

## ZE PAK

### Ograniczona reforma ETS wspiera CCGT Adamów, brak bliskich katalizatorów stanowi kluczowe ryzyko

Nie oczekujemy istotnej poprawy wyników w 2026e i przewidujemy, że ZE PAK odnotuje stratę drugi rok z rzędu. Jednak otoczenie makro poprawiło się od czasu naszego ostatniego raportu, wspierając perspektywy dla projektu CCGT Adamów w średnim terminie. Wojna w Iranie prawdopodobnie będzie miała jedynie krótkoterminowy wpływ na ceny gazu, z ograniczonym wpływem na wyniki CCGT Adamów w 2028e. W średnim terminie projekt powinien skorzystać z ponownie pojawiających oczekiwań wyższych cen CO<sub>2</sub>, które w naszej ocenie powinny wspierać wyższe ceny energii elektrycznej w Polsce (powyżej 400 PLN/MWh w średnim terminie) oraz wyższe clean spark spreads, tym samym poprawiając rentowność wytwarzania energii elektrycznej z elektrowni typu CCGT.

Ostatnie tygodnie przyniosły większą jasność co do prawdopodobnego kierunku reformy EU ETS. Proponowane zmiany wydają się bardziej ograniczone niż wcześniej postulowane przez niektórych europejskich polityków i nie oczekujemy, żeby zmiany miały fundamentalny wpływ na funkcjonowanie systemu ETS. Zmiany zmierzają w kierunku wyższej darmowej alokacji dla przemysłu oraz zwiększonej podaży uprawnień poprzez bardziej aktywne wykorzystanie Market Stability Reserve (MSR). Kluczowym elementem pozostaje rewizja MSR, jednak proponowane dostosowania mogą obniżyć ceny CO<sub>2</sub> w UE o ok. 13% w ciągu najbliższych dwóch lat. W naszej ocenie przedział cen CO<sub>2</sub> na poziomie EUR 70-100/t pozostaje najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w nadchodzących latach, ponieważ dotychczas proponowane zmiany ETS wydają się w dużej mierze ograniczone pod względem strukturalnego wpływu.

Wyższe ceny CO<sub>2</sub>, w połączeniu ze strukturą wytwarzania w Polsce, która pozostaje silnie uzależniona od energetyki węglowej, wspierają lepszą ekonomikę wytwarzania energii z gazu w średnim terminie. Biorąc pod uwagę, że jednostki węglowe o wyższych kosztach wyznaczają ceny energii elektrycznej w Polsce nawet przez 85-90% godzin w latach 2025-26e, oraz zakładając spadek cen gazu w latach 2028-29e do około EUR 30-35/MWh (TTF plus spread), powinno to przełożyć się na wyższe niż wcześniej zakładane przez nas marże na wytwarzaniu energii. Obecnie szacujemy, że projekt CCGT może wygenerować EBITDA na poziomie 437 mln PLN w 2028e (vs. 344 mln PLN wcześniej, +27%). Jednak do momentu uruchomienia pozostaje jeszcze ponad 1,5 roku. W tym czasie ZE PAK będzie kontynuować transformację oraz odchodzenie od węgla co negatywnie wpłynie na bazę przychodową. Blok węglowy Pątnów II ma funkcjonować głównie w roli rezerwowej od 2H'26e, wraz z zakończeniem wydobycia węgla brunatnego, co czyni redukcję kosztów stałych kluczowym czynnikiem. Spółka planuje redukcję zatrudnienia w 2026e na poziomie 700 etatów, co obniży całkowite zatrudnienie z blisko 2 000 do około 1 300 osób. W rezultacie, choć dostrzegamy poprawę średnioterminowych perspektyw dla projektu CCGT, brak krótkoterminowych katalizatorów pozostaje w naszej ocenie kluczowym ryzykiem.

Poza projektem gazowym, ZE PAK posiada portfel projektów odnawialnych oraz 49% udziałów w PAK-PCE (podlegających potencjalnie znacznemu rozwodnieniu), o szacowanej łącznej wartości około 847 mln PLN.

Podnosimy naszą rekomendację z Trzymaj do Kupuj, odzwierciedlając bardziej wspierające średnioterminowe perspektywy dla projektu CCGT. Podnosimy naszą 12M cenę docelową z 20,32 PLN do 21,8 PLN, co implikuje 18,3% potencjału wzrostu.

#### Kluczowe dane finansowe, 2024-2029e (mln zł o ile nie wskazano inaczej)

	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	2,185	1,334	799	788	2,110	1,765
<b>EBITDA</b>	<b>282</b>	<b>-95</b>	<b>-42</b>	<b>119</b>	<b>482</b>	<b>471</b>
EBIT	265	-193	-62	55	330	334
Zysk netto	263	-164	-86	-44	151	160
EPS	5.2	-3.2	-1.7	-0.9	3.0	3.1
Przychody y/y	-30%	-39%	-40%	-1%	168%	-16%
EBITDA y/y	-61%	na	na	na	307%	-2%
DPS (PLN)	-	-	-	-	-	-
DY (%)	-	-	-	-	-	-
P/E (x)	3.5	neg.	neg.	neg.	7.0	6.6
EV/EBITDA (x)	4.4	neg.	neg.	27.6	6.6	6.4

Źródło: Spółka, BM Pekao

## KUPUJ (poprzednio Trzymaj)

**Cena docelowa** **PLN 21.8**

(poprz. PLN 20.32)

**Upside to TP** **18.3%**

Cena z 12 maja 2026

PLN 18.40

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

#### Relatywny kurs akcji vs. WIG



#### NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

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)	935
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 Kędziński, CFA**

[andrzej.kedziński2@pekao.com.pl](mailto:andrzej.kedziński2@pekao.com.pl)



## Ostatnie wydarzenia

- Wyniki finansowe za 4Q'25 rozczarowały, choć w dużej mierze odzwierciedlały odchodzenie od węgla oraz straty generowane przez PAK-PCE

Wyniki były poniżej zarówno naszych oczekiwań, jak i konsensusu, jednak było to przede wszystkim wynikiem konsolidacji strat generowanych przez PAK-PCE (efekt wysokiej amortyzacji oraz kosztów finansowych). Skorygowana EBITDA ZE PAK, wyłączając wpływ PAK-PCE (strata 40 mln PLN w 4Q'25) oraz zmianę rezerw rekultywacyjnych (wpływ +19 mln PLN na raportowane wyniki), wyniosłaby -14 mln PLN i byłaby powyżej naszych oczekiwań, głównie dzięki wyjątkowo wysokim przychodom z rynku mocy na poziomie 52 mln PLN. Zakładaliśmy, że przychody z rynku mocy będą powyżej standardowych poziomów i przekroczą 40 mln PLN, biorąc pod uwagę, że derogacja rynku mocy nie została zatwierdzona przez UE w pierwszych tygodniach jej obowiązywania, co oznaczało, że w 4Q'25 ZE PAK otrzyma rekompensatę za utracone przychody z rynku mocy z wcześniejszych okresów. Jednak nasze szacunki okazały się w tym zakresie zbyt konserwatywne.

