ZE PAK

Pod presją rosnących cen gazu i opóźnień

Uważamy, że obecna wycena rynkowa w dużej mierze odzwierciedla potencjał projektów realizowanych przez ZE PAK. Opóźnienia i wyższe ceny gazu pogarszają perspektywy CCGT, a wysokie koszty wygaszania działalności węglowej dodatkowo obciążają wyniki spółki. W rezultacie obniżamy rekomendację z Kupuj do Trzymaj i 12M cenę docelową z 21,8 PLN do 20,5 PLN (4% potencjał wzrostu).

Wezwanie na akcje. Argumenol zamierza ogłosić wezwanie na 17,3 mln akcji po 18 zł, a docelowo przeprowadzić przymusowy wykup i wycofać ZE PAK z GPW. Cena oferuje niewielką premię: 4% względem kursu zamknięcia i 2%/0% względem średniego kursu z 3M/6M. W naszej ocenie nie koniecznie odzwierciedla ona premię dla mniejszościowych akcjonariuszy, ale widzimy ryzyko, że Argumenol nie zdecyduje się podniesienie ceny w wezwaniu z uwagi, że na atrakcyjność ZE PAKa negatywnie wpływają perspektywy wyników w najbliższych kwartałach, związane z wygaszaniem działalności węglowej, opóźnieniem flagowego projektu CCGT oraz wysokie ceny gazu negatywnie wpływające na ekonomikę projektów gazowych.

Opóźnienia i wyższe ceny gazu pogarszają perspektywy CCGT. Nakłady na projekt wyniosły dotychczas 2,2 mld zł z 3,3 mld zł, zwiększając zadłużenie ZE PAK. Zakładamy uruchomienie elektrowni na początku 2028e i EBITDA na poziomie 373 mln zł w 2028e (vs. 437 mln zł wcześniej), przy naszej obecnej wycenie projektu na 2,1 mld zł. Oddanie CCGT nie musi jednak oznaczać atrakcyjnej wyceny ZE PAK. Przy obecnych kontraktach terminowych, węgiel pozostaje tańszy od gazu do marca 2028e, co ogranicza marże elektrowni gazowej w Turku (574 MW) w początkowym roku działania. Nawet przy EBITDA 452 mln zł w 2029e, gdzie zakładamy normalizacje cen gazu, wartość EV na poziomie 3,6 mld zł oznacza EV/EBITDA 7,9x. Wobec 7,5x dla europejskich spółek energetycznych (z premią względem polskich peersów), nie widzimy podstaw do premii dla ZE PAK, zwłaszcza że CCGT będzie stopniowo wypierany przez OZE, magazyny energii i docelowo atom.

Projekty OZE i przygotowanie gruntu pod 6 reaktorów SMR (1.8 GW) wspierają wycenę, ale z drugiej strony negatywnie efekt wywiera wycena działalności węglowej. Udział w PAK-PCE (49,5%), projekt wiatrowy w Opolu (500 MW), PV w Przykonie (287 MW) i grunty wyceniamy łącznie na 0,8 mld zł**.** Dodatkowo najnowszy projekt realizowany z SGE w zakresie reaktorów SMR wyceniamy na 0.1 mld zł. Projekt ten traktujemy zasadniczo przez pryzmat projektu deweloperskiego i opcji sprzedaży udziałów za 435 mln zł, przy jednoczesnym koszcie przygotowania gruntu na poziome blisko 300 mln zł. Nie zakładamy, żeby ZE PAK partycypował na etapie budowy elektrowni jądrowej z uwagi, że projekt taki może kosztować nawet 80 mld zł i skala projektu oraz ryzyka mogą być nieakceptowalne dla obecnych akcjonariuszy**.** Z uwagi na konieczność rekultywacji terenów oraz konieczność zakupu uprawnień, obecną działalność węglową wyceniamy na minus 0.7 mld zł.

Prognozy. Obniżyliśmy prognozy na lata 2026-28e ze względu na wyższe koszty działalności węglowej, opóźnienie CCGT i wyższe koszty gazu, obniżające naszą prognozę EBITDA projektu CCGT w 2028e o 15%. Opóźnienie projektu gazowego oznacza, że ZE PAK prawdopodobnie pozostanie nierentowny również w 2027e.

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

	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	2,185	1,334	874	612	2,385	1,846
EBITDA adj.	**104**	**-87**	**-123**	**-99**	**274**	**452**
EBITDA	**282**	**-95**	**-143**	**-132**	**297**	**413**
EBIT	265	-193	-156	-144	153	276
Zysk netto	263	-164	-133	-225	-3	94
EPS	5.2	-3.2	-2.6	-4.4	-0.1	1.9
DPS (PLN)	-	-	-	-	-	-
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (x)	3.5	neg.	neg.	neg.	neg.	10.7
EV/EBITDA (x)	4.5	neg.	neg.	neg.	13.4	7.9

Źródło: Spółka, BM Pekao

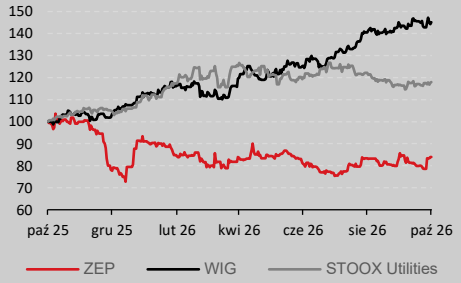
Trzymaj (poprzednio Kupuj)

Cena docelowa **PLN 20.5**
(poprz. PLN 21.8)

Upside to TP **4%**
Cena z 13 października 2026 PLN 19.76

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

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA
3Q'26 wyniki 27.11.2026

KLUCZOWE INFORMACJE

Bloomberg	ZEP PW
Free float (%)	34.0
MCAP (mln zł)	1,004
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

Zawarcie umowy z SGE dot. realizacji projektu SMR w Pątnowie

- **ZE PAK podpisał z SGE (Michał Sołowow) umowę akcjonariuszy dotyczącą przygotowania i realizacji projektu budowy oraz eksploatacji małych reaktorów modułowych (SMR) w Pątnowie**. SGE obejmie pakiet większościowy akcji, zaś PAK SMR mniejszościowo w nowo utworzonej spółce celowej (SPV). Docelowo w Pątnowie może powstać 6 reaktorów BWRX-300 o łącznej mocy 1,800 MW.

- **Udział ZE PAK będzie polegał na wniesieniu należących do niego terenów do wspólnej spółki.** Teren przygotowany pod nowy projekt inwestycyjny zostanie częściowo wniesiony aportem, a częściowo sprzedany do SPV za cenę 300 mln zł netto, która może zostać skorygowana w dół o nie więcej niż 50 mln zł netto, w zależności od rzeczywistych kosztów przygotowania terenu pod nowy projekt inwestycyjny. Cena sprzedaży nieruchomości płatna będzie w transzach, począwszy od roku 2028 do 2030 r. (kiedy planowane jest wydanie terenu do SPV). W kolejnych latach ZE PAK będzie mógł pozostać w projekcie jako mniejszościowy akcjonariusz albo sprzedać wszystkie akcje na rzecz SGE. Jeśli zostaną osiągnięte wszystkie kamienie milowe w ciągu 5 lat od założenia spółki SPV, ZE PAK będzie mógł sprzedać swoje udziały za 100 mln euro.

- **ZE PAK poprzez opcje PUT, zasadniczo gwarantuje się sobie określony poziom zwrotu w przypadku osiągniecia kamieni milowych.** Upside powyżej tej kwoty wiązałby się z ryzykiem realizacji projektu atomowego i oczekiwaniem, ze wygeneruje on dodatkowy zwrot dla akcjonariuszy. Scenariusz taki jest jednak obarczony wysokim ryzykiem. Bazując na kosztach budowy projektu SMR w Kanadzie, gdzie również będą wykorzystywane reaktory BWRX-300, koszt budowy przekłada się na ok. 14 mld zł za jeden reaktor. Biorąc pod uwagę korzyści skali, budowa 6 bloków oznaczałaby koszt ok. 80 mld zł (44 mld zł per 1 GW vs. 51 mld zł per 1 GW dla rządowego projektu atomowego w Choczewie). Pozyskanie takiej kwoty wymagałoby stworzenia nowych mechanizmów wsparcia dla projektów SMR w Polsce i wymagałoby to również akceptacji Komisji Europejskiej. Od poziomu wsparcia będzie zależało czy projekt będzie atrakcyjny. Jednocześnie nawet, jeśli wsparcie będzie zapewnione na atrakcyjnym poziomie, istnieje wysokie ryzyko, że projekt tego typu może się opóźnić i wzrost kosztów z tym związany może negatywnie przesądzić o jego atrakcyjności (przykładowo koszty projektu Hinkley Point C w Wielkiej Brytanii wzrosły dwukrotnie względem początkowych szacunków). Jednocześnie nawet jeśli projekt będzie postępował z planem, to wydaje się, że jego oddanie do użytkowania przed 2035e jest mało prawdopodbnie (SMR w Kanadzie ma być wybudowany w ciągu 5 lat, planowane oddanie do użytkowania w 2030e). **W rezultacie w naszej ocenie realny potencjał dochodowy projektu jądrowego z perspektywy ZE PAK ogranicza się do opcji sprzedaży udziałów za 435 mln zł pomniejszone o koszty gruntu i jego przygotowania, które mogą odpowiadać większości lub nawet całości wspomnianej wcześniej kwoty 300 mln zł.** Oznacza to, że zysk będzie ograniczony do 135 mln zł ze sprzedaży udziałów w projekcie oraz potencjalnego zysku w zakresie procesu developmentu i na sprzedaży gruntu, który przyjmujemy na poziomie 30 mln zł. Biorąc pod uwagę podatek od zysków oraz wartość pieniądza w czasie, szacujemy NPV projektu SMR dla ZE PAK na poziomie 82 mln zł.

Argumenol zamierza ogłosić wezwanie po 18 zł/akcja

- **Argumenol Investment (rodzina Solorzów) zamierza ogłosić wezwanie na 17.299.636 akcji ZE PAK w cenie 18 zł za akcję** – podał na początku października podmiot pośredniczący, Trigon Dom Maklerski. Zapisy w ramach wezwania mogą rozpocząć się około 3 listopada 2026. Argumenol 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% głosów na walnym zgromadzeniu, Argumenol zamierza dokonać przymusowego wykupu i wycofać akcje ZE PAK z GPW.

- **Cena w wezwaniu zawiera jedynie minimalną premię,** tj. 4% względem kursu zamknięcia oraz 2% względem średniego 3M kursu oraz brak premii względem 6M średniego kursu.

- **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 poziomie kontraktów, aż do marca 2028 węgiel ma przewagę kosztową nad gazem, a w rezultacie marże elektrowni gazowych do tego czasu będą pod presją. **Przyjmując EBITDA na poziomie 452 mln zł dla 2029e,** przy zadłużeniu netto na poziomie 2.6 mld zł, wartość EV wyniosłaby ok. 3.6 mld zł, co przekładałoby się na **EV/EBITDA na poziomie 7.9x. Europejskie spółki energetyczne są wyceniane na poziomie 7.5x (polskie są dodatkowo 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.

Wyniki finansowe za 2Q'26 przyniosły dalsze straty i odzwierciedlały wpływ wygaszania działalności węglowej i coraz niższe generowane przychody. Zarząd spodziewa się kontynuacji obecnych negatywnych trendów wynikowych do końca 2027e

- **Wyniki oceniamy neutralnie, pomimo, że są poniżej naszych szacunków i konsensus z uwagi, że raportowana niższa EBITDA jest skutkiem konsolidacji wyników PAK-PCE** (segment Zielonej Energii w Cyfrowym Polsacie). Cyfrowy Polsat zaraportował 65 mln zł dodatniej EBITDA w tym segmencie, aczkolwiek wysokie zadłużenie oraz amortyzacja sprawiają, że PAK-PCE notuje straty na poziomie zysku netto, co negatywnie wpływa na wyniki raportowane przez ZE PAK. Dodatkowo w zakresie ZE PAK, na wynik EBIT negatywnie wpłynął odpis w wys. 6,2 mln zł, a do lepszego wyniku netto przyczyniły się wyższe przychody finansowe oraz ujemny CIT.

- **W podstawowej działalności wyniki okazały się zbliżone do naszych oczekiwań i są one odzwierciedleniem wygaszania działalności w zakresie wydobycia i generacji energii z węgla brunatnego.** W drugim kwartale ZE PAK ograniczył generacje energii o połowę względem zarówno ostatniego kwartału i 2Q'25. Sukcesywnie spada również zatrudnienie, które spadło o 35% r/r (799 osób), jednak spadek kosztów wynagrodzeń jak dotąd był wolniejszy (-14% r/r). Redukcja etatów nastąpiła prawdopodobnie pod koniec kwartału i jej wpływ na koszty wynagrodzeń powinien być zatem bardziej widoczny w kolejnych kwartałach. W kolejnych kwartałach należy jednak

spodziewać się także dalszego spadku przychodów, z uwagi, że od maja'26 ZE PAK prawie zaprzestał generacji energii i wolumen widoczny w 2Q'26 to głównie zasługa generacji w kwietniu'26. W 3Q'26e będzie to poniżej 0.1 TWh, co przy niewielkiej elastyczności kosztowej będzie oznaczać, że w kolejnych kwartałach również mogą występować straty i taka sytuacja potrwa do momentu oddania do użytkowania nowej elektrowni gazowej w Turku. Biorąc jednak pod uwagę, że ZE PAK jest na etapie transformacji taka sytuacja jest spodziewana.

- **Podczas konferencji wynikowej zarząd ZE PAK wskazał, że nie należy oczekiwać przełomu wynikowego do momentu oddania do użytkowania budowanej elektrowni gazowej w Turku, gdzie termin zakończenia prac ponownie się wydłużył, tym razem z 3Q'27 na koniec 2027 roku.** W związku z wygaszaniem działalności węglowej zarząd skupia się na minimalizacji kosztów stałych i spodziewa się, że aktualne negatywne trendy wynikowe zostaną podtrzymane w nadchodzących kwartałach.

ZE PAK: Wyniki finansowe, mln zł (o ile nie wskazano inaczej)

Rachunek zysków i strat	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons
Przychody	309.3	335.1	331.2	358.2	343.1	227.2	*-32%*	*-34%*	*264*	*-14%*	*244*	*-7%*
EBITDA	**-5.4**	**-23.6**	**-30.2**	**-35.7**	**-2.4**	**-52.9**	***na***	***na***	***-41***	***-28%***	***-23***	***-130%***
EBITDA ex. PAK-PCE	**-2.0**	**-24.0**	**-13.3**	**4.3**	**-8.9**	**-25.2**	***na***	***na***	***-26***	***-5%***		
EBIT	**-9.4**	**-46.8**	**-35.0**	**-42.1**	**-5.5**	**-62.3**	***na***	***na***	***-46***	***-35%***	***-28***	***-127%***
Koszty finansowe (netto)	-3.9	-14.9	-1.5	-5.5	3.6	11.0	*na*	*207%*				
Podatek dochodowy i pozostałe	-0.5	-4.1	-3.1	2.3	-5.5	5.2	*na*	*na*				
Zysk netto	**-13.8**	**-65.8**	**-39.6**	**-45.3**	**-7.4**	**-46.1**	***-30%***	***520%***	***-50***	***-8%***	***-27***	***-71%***
Marża EBITDA (%)	*-1.8%*	*-7.0%*	*-9.1%*	*-10.0%*	*-0.7%*	*-23.3%*			*-15.6%*		*-9.4%*	
Marża EBIT (%)	*-3.0%*	*-14.0%*	*-10.6%*	*-11.8%*	*-1.6%*	*-27.4%*			*-17.5%*		*-11.3%*	
Marża zysku netto (%)	*-4.5%*	*-19.6%*	*-12.0%*	*-12.6%*	*-2.2%*	*-20.3%*			*-19.0%*		*-11.1%*	
Wyniki segmentów												
EBITDA	**-5.4**	**-23.6**	**-30.2**	**-35.7**	**-2.4**	**-52.9**	***na***	***na***				
Wytwarzanie i Wydobycie	5.4	-26.0	-17.2	0.7	-9.0	-22.2	*na*	*na*				
PAK-PCE (udział w zysku)	-3.4	0.4	-16.9	-40.0	6.6	-27.7	*na*	*na*				
Pozostałe	-7.4	2.1	3.9	3.6	0.1	-3.0	*na*	*na*				
Zadłużenie												
Gotówka	412.0	361.2	391.3	522.1	611.0	618.5	*71%*	*1%*				
Dług netto	**-384.1**	**-7.5**	**163.4**	**82.8**	**588.3**	**589.0**	***na***	***0%***				
ND / EBITDA (x)	-1.5x	-0.1x	2.4x	na	na	na	*na*	*na*				
Dług netto skorygowany*	**-166.2**	**294.2**	**534.8**	**660.8**	**1,266.5**	**1,337.3**	***355%***	***6%***				
ND / EBITDA (x)	-0.7x	2.2x	7.7x	na	na	na	*na*	*na*				
CF												
OCF	96.3	-8.5	167.0	241.7	-146.3	266.2	*na*	*na*				
CAPEX	-186.7	-360.0	-325.6	-157.5	-242.1	-148.5	*-59%*	*-39%*				
FCF (OCF minus CAPEX)	**-90.4**	**-368.5**	**-158.6**	**84.3**	**-388.4**	**117.6**	***na***	***na***				
Mnożniki wyceny												
C/Z	3.6x	19.0x	257.1x	neg.	neg.	neg.						
EV/EBITDA ex. PAK-PCE	**3.7x**	**15.5x**	**21.2x**	**neg.**	**neg.**	**neg.**						

**Obejmuje rezerwy netto na uprawnienia do emisji CO2.*

Źródło: Spółka, BM Pekao

ZE PAK: KPIs

	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	Y/Y	Q/Q
Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)	**597**	**555**	**565**	**573**	**583**	**500**	***-10%***	***-14%***
Koszt emisji CO2 (PLN/MWh)	324	353	310	357	441	401	*14%*	*-9%*
Spread (PLN/MWh)	**273**	**202**	**256**	**216**	**143**	**99**	***-51%***	***-31%***
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.41	0.37	0.29	0.35	0.40	0.18	*-51%*	*-55%*
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.05	0.13	0.16	0.10	0.07	0.07	*-46%*	*0%*
Zużycie węgla (mnt)	0.51	0.42	0.35	0.46	0.53	0.22	*-48%*	*-58%*
Przychody z rynku mocy (PLNmn)	**7.2**	**14.0**	**26.1**	**52.4**	**34.7**	**34.7**	***148%***	***0%***

Źródło: Spółka, BM Pekao

Kluczowe założenia

Kluczowe założenia rynkowe

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	…	2035e	2040e	2045e	2050e
Rynkowa cena energii (PLN/MWh)	483	498	428	403	402		415	384	406	447
Cena w ramach PPA PV (PLN/MWh)	313	297	276	267	269		275	260	271	300
Cena w ramach PPA Onshore (PLN/MWh)	422	408	387	376	376		369	355	382	422
Clean spark spread (PLN/MWh)	**na**	**50**	**77**	**96**	**91**		**83**	**103**	**179**	**195**
Load factor CCGT (%)	**na**	**35%**	**56%**	**62%**	**62%**		**55%**	**39%**	**28%**	**27%**
Cena gazu TGE (EUR/MWh)	41	50	40	30	31		34	38	42	47
Cena uprawnień CO2 (EUR/t)	74	85	90	95	100		125	150	170	192

Źródło: BM Pekao

Zmiany szacunków

Obniżyliśmy prognozy na lata 2026-28e ze względu na wyższe koszty działalności węglowej, opóźnienie projektu gazowego i rosnące ceny gazu. Wcześniej zakładaliśmy osiągnięcie break-even w 2027e, jednak przesunięcie uruchomienia projektu gazowego na 2028e oznacza, że ZE PAK najprawdopodobniej będzie generował straty również w 2027e. Wyższe ceny gazu przekładają się również na 15% niższą EBITDA w 2028e dla elektrowni gazowej.

Zmiana szacunków

	2026e			2027e			2028e		
	Było	Obecnie	Zmiana	Było	Obecnie	Zmiana	Było	Obecnie	Zmiana
Przychody	799	874	9%	788	612	-22%	2,110	2,385	13%
EBITDA	**-42**	**-143**	**241%**	**119**	**-132**	**na**	**482**	**297**	**-38%**
EBIT	-62	-156	151%	55	-144	na	330	153	-54%
Zysk netto	**-86**	**-133**	**55%**	**-44**	**-225**	**412%**	**151**	**-3**	**na**

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: 6,0% (4,0% w okresie rezydualnym),
- Beta: 1,0,
- Premia za ryzyko dłużne: 2.0%.
- Premia za ryzyko kapitałowe: 6,0% (5,0% w okresie rezydualnym).
- Dodatkowe założenia przedstawione zostały przy wycenie poszczególnych segmentów biznesu.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	zł na akcję	Waga (%)
12M wycena SOTP	20.5	100%
Wycena mnożnikowