
Inne aktywa obrotowe	1,464	1,063	451	481	172	254
Razem środki trwałe	1,592	2,281	3,408	4,416	4,425	4,319
Rzeczowe aktywa trwałe	330	612	1,948	2,948	3,206	3,078
Inne środki trwałe	1,262	1,669	1,460	1,468	1,219	1,241
Aktywa ogółem	3,590	3,850	4,264	5,347	5,079	4,999

Zobowiązania krótkoterminowe	1,099	1,055	1,610	804	392	446
Dług krótkoterminowy	4	5	764	4	4	4
Inne zobowiązania bieżące	1,095	1,050	846	799	387	442
Zobowiązania długoterminowe	579	620	628	2,628	2,783	2,539
Długoterminowe zadłużenie	36	29	24	2,024	2,179	2,036
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	544	591	604	604	604	504
Kapitał własny	1,912	2,173	2,024	1,913	1,902	2,011
Mniejszości	-	2	2	2	2	2
Razem kapitał własny i pasywa	3,590	3,850	4,264	5,347	5,079	4,999

Dług netto	(494)	(472)	383	1,579	1,702	1,614
-------------------	--------------	--------------	------------	--------------	--------------	--------------

Rachunek przepływów pieniężnych (PLNmn)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto przed opodatkowaniem	745	263	(149)	(111)	(11)	109
Podatki i amortyzacja	39	17	57	20	62	133
Pozostałe (w tym WC)	(1,106)	200	432	(59)	234	(37)
Operacyjne przepływy pieniężne	(322)	480	340	(150)	286	204
Wydatki inwestycyjne	(576)	(482)	(1,177)	(1,020)	(320)	(5)
Pozostałe	87	3	(18)	-	-	-
Przepływy z działalności inwestycyjnej	(489)	(478)	(1,195)	(1,020)	(320)	(5)
Dywidendy	-	-	-	-	-	-
Pozostałe	(1)	(30)	755	1,215	66	(255)
Przepływy z działalności finansowej	(1)	(30)	755	1,215	66	(255)

Zmiana gotówki	(929)	(28)	(100)	45	32	(56)
Gotówka na koniec okresu	534	506	406	450	482	426

Zmiana r/r						
Przychody	-26%	-30%	-42%	-41%	6%	109%
EBITDA	86%	-61%	na	-31%	na	152%
EBIT	96%	-62%	na	-45%	na	178%
Zysk netto	266%	-65%	na	-25%	na	na
Zysk netto na akcję	266%	-65%	na	-25%	na	na

Marże						
EBITDA	23.5%	12.9%	-6.3%	-7.4%	18.7%	22.5%
EBIT	22.2%	12.1%	-10.8%	-10.0%	11.0%	14.6%
Zysk netto	24.0%	12.0%	-11.7%	-14.7%	-1.3%	6.5%
ROE	56.6%	12.9%	-7.1%	-5.7%	-0.6%	5.6%

Wskaźniki bilansowe						
BVPS (PLN)	37.6	42.8	39.8	37.6	37.4	39.6
Dług netto/EBITDA	(0.7x)	(1.7x)	na	na	11.3x	4.3x
Dług bankowy/kapitał własny	2%	2%	39%	106%	115%	101%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk na akcję (GAAP)	4.00	14.66	5.17	-2.93	-2.19	-0.21	2.14
Przychody	4,200	3,106	2,185	1,274	756	805	1,684
EBIT	351	689	265	-137	-76	88	246
EBITDA	391	728	282	-80	-56	151	379
Zysk netto (GAAP)	203	745	263	-149	-111	-11	109
Dług netto	(291)	(494)	(472)	383	1,579	1,702	1,614
BPS	14.2	37.6	42.8	39.8	37.6	37.4	39.6
DPS	-	-	-	-	-	-	-
ROE %	32.6%	56.6%	12.9%	-7.1%	-5.7%	-0.6%	5.6%
ROA %	5.2%	18.3%	7.1%	-3.7%	-2.3%	-0.2%	2.2%
Deprecjacja	-	-	-	-	-	-	-
Amortyzacja	40	39	17	57	20	62	133
Free Cash Flow	956	(929)	(28)	(100)	45	32	(56)
Nakłady inwestycyjne	(602)	(576)	(482)	(1,177)	(1,020)	(320)	(5)

Źródło: Spółka, BM Pekao



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 10 MARCA 2026 O GODZ. 7:15 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 10 MARCA 2026 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 („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.

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 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

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

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są 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 zawieszone. 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 Księgową” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

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

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

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) 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 podzieloną 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