Podczas konferencji wynikowej zarząd ZE PAK wskazał, że nie należy oczekiwać przełomu wynikowego w 2026e przed uruchomieniem bloku gazowego, a redukcja kosztów stałych została zidentyfikowana jako kluczowe wyzwanie. Redukcja zatrudnienia stanowi centralny element tego planu. Spółka planuje około 700 zwolnień w 2026e (vs. 416 w 2025), co obniży całkowite zatrudnienie z blisko 2 000 do około 1 300 osób. Skala redukcji zatrudnienia ma się zmniejszyć w 2027e, przy czym część pracowników zostanie przesunięta do projektu CCGT, który w pierwszych latach może operować przy współczynniku wykorzystania mocy na poziomie 40-50%. Dodatkowo, wydobywanie węgla brunatnego ma zostać zakończone do końca 2026e. Elektrownia Pątnów II ma funkcjonować głównie jako rezerwa mocy od drugiej połowy 2026e. Zarząd nie wyklucza dalszej pracy w tej roli do końca 2028, pod warunkiem pozyskania kontraktów rynku mocy na lata 2027-28e. W naszej ocenie prawdopodobieństwo uzyskania tych kontraktów jest wysokie i zakładamy, że jednostka pozostanie operacyjna do końca 2028e.

### ZE PAK: 4Q'25 Wyniki finansowe, mln zł (o ile nie wskazano inaczej)

Rachunek zysków i strat (PLNm)	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons.
<b>Przychody</b>	<b>521</b>	<b>623</b>	<b>309</b>	<b>335</b>	<b>331</b>	<b>358</b>	<b>-42%</b>	<b>8%</b>	<b>297</b>	<b>21%</b>	<b>382</b>	<b>-6%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>33</b>	<b>129</b>	<b>-5</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	<b>na</b>	<b>18%</b>	<b>-20</b>	<b>79%</b>	<b>-23</b>	<b>55%</b>
Generacje oraz Wydobywanie	12	110	5	-26	-17	1	-99%	na	-15	na		
Pozostałe	22	18	-11	2	-13	-36	na	179%	-5	na		
<b>EBIT</b>	<b>30</b>	<b>122</b>	<b>-9</b>	<b>-47</b>	<b>-35</b>	<b>-42</b>	<b>na</b>	<b>20%</b>	<b>-25</b>	<b>68%</b>	<b>-27</b>	<b>59%</b>
Koszty finansowe netto	-4	-6	-4	-15	-1	-6	0%	273%	-1	273%		
Podatek dochodowy i pozostałe	8	7	0	-4	-3	2	-66%	na	-3	-178%		
<b>Zysk netto</b>	<b>33</b>	<b>124</b>	<b>-14</b>	<b>-66</b>	<b>-40</b>	<b>-45</b>	<b>-137%</b>	<b>14%</b>	<b>-29</b>	<b>56%</b>	<b>-32</b>	<b>44%</b>
Marża EBITDA	6%	21%	-2%	-7%	-9%	-10%			-7%		-6%	
Marża EBIT	6%	20%	-3%	-14%	-11%	-12%			-8%		-7%	
Marża zysku netto	6%	20%	-4%	-20%	-12%	-13%			-10%		-8%	
<b>KPIs</b>												
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.39	0.46	0.41	0.37	0.29	0.35	-25%	21%	0.30	17%		
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.12	0.08	0.05	0.13	0.16	0.10	25%	-38%	0.08	25%		
Zużycie węgla (mnt)	0.53	0.62	0.51	0.42	0.35	0.46	-26%	31%	0.38	20%		
<b>CF (PLNm)</b>												
OCF	92	31	96	-9	167	232	639%	39%				
CAPEX	-25	-89	-187	-360	-326	-157	78%	-52%				
<b>FCF</b>	<b>68</b>	<b>-57</b>	<b>-90</b>	<b>-368</b>	<b>-159</b>	<b>74</b>	<b>na</b>	<b>na</b>				
<b>Zadłużenie</b>												
<b>Dług netto</b>	<b>-532</b>	<b>-472</b>	<b>-384</b>	<b>-7</b>	<b>163</b>	<b>83</b>	<b>na</b>	<b>-49%</b>				
ND / EBITDA	-0.9x	-1.7x	-1.5x	-0.1x	2.4x	na	na	na				
<b>Dług netto skorygowany*</b>	<b>537</b>	<b>129</b>	<b>368</b>	<b>834</b>	<b>1,056</b>	<b>1,155</b>	<b>794%</b>	<b>9%</b>				
ND skor. / EBITDA	0.9x	0.5x	1.5x	6.3x	15.2x	na	na	na				

\*Obejmuje rezerwy netto na uprawnienia do emisji CO2, rezerwy na rekultywację terenu oraz rezerwy na rekultywację składowisk popiołów.

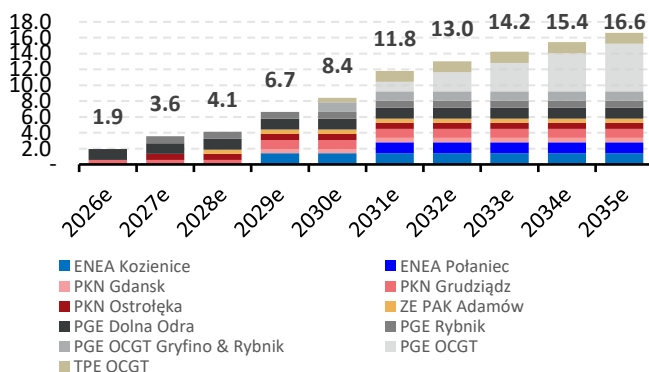
Źródło: Spółka, BM Pekao

## Tezy inwestycyjne

- Nie oczekujemy istotnej poprawy wyników w 2026e, jednak otoczenie makro poprawiło się od czasu naszego ostatniego raportu, wspierając perspektywy dla projektu CCGT Adamów. Wojna w Iranie prawdopodobnie będzie miała jedynie krótkoterminowy wpływ na ceny gazu, z ograniczonym wpływem na wyniki CCGT Adamów w 2028e. W średnim terminie projekt powinien skorzystać z ponownych oczekiwań wyższych cen CO2, które w naszej ocenie powinny wspierać wyższe clean spark spreads oraz poprawić rentowność wytwarzania energii elektrycznej.

W oparciu o realizowane projekty oraz oficjalne plany i zapowiedzi, do 2035e w Polsce może powstać do 17 GW nowoczesnych elektrowni gazowych. Liczba ta obejmuje również już istniejące jednostki gazowe. Opóźnienia w innych projektach gazowych w Polsce mogłyby być korzystne dla ZE PAK (czego nie można wykluczyć, biorąc pod uwagę napięty harmonogram realizacji projektów), ponieważ prawdopodobnie wspierałyby wyższe marże na wytwarzaniu energii elektrycznej.

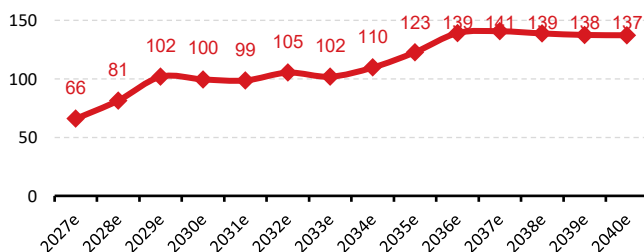
Moc zainstalowana jednostek gazowych w Polsce (GW)



Źródło: BM Pekao

Nasze modelowanie wskazuje, że przy obecnym miksie energetycznym w Polsce oraz prognozowanych cenach surowców, elektrownia gazowa typu CCGT powinna osiągnąć clean spark spread (CSS) na poziomie około 87 PLN/MWh w latach 2027–30e, przy założeniu wyższej ścieżki cen CO2 (100 EUR/t w 2030e).

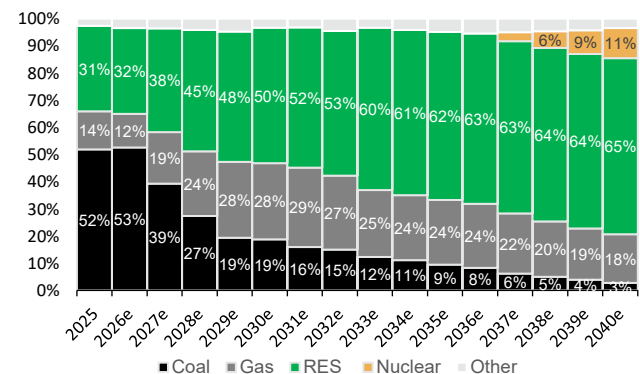
Szacowany Clean Spark Spread (PLN/MWh)



Źródło: BM Pekao

Biorąc pod uwagę harmonogram budowy nowych elektrowni gazowych w Polsce, szczyt produkcji energii z gazu oczekujemy na początku lat 30. Dodatkowo udział OZE w produkcji energii będzie stopniowo rosnąć, jednak według naszych szacunków ostatecznie ustabilizuje się na poziomie około 65% ze względu na dobowy profil produkcji z wiatru i słońca oraz pogarszającą się ekonomię nowych projektów OZE po uruchomieniu elektrowni jądrowych. Pozostałe zapotrzebowanie będzie musiało zostać pokryte przez źródła konwencjonalne

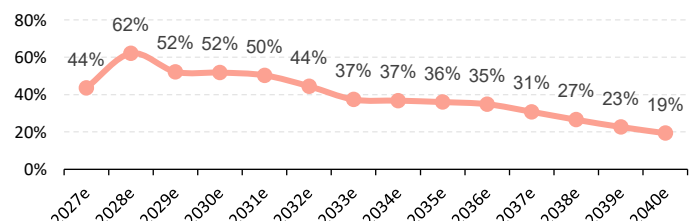
Szacowany miks generacji w Polsce (%)



Źródło: BM Pekao

Szacujemy, że elektrownia gazowa typu CCGT może osiągnąć współczynnik wykorzystania mocy na poziomie około 50% w początkowym okresie, jednak będzie on stopniowo spadał w kolejnych latach – najpierw ze względu na przyrost mocy odnawialnych (w tym offshore) oraz magazynów energii, a następnie w wyniku pojawienia się nowej elektrowni atomowej

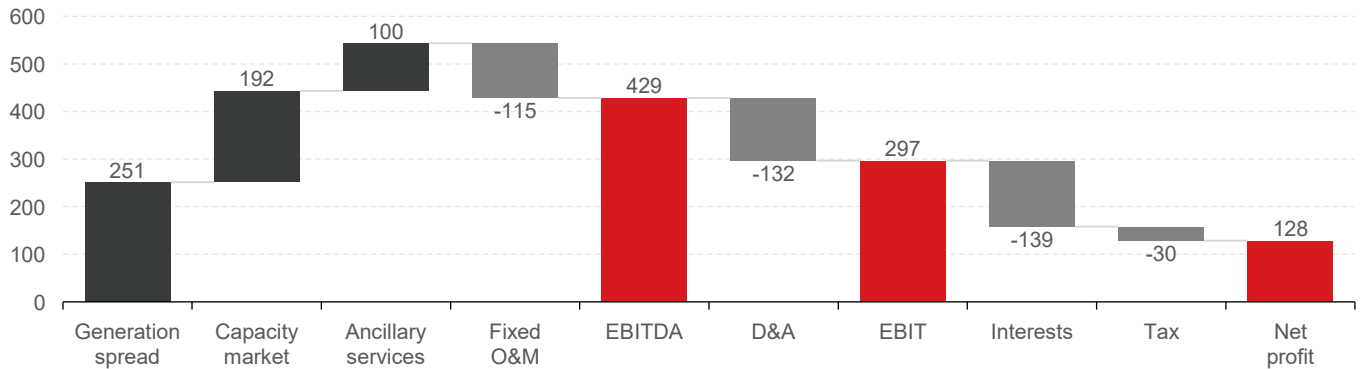
Szacowany load factor dla elektrowni CCGT (%)



Źródło: BM Pekao

Szacujemy, że projekt CCGT Adamów będzie generował przychody z trzech źródeł: (i) wytwarzania energii elektrycznej, (ii) rynku mocy oraz (iii) usług systemowych. W naszej ocenie projekt ma potencjał do generowania znormalizowanej rocznej EBITDA na poziomie około 429 mln PLN w średnim terminie

Znormalizowany roczny potencjał wyników (EBITDA) dla projektu CCGT Adamów, dane jednostkowe



Źródło: BM Pekao. Powyższe stanowi uproszczony szacunek mający na celu lepsze zobrazowanie potencjału projektu CCGT Adamów.

W naszej ocenie najbardziej prawdopodobny średnioterminowy spread wytwórczy (CSS) dla projektu CCGT wynosi 80–100 EUR/MWh, przy współczynniku wykorzystania mocy na poziomie około 50%. Główną niewiadomą pozostaje wkład usług systemowych (zakładamy 100 mln PLN). Jako punkt odniesienia wykorzystujemy wyniki segmentu gazowego raportowane przez PGE, skorygowane o skalę projektu. Zakładamy, że udział tego komponentu będzie stopniowo malał, ponieważ usługi te mogą być bardziej efektywnie świadczone przez magazyny energii. Polska wchodzi w okres dynamicznego wzrostu mocy magazynowych, co powinno zwiększyć presję konkurencyjną na ten strumień przychodów.

Wrażliwość na znormalizowany roczny potencjał wyników dla CCGT Adamów

		Clean Spark Spread (PLN/MWh)								
		60	70	80	90	100	110	120	130	140
Load factor (%)	20%	238	248	258	268	278	288	298	308	318
	30%	268	283	298	313	328	343	358	373	388
	40%	298	318	338	358	378	398	419	439	459
	50%	328	353	378	403	429	454	479	504	529
	60%	358	388	419	449	479	509	539	569	600
	70%	388	424	459	494	529	564	600	635	670
	80%	419	459	499	539	579	620	660	700	740

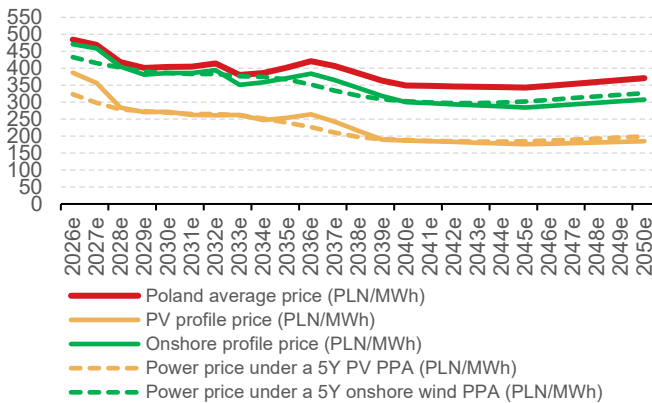
Źródło: BM Pekao



- **Wartość udziału ZE PAK w PAK-PCE może być ograniczona ze względu na wysoki poziom zadłużenia oraz niższą od oczekiwanej EBITDA z aktywów zielonych. Dodatkowo oczekujemy, że w długim terminie zrealizowane ceny energii elektrycznej dla projektów onshore wind oraz PV będą stopniowo spadać, co będzie wynikać z częściowej kanibalizacji ich profilu produkcji, a w późniejszych latach także z wejścia mocy atomowych, przesuujących merit-order w Polsce.**

Nasze modelowanie wskazuje, że farmy wiatrowe onshore mogą osiągać ceny energii zbliżone do poziomów hurtowych, średnio około 420 PLN/MWh w latach 2026–30e, podczas gdy dla aktywów PV ceny modelowane są na poziomie około 314 PLN/MWh w tym samym okresie, wobec średniej ceny energii elektrycznej w Polsce wynoszącej 435 PLN/MWh.

Modelowane ceny energii dla profili onshore i PV oraz średnia ceny energii w Polsce (PLN/MWh), ceny nominalne



Źródło: BM Pekao. Spadek cen od 2037e odzwierciedla stopniowe uruchamianie elektrowni atomowej w Polsce.

Szacujemy, że aktywa PAK-PCE są w stanie generować około 376 mln PLN powtarzalnej EBITDA. Oznacza to ponad połowę pierwotnych planów Cyfrowego Polsatu, które zakładały początkowo nawet do 600 mln PLN EBITDA z tego segmentu, następnie stopniowo obniżone oczekiwania najpierw do 500 mln PLN, a ostatnio do 400 mln PLN

Wartości w mln PLN dla 2026e, o ile nie zaznaczono inaczej.

	PV	Wiatr	Biomasa	Suma
<b>Przychody</b>	<b>28</b>	<b>346</b>	<b>355</b>	<b>729</b>
Sprzedaż energii	28	346	249	622
Pozostałe	0	0	106	106
<b>Koszty gotówkowe</b>	<b>-7</b>	<b>-53</b>	<b>-293</b>	<b>-353</b>
<b>EBITDA</b>	<b>21</b>	<b>293</b>	<b>62</b>	<b>376</b>
Moce (MW)	82	289	105	476
Wolumeny (GWh)	83	843	598	1,524
Load factor (%)	11%	33%	65%	37%

Źródło: BM Pekao

Na potrzeby wyceny aktywów OZE w ramach PAK-PCE, w oparciu o ostatnie transakcje w Polsce, wycenę dla aktywów wiatrowych przyjmujemy na poziomie około 10 mln PLN/MW, natomiast aktywa fotowoltaiczne obecnie jest to nie więcej niż około 2,5 mln PLN/MW. Przy założeniu takich poziomów oraz 4 mln PLN/MW dla aktywów biomasowych, łączna wartość tych aktywów wyniosłaby około 3,5 mld PLN. Jednak po odjęciu długu netto oraz uwzględnieniu rozwodnionego do 25% udziału ZE PAK, wartość tych aktywów z perspektywy ZE PAK wyniosłaby około 345 mln PLN.

### Wartość PAK-PCE z perspektywy ZE PAK może być ograniczona

Wycena PAK-PCE w oparciu o mnożniki rynkowe, wartości w mln PLN, o ile nie wskazano inaczej.

	MW	PLNm per MW	Implikowane EV	EBITDA 2026e	EV/EBITDA 2026e
Wiatr	289	10.0	2,887	293	9.9x
PV	82	2.5	206	21	9.8x
Biomasa	105	4.0	420	62	6.8x
<b>Suma</b>	<b>476</b>	<b>7.4</b>	<b>3,513</b>	<b>376</b>	<b>9.3x</b>

Finansowanie projektowe	-2,134
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>1,379</b>
Udział ZE PAK rozwodniony w wyniku konwersji długu na kapitał	25%
<b>Wartość kapitału własnego przypisana do ZE PAK</b>	<b>345</b>

Źródło: BM Pekao

## 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%
Rynkowa cena energii (PLN/MWh)	484	469	418	401	404		402	349	343	371
Cena w ramach 5-letniego PPA PV (PLN/MWh)	323	298	278	274	269		240	188	185	199
Cena w ramach 5-letniego PPA Onshore (PLN/MWh)	433	415	402	391	386		367	302	302	327
Zrealizowana cena energii przez CCGT (PLN/MWh)	701	531	479	473	487		573	653	728	824
<b>Clean spark spread (PLN/MWh)</b>	<b>55</b>	<b>66</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>100</b>		<b>123</b>	<b>137</b>	<b>151</b>	<b>177</b>
<b>Load factor CCGT (%)</b>	<b>16%</b>	<b>44%</b>	<b>62%</b>	<b>52%</b>	<b>52%</b>		<b>36%</b>	<b>19%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>
Cena węgla PSCMI1 (PLN/GJ)	16.0	16.2	16.4	16.6	16.8		17.9	19.0	20.3	21.6
Cena gazu TGE (EUR/MWh)	51	45	35	30	31		34	38	42	47
Cena uprawnień CO2 (EUR/t)	75	80	85	93	100		125	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

Zaktualizowaliśmy nasze założenia makroekonomiczne: (i) ceny gazu, uwzględniające wpływ konfliktu w Iranie, zostały podniesione z EUR 40/35/32/MWh w latach 2026-28e do EUR 51/45/35/MWh; (ii) ceny CO2 wzrosły z EUR 75/65/70/t w latach 2026-28e do EUR 75/80/85/t, a w 2030e z EUR 80/t do EUR 100/t, ponieważ oczekujemy jedynie ograniczonych zmian strukturalnych w ramach EU ETS. W efekcie zakładamy obecnie wyższe ceny energii elektrycznej w Polsce (wcześniej PLN 340-380/MWh w latach 2027-2035e) oraz wyższe zrealizowane spready dla aktywów typu CCGT.

### Zmiana szacunków

	2026e			2027e			2028e		
	Było	Obecnie	Zmiana	Było	Obecnie	Zmiana	Było	Obecnie	Zmiana
Przychody	756	799	6%	805	788	-2%	1,684	2,110	25%
<b>EBITDA</b>	<b>-56</b>	<b>-42</b>	<b>-25%</b>	<b>151</b>	<b>119</b>	<b>-21%</b>	<b>379</b>	<b>482</b>	<b>27%</b>
EBIT	-76	-62	-18%	88	55	-37%	246	330	34%
Zysk netto	<b>-111</b>	<b>-86</b>	<b>-23%</b>	<b>-11</b>	<b>-44</b>	<b>304%</b>	<b>109</b>	<b>151</b>	<b>39%</b>

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

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

Źródło: BM Pekao

### ZE PAK: Metodologia ESG

	<b>Wynik od:</b>	<b>do</b>	<b>Rating</b>	<b>WACC premia za ryzyko (%RFR)</b>
<b>ESG Score</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: 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: 5,7% (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

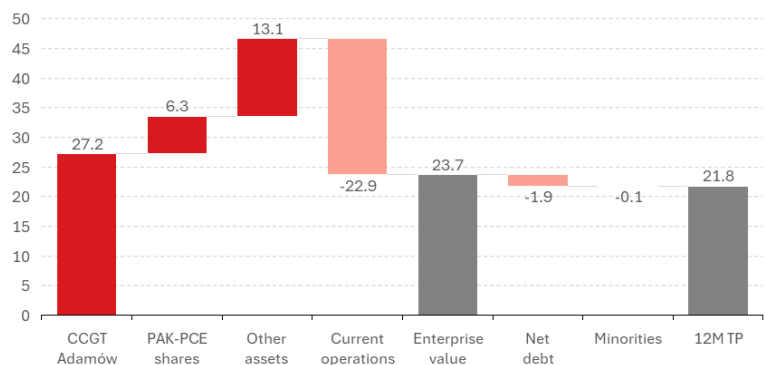
Metoda wyceny	zł na akcję	Waga (%)
12M wycena SOTP	21.8	100%
Wycena mnożnikowa (oparta o 2028e)	30.3	0%
<b>12M Cena docelowa</b>	<b>21.8</b>	
Obecna cena	18.40	
<i>Upside/Downside vs. obecna cena</i>	<i>18.3%</i>	

Źródło: BM Pekao

**Biorąc pod uwagę powyższe założenia, nasz model wyceny implikuje wartość akcji ZE PAK na poziomie 21,8 zł na akcję (18.3% potencjał wzrostu).**

### ZE PAK: Podsumowanie wyceny SOTP

	Suma	Na akcję
Obecna działalność	-1,000	-22.9
CCGT Adamów	1,188	27.2
PAK-PCE udziały	275	6.3
<i>Wycena DCF</i>	206	4.7
<i>Metoda transakcyjna</i>	345	7.9
Inne projekty	572	13.1
<b>Enterprise value</b>	<b>1,035</b>	<b>23.7</b>
Dług netto	-83	-1.9
Mniejszości	-2	-0.1
<b>Equity Value</b>	<b>950</b>	
Liczba akcji (mn)	50.8	
<b>12M target price na akcję</b>	<b>21.8</b>	
<i>Share price</i>	<i>18.40</i>	
<i>Upside/Downside vs. current price</i>	<i>18.3%</i>	



Źródło: BM Pekao



Poniżej przedstawiamy wycenę obecnych operacji związanych z węglem brunatnym metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Nasza analiza zakłada: (i) docelową strukturę finansowania w postaci 100% kapitału własnego, (ii) zakończenie wytwarzania energii elektrycznej w 1H'26e, (iii) wygranie aukcji rynku mocy na lata 2027e i 2028e oraz uzyskanie przychodów z rynku mocy na poziomie około 140 mln PLN w obu latach 2027e i 2028e, (iv) optymalizację kosztów w latach 2026-27e związaną z wygaszaniem działalności, (v) kontynuację usług utrzymaniowych po zamknięciu elektrowni Pątnów oraz (vi) koszty rekultywacji oraz netto pozycję uprawnień do emisji CO2 uwzględnione w ramach obecnych rezerw (w modelu DCF jako „pozostałe korekty”).

**Kalkulacja WACC**

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	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%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>9.0%</b>
Koszt długu	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	6.5%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>6.5%</b>
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>9.0%</b>

**Wycena DCF**

(PLNm)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal
Przychody	799	303	303	223	226	229	229
<b>EBITDA</b>	<b>-44</b>	<b>5</b>	<b>21</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
EBIT	<b>-64</b>	<b>-15</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Podatek od EBIT	0	0	0	-1	-1	-1	-1
<b>NOPAT</b>	<b>-64</b>	<b>-15</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Amortyzacja i odpisy	20	20	20	5	5	5	5
Nakłady kapitałowe	-20	-20	-20	-5	-5	-5	-5
Zmiany w kapitale obrotowym	108	18	-1	4	0	0	0
<b>FCFF</b>	<b>44</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym							0.0%
Wartość rezydualna							41
Współczynnik dyskontujący	0.92	0.85	0.79	0.73	0.68	0.62	0.62
Zdyskontowane przepływy	41	3	0	6	2	2	28
<b>Enterprise value</b>	<b>82</b>						
Pozostałe korekty	-1,082						
<b>Enterprise value adj.</b>	<b>-1,000</b>						

Wzrost przychodów	-40%	-62%	0%	-26%	1%	1%	na
Marża EBIT	-8%	-5%	0%	2%	2%	2%	2%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Capex/przychody	3%	7%	7%	2%	2%	2%	2%
Capex/amortyzacja	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: BM Pekao



Poniżej przedstawiamy wycenę projektu gazowego metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Nasza analiza zakłada: (i) łączne nakłady inwestycyjne na poziomie 3,3 mld PLN, (ii) docelową strukturę finansowania 70% dług i 30% kapitał własny, (iii) średni clean spark spread na poziomie około 123 PLN/MWh w okresie do 2052e, (iv) średni współczynnik wykorzystania mocy na poziomie 28% w całym okresie życia projektu, (v) kontrakt rynku mocy do końca 2042 r. indeksowany rocznie, (vi) okres operacyjny od września 2027e do końca 2052e, (vii) dodatkowe przychody z usług systemowych na poziomie 85-100 mln PLN rocznie oraz (viii) nakłady utrzymaniowe uwzględnione w kosztach operacyjnych.

**Kalkulacja WACC**

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	...	2042e	...	2052e
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%		5.7%		5.7%
Premia za ryzyko	6.0%	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		1.0
ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%		0.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>		<b>11.7%</b>		<b>11.7%</b>
Koszt długu	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%		8.2%		8.2%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>		<b>6.6%</b>		<b>6.6%</b>
Waga kapitału własnego	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%		30%		30%
<b>WACC</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>		<b>8.1%</b>		<b>8.1%</b>

**Wycena DCF**

(PLNm)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	...	2042e	...	2052e
Przychody	0	485	1,806	1,542	1,572	1,571	1,475	1,309		989		707
<b>EBITDA</b>	<b>-12</b>	<b>84</b>	<b>437</b>	<b>438</b>	<b>433</b>	<b>426</b>	<b>416</b>	<b>374</b>		<b>342</b>		<b>18</b>
EBIT	-12	41	305	306	301	294	284	242		210		-70
Podatek od EBIT	0	-8	-58	-58	-57	-56	-54	-46		-40		0
<b>NOPAT</b>	<b>-12</b>	<b>33</b>	<b>247</b>	<b>248</b>	<b>244</b>	<b>238</b>	<b>230</b>	<b>196</b>		<b>170</b>		<b>-70</b>
Amortyzacja i odpisy	0	44	132	132	132	132	132	132		132		88
Nakłady kapitałowe	-924	-691	0	0	0	0	0	0		0		0
Zmiany w kapitale obrotowym	0	-18	-56	7	-1	0	3	7		0		0
<b>FCFF</b>	<b>-936</b>	<b>-633</b>	<b>323</b>	<b>387</b>	<b>375</b>	<b>371</b>	<b>365</b>	<b>335</b>		<b>302</b>		<b>18</b>
Współczynnik dyskontujący	0.92	0.86	0.79	0.73	0.68	0.63	0.58	0.54		0.27		0.12
Zdyskontowane przepływy	-866	-541	256	283	254	232	211	179		80		2
<b>Enterprise value</b>	<b>1,188</b>											
Wzrost przychodów	na	na	272%	-15%	2%	0%	-6%	-11%		-1%		0%
Marża EBIT	0%	8%	17%	20%	19%	19%	19%	18%		21%		-10%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%		19%		19%
Capex/przychody	0%	142%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%		0%
Capex/amortyzacja	0%	1588%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%		0%

**Wrażliwość EV na CSS i WACC**

WACC / Clean Spark Spread (PLN/MWh)	93	103	113	123	133	143	153
7.1%	945	1,093	1,241	1,389	1,538	1,686	1,834
7.6%	859	1,001	1,143	1,286	1,428	1,570	1,712
8.1%	777	914	1,051	<b>1,188</b>	1,324	1,461	1,598
8.6%	701	832	964	1,095	1,227	1,359	1,490
9.1%	628	755	882	1,009	1,135	1,262	1,389

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

WACC / Clean Spark Spread (PLN/MWh)	93	103	113	123	133	143	153
7.1%	21.7	25.0	28.4	31.8	35.2	38.6	42.0
7.6%	19.7	22.9	26.2	29.5	32.7	36.0	39.2
8.1%	17.8	20.9	24.1	<b>27.2</b>	30.3	33.5	36.6
8.6%	16.1	19.1	22.1	25.1	28.1	31.1	34.1
9.1%	14.4	17.3	20.2	23.1	26.0	28.9	31.8

Źródło: BM Pekao



Poniżej przedstawiamy wycenę udziałów w PAK-PCE metodą DCF. Nasza analiza zakłada: (i) konwersję długu wewnątrzgrupowego na kapitał własny, co skutkowałoby rozwodnieniem udziału ZE PAK do około 25%, (ii) docelową strukturę finansowania 70% dług i 30% kapitał własny, (iii) okres operacyjny wynoszący 30 lat dla farm wiatrowych i fotowoltaicznych oraz 25 lat dla biomasy od momentu uruchomienia, bez wartości rezydualnej (przy tych założeniach ostatni i najnowszy projekt, farma wiatrowa Drzeżewo, zakończyłby działalność w 2054e), (iv) wycena obejmuje wyłącznie portfel aktywów wytwórczych OZE, (v) dług projektowy na poziomie 2,1 mld PLN zgodnie z raportem CPS oraz (vi) nakłady utrzymaniowe uwzględnione w kosztach operacyjnych.

**Kalkulacja WACC**

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	...	2054e
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%		5.7%
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%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>		<b>11.7%</b>
Koszt długu	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%		7.7%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>		<b>6.2%</b>
Waga kapitału własnego	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%		30%
<b>WACC</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>		<b>7.8%</b>

**Wycena DCF**

(PLNm)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	...	2054e
Przychody	729	726	704	697	702	706	713	699		135
<b>EBITDA</b>	<b>376</b>	<b>367</b>	<b>339</b>	<b>326</b>	<b>326</b>	<b>323</b>	<b>324</b>	<b>303</b>		<b>90</b>
EBIT	243	234	206	193	192	190	191	170		42
Podatek od EBIT	-46	-45	-39	-37	-37	-36	-36	-32		-8
<b>NOPAT</b>	<b>197</b>	<b>190</b>	<b>167</b>	<b>156</b>	<b>156</b>	<b>154</b>	<b>155</b>	<b>137</b>		<b>34</b>
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	-2	0	2	1	0	0	0	1		8
<b>FCFF</b>	<b>328</b>	<b>323</b>	<b>302</b>	<b>290</b>	<b>289</b>	<b>287</b>	<b>287</b>	<b>272</b>		<b>90</b>
Współczynnik dyskontujący	0.93	0.86	0.80	0.74	0.69	0.64	0.59	0.55		0.11
Zdyskontowane przepływy	304	278	241	215	198	182	169	149		10
<b>Enterprise value</b>	<b>2,958</b>									
Dług netto	-2,134									
Pozostałe	0									
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>824</b>									
Rozwodniony udział ZE PAK	25%									
<b>Wartość udziałów ZE PAK</b>	<b>206</b>									

Wzrost przychodów	na	0%	-3%	-1%	1%	0%	1%	-2%		-45%
Marża EBIT	33%	32%	29%	28%	27%	27%	27%	24%		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%
7.1%	3.7	4.9	4.9	6.1	8.6	11.1	12.2
7.6%	3.2	4.3	4.3	5.4	7.6	9.7	10.7
8.1%	2.8	3.8	3.8	4.7	6.6	8.5	9.3
8.6%	2.4	3.3	3.3	4.1	5.7	7.3	8.1
9.1%	2.1	2.8	2.8	3.5	4.9	6.2	6.9

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 30.3 na akcję**.

	Kraj	MCap (EURmn)	YTD zwrot	LTM zwrot	EV/EBITDA (x)			P/E (x)		
					2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
IBERDROLA	ES	131,440	5.3%	31.7%	12.0	11.7	11.2	19.8	18.5	17.3
ENEL	IT	99,084	9.8%	35.3%	7.8	7.8	7.6	13.7	13.3	12.7
ENGIE	FR	69,332	23.1%	59.9%	9.2	8.5	8.2	14.0	13.0	12.4
VEOLIA ENVIRONNEMENT	FR	25,445	15.3%	18.6%	6.8	6.4	6.1	14.4	13.2	12.1
RWE	DE	43,887	30.4%	86.3%	11.5	10.1	9.6	22.9	19.5	18.0
EDP	PT	18,761	14.5%	43.5%	7.9	7.8	7.5	14.5	15.0	14.1
CENTRICA	GB	10,785	19.4%	40.6%	6.0	6.1	5.8	16.2	13.7	12.6
ENDESA	ES	38,617	21.0%	52.3%	8.5	8.7	8.6	16.2	16.0	15.7
FORTUM	FI	18,205	11.6%	43.6%	12.8	14.2	14.0	19.1	21.8	21.5
NATURGY ENERGY	ES	26,238	4.4%	11.0%	7.7	7.8	7.7	13.2	13.6	13.6
<b>Średnia</b>		<b>23,211</b>	<b>15.5%</b>	<b>42.3%</b>	<b>9.0</b>	<b>8.9</b>	<b>8.6</b>	<b>16.4</b>	<b>15.8</b>	<b>15.0</b>
<b>Mediana</b>		<b>14,325</b>	<b>14.9%</b>	<b>42.1%</b>	<b>8.2</b>	<b>8.1</b>	<b>8.0</b>	<b>15.3</b>	<b>14.3</b>	<b>13.8</b>
<b>ZE PAK</b>					<b>neg.</b>	<b>26.5x</b>	<b>6.3x</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>6.2x</b>
<i>Premia/dyskonto vs. Peersy</i>					<i>neg.</i>	<i>225%</i>	<i>-20%</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>-55%</i>
<b>Implikowana wartość na akcję (PLN)</b>					<b>na</b>	<b>na</b>	<b>19.5</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>41.2</b>

Źródło: Bloomberg, BM Pekao



## Czynniki ryzyka

**Ryzyko zmian cen surowców energetycznych, cen energii oraz kosztów CO<sub>2</sub>** – z perspektywy ZE PAK kluczowe są ceny gazu oraz uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>, 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 CO<sub>2</sub>. Potencjalna reforma systemu ETS skutkująca obniżeniem cen CO<sub>2</sub> 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 sprawiało, 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 (83% na koniec 4Q'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 prawdopodobnie 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 CO<sub>2</sub> 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 4Q'25 utworzono rezerwy na rekultywację terenów górniczych w wysokości 446 mln zł oraz 58 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

<b>Rachunek zysków i strat (PLNm)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>2029e</b>
<b>Przychody</b>	<b>2,185</b>	<b>1,334</b>	<b>799</b>	<b>788</b>	<b>2,110</b>	<b>1,765</b>
<b>EBITDA</b>	<b>282</b>	<b>-95</b>	<b>-42</b>	<b>119</b>	<b>482</b>	<b>471</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>105</b>	<b>-74</b>	<b>-44</b>	<b>113</b>	<b>458</b>	<b>448</b>
<b>EBIT</b>	<b>265</b>	<b>-193</b>	<b>-62</b>	<b>55</b>	<b>330</b>	<b>334</b>
Przychody/(koszty) finansowe i pozostałe	-23	-26	-20	-89	-144	-137
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>241</b>	<b>-159</b>	<b>-82</b>	<b>-34</b>	<b>187</b>	<b>197</b>
Podatek	21	-5	-4	-10	-35	-37
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>263</b>	<b>-164</b>	<b>-86</b>	<b>-44</b>	<b>151</b>	<b>160</b>
Zysk netto na akcję	5.2	-3.2	-1.7	-0.9	3.0	3.1
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>2029e</b>
<b>Aktywa obrotowe ogółem</b>	<b>1,569</b>	<b>882</b>	<b>259</b>	<b>175</b>	<b>320</b>	<b>321</b>
Gotówka i ekwiwalenty	506	522	114	39	49	88
Inne aktywa obrotowe	1,063	360	145	136	271	233
<b>Razem środki trwałe</b>	<b>2,281</b>	<b>3,234</b>	<b>4,158</b>	<b>4,595</b>	<b>4,488</b>	<b>4,380</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	612	1,829	2,753	3,400	3,269	3,137
Inne środki trwałe	1,669	1,405	1,405	1,195	1,220	1,243
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>3,850</b>	<b>4,116</b>	<b>4,417</b>	<b>4,770</b>	<b>4,809</b>	<b>4,700</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1,055</b>	<b>1,545</b>	<b>557</b>	<b>249</b>	<b>327</b>	<b>300</b>
Dług krótkoterminowy	5	585	3	3	3	3
Inne zobowiązania bieżące	1,050	960	554	246	324	297
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>620</b>	<b>559</b>	<b>1,936</b>	<b>2,642</b>	<b>2,450</b>	<b>2,209</b>
Długoterminowe zadłużenie	29	20	1,397	2,103	2,011	1,870
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	591	539	539	539	439	339
<b>Kapitał własny</b>	<b>2,173</b>	<b>2,009</b>	<b>1,922</b>	<b>1,878</b>	<b>2,029</b>	<b>2,189</b>
Mniejszości	2	2	2	2	2	2
<b>Razem kapitał własny i pasywa</b>	<b>3,850</b>	<b>4,116</b>	<b>4,417</b>	<b>4,770</b>	<b>4,809</b>	<b>4,700</b>
<b>Dług netto</b>	<b>(472)</b>	<b>83</b>	<b>1,286</b>	<b>2,067</b>	<b>1,965</b>	<b>1,785</b>
<b>Rachunek przepływów pieniężnych (PLNm)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>2029e</b>
Zysk netto przed opodatkowaniem	263	(164)	(86)	(44)	151	160
Podatki i amortyzacja	17	99	20	64	152	137
Pozostałe (w tym WC)	200	562	(173)	0	(38)	25
<b>Operacyjne przepływy pieniężne</b>	<b>480</b>	<b>496</b>	<b>(239)</b>	<b>19</b>	<b>265</b>	<b>322</b>
Wydatki inwestycyjne	(482)	(1,030)	(944)	(711)	(20)	(5)
Pozostałe	3	(16)	-	-	-	-
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>(478)</b>	<b>(1,045)</b>	<b>(944)</b>	<b>(711)</b>	<b>(20)</b>	<b>(5)</b>
Dywidendy	-	-	-	-	-	-
Pozostałe	(30)	565	775	617	(235)	(278)
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>(30)</b>	<b>565</b>	<b>775</b>	<b>617</b>	<b>(235)</b>	<b>(278)</b>
Zmiana gotówki	(28)	16	(408)	(75)	10	39
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>506</b>	<b>522</b>	<b>114</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>88</b>
<b>Zmiana r/r</b>						
Przychody	-30%	-39%	-40%	-1%	168%	-16%
EBITDA	-61%	na	-56%	na	307%	-2%
EBIT	-62%	na	-68%	na	499%	1%
Zysk netto	-65%	na	-48%	-49%	na	6%
Zysk netto na akcję	-65%	na	-48%	-49%	na	6%
<b>Marże</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>12.9%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-5.3%</b>	<b>15.1%</b>	<b>22.9%</b>	<b>26.7%</b>
EBIT	12.1%	-14.5%	-7.8%	7.0%	15.7%	18.9%
Zysk netto	12.0%	-12.3%	-10.8%	-5.6%	7.2%	9.1%
<b>ROE</b>	<b>12.9%</b>	<b>-7.9%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.6%</b>
<b>Wskaźniki bilansowe</b>						
BVPS (PLN)	42.8	39.5	37.8	36.9	39.9	43.1
Dług netto/EBITDA	(1.7x)	(0.9x)	(30.6x)	17.4x	4.1x	3.8x
Dług bankowy/kapitał własny	2%	30%	73%	112%	99%	86%

Źródło: Spółka, BM Pekao



## Podsumowanie kluczowych danych finansowych

	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk na akcję (GAAP)	14.66	5.17	-3.24	-1.69	-0.87	2.98	3.15
Przychody	3,106	2,185	1,334	799	788	2,110	1,765
EBIT	689	265	-193	-62	55	330	334
EBITDA	<b>728</b>	<b>282</b>	<b>-95</b>	<b>-42</b>	<b>119</b>	<b>482</b>	<b>471</b>
Zysk netto (GAAP)	<b>745</b>	<b>263</b>	<b>-164</b>	<b>-86</b>	<b>-44</b>	<b>151</b>	<b>160</b>
Dług netto	(494)	(472)	83	1,286	2,067	1,965	1,785
BPS	37.6	42.8	39.5	37.8	36.9	39.9	43.1
DPS	-	-	-	-	-	-	-
ROE %	56.6%	12.9%	-7.9%	-4.4%	-2.3%	7.7%	7.6%
ROA %	18.3%	7.1%	-4.1%	-2.0%	-1.0%	3.2%	3.4%
Deprecjacja	-	-	-	-	-	-	-
Amortyzacja	39	17	99	20	64	152	137
Free Cash Flow	(929)	(28)	16	(408)	(75)	10	39
Nakłady inwestycyjne	(576)	(482)	(1,030)	(944)	(711)	(20)	(5)

Źródło: Spółka, BM Pekao



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 14 MAJA 2026 O GODZ. 7:15 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 14 MAJA 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](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 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.

## UJAWNIA 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
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 zamieszczone 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 osiągnęte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

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

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

## WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU

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

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość 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) 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 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