

ZE PAK

(KUPUJ, TP 21.8 PLN)

Argumenol zamierza ogłosić wezwanie po 18 zł/akcja**Andrzej Kędzierski, CFA**
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

- Argumenol Investment (rodzina Solorzów) zamierza ogłosić wezwanie na 17.299.636 akcji ZE PAK w cenie 18 zł za papier - podał podmiot pośredniczący, Trigon Dom Maklerski. Zapisy w ramach wezwania mogą rozpocząć się około 3 listopada 2026.
- Argumentol argumentuje, że realizacja programu transformacji i reorganizacji poza rynkiem publicznym powinna zapewnić ZE PAK większą elastyczność strategiczną i operacyjną.
- W przypadku osiągnięcia co najmniej 95 proc. głosów na WZ Argumenol chce squeeze-outu i wycofania akcji ZE PAK z GPW.

Nasza ocena: NEUTRALNIE

Cena w wezwaniu zawiera jedynie minimalną premię, tj. 4% względem piątkowego kursu zamknięcia oraz 2% względem średniego 3M kursu oraz brak premii względem 6M średniego kursu. Jest również poniżej naszej ostatniej rekomendacji z maja '26, jednak zwracamy uwagę, że od tego czasu perspektywy finansowe dla ZE PAK uległy pogorszeniu z uwagi na: (i) przedłużający się kryzys energetyczny, który negatywnie wpływa na perspektywy wyników projektu gazowego z uwagi na wysokie ceny gazu, (ii) kolejne opóźnienia w realizacji projektu gazowego (obecnie termin oddania do użytkowania to perspektywa końca 2027 roku), (iii) propozycja 10x podwyższenia opłata koncesyjnych do poziomu 0.5% przychodów, co w przypadku ZE PAK może się przełożyć na ok. 10 mln zł rocznie, (iv) także wartość udziałów w spółce PAK-PCE również jest w naszej ocenie pod presją, biorąc pod uwagę, że spółka ta zmierza w kierunku generowania bliżej 300 niż 400 mln zł EBITDA (PAK-PCE jest wysoko zadłużony: 2.2 mld zł zadłużenia projektowego, a do tego dochodzą pożyczki z ramach grupy CPS na ok. 1.9 mld zł, przez co wartość equity value może być istotnie ograniczona).

Z perspektywy newsflowej nie widzimy obecnie żadnych istotnych triggerów, aż do oddania projektu gazowego do użytkowania pod koniec 2027 roku, czyli przez prawie kolejne półtora roku. Do tego czasu ZE PAK będzie generował straty w związku z wygaszaniem działalności węglowej.

Zwracamy też uwagę, że nawet po oddaniu projektu gazowego, ZE PAK niekoniecznie będzie atrakcyjnie wyceniony. Utrzymujące się wysokie ceny gazu negatywnie wpływają na ekonomikę projektu gazowego w Turku (574 MW). Przy obecnych poziomach kontraktów, aż do marca 2028 węgiel ma przewagę kosztową nad gazem, a w rezultacie marże elektrowni gazowych do tego czasu będą pod presją. Przy teoretycznym load factorze na poziomie 50% i clean spark spread na poziomie 100 zł/MWh, projekt ten jest według naszych szacunków może generować ok. 430 mln zł EBITDA, ale takie perspektywy wymagają stabilizacji cen gazu, czyli najwcześniej w 2029e. Jeśli spread na wytwarzaniu spadłby o 50% i load factor obniżyłby się do 40% z uwagi na niższą konkurencyjność wytwarzania z gazu oznaczałoby 150 mln zł niższą EBITDA i taka jest obecnie perspektywa dla tego projektu na 2028e.

Przyjmując target EBITDA na poziomie wspomnianych 430 mln zł, to przy kapitalizacji 915 mln zł (cena akcji 18 zł), obecnym zadłużeniu ekonomicznym netto 1,337 mln zł, pozostałymi do poniesienia nakładami na projekt gazowy w wys. 1,072 mln zł, to wartość EV wyniosłaby 3.3 mld zł, co przekładałoby się na target **EV/EBITDA na poziomie 7.7x**. Europejskie spółki energetyczne są wyceniane na poziomie 8.0x (polskie są wyceniane z dyskontem) i nie widzimy zasadniczo uzasadnienia dlaczego ZE PAK miałby być wyceniany z premią do peersów, tym bardziej, że z czasem elektrownia gazowa będzie coraz mocniej wypychana przez OZE i magazyny energii, a później również atom.

Oprócz powyższych **zwracamy uwagę, że jeszcze na 3 elementy**: (i) ZE PAK rozwija projekty OZE (farma słoneczna Przykona 260-280 MW) oraz farmy wiatrowe w Opolu (500 MW), jednak



są one na etapie rozwoju i wartość praw do tych projektów na tym etapie nie przekracza w naszej ocenie 500 mln zł (ZE PAK poniósł ponad 240 mln zł nakładów na projekt w Opolu, a projekty PV obecnie nie cieszą się istotnym zainteresowaniem z uwagi na nasycenie rynku i kanibalizację cenową) oraz (ii) ZE PAK musi jeszcze ponieść koszty rekultywacji gruntów, a wartość rezerw z tym związanych wynosi 474 mln zł, (iii) 3 fundusze posiadają ponad 5% głosów (NN OFE 8.9%, PZU OFE 9.1%, Allianz PTE 6.9%), przez co każdy z nich musiałby zdecydować się na sprzedaż, aby wycofać akcje ZE PAK z GPW.

SECTOR ANALYSTS

Director & Chief Analyst
Mining, Construction & Real Estate
Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl

Deputy Head of Research
IT, Video Games
Emil Popławski
+48 601 079 478
emil.poplawski@pekao.com.pl

Banking & Financials (Poland)
Michał Fidelus
+48 517 160 749
michal.fidelus@pekao.com.pl

Chemicals, Oil & Gas
Krzysztof Kozieł, CFA
+48 664 420 126
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Power Utilities & Healthcare
Andrzej Kędzierski, CFA
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

Telecommunication, E-commerce
Konrad Musiał
+48 603 059 375
konrad.musial@pekao.com.pl

Consumer discretionary & Travel
Martin Przybysz
Martin.przybysz@pekao.com.pl

Foreign Markets:
Manager of Foreign Markets:
Patryk Olszanowski, CFA
patryk.olszanowski@pekao.com.pl

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl

INVESTMENT ANALYSIS OFFICE

Market Projections
Piotr Kaźmierkiewicz
piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Technical Analyst
Bartosz Kulesza
bartosz.kulesza@pekao.com.pl

CONTACT AND PUBLICATION ADDRESS

Pekao Brokerage Office
ul. Żubra 1
01-066 Warsaw
Poland
bm@pekao.com.pl

Sales
Poland
+48 22 586 23 99

Sales Trading
Poland
+48 22 586 28 83

Internet
www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

DISCLAIMER

Pekao Brokerage Office (BM) is an organizationally separated unit of Bank Polska Kasa Opieki S.A., based in Warsaw, ul. Żubra 1, 01-066 Poland. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna with its seat in Warsaw, at ul. Żubra 1, 01-066 Warsaw, Poland, entered in the register of entrepreneurs in the District Court for the Capital City of Warsaw in Warsaw, XIII Commercial Division of the National Court Register, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, share capital (entirely paid) in the amount of PLN: 262 470 034.

BM is supervised by Polish Financial Supervision Authority, ul. Piękna 20, 00-549 Warsaw, Poland and is subject to regulations issued by the Financial Supervision Authority as well as by certain other regulators in the European Union.

The investment analysis is addressed to clients who have entered into an investment research agreement with BM, it is not a general investment advice, nor an investment recommendation provided as part of the investment advisory service, nor a part of portfolio management service. The analysis is given without taking into consideration the needs and circumstances of the Client, in particular when preparing the analyses BM does not examine the Client's investment objectives, level of risk tolerance, time horizon as well as the financial situation of the Clients nor does it assess the suitability of the service.

The investment analysis is based on information obtained from, or are based upon public information sources that we consider to be reliable but for the completeness and accuracy of which we assume no liability. All estimates, projections, forecasts and opinions included in the report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue. We reserve the right to modify the views expressed herein at any time without notice. Moreover, we reserve the right not to update this information or to discontinue it altogether without notice. While preparing the investment analysis, the company's compliance with the "Best Practices of WSE Listed Companies 2021" was taken into account, based on the GPW IT tool "Best Practices Scanner" - [Microsoft Power BI](#)

This investment analysis is for information purposes only and does not constitute an offer to buy, sell or subscribe to any financial instrument on any financial market. It is also not an advertisement.

BM is not responsible for the consequences of investment decisions made on the basis of the investment analysis. The investment analysis does not give any guarantee that a given strategy or price projection is appropriate for a specific Client, and when using it one should not resign from conducting an independent assessment and taking into account risk factors other than those presented. The securities discussed may fluctuate in price or value. Investors may get back less than they invested. Changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value of investments. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results. In particular, the risks associated with an investment in the financial instrument or security under discussion are not explained in their entirety. The use of BM services involves investment risk, described in detail on the website www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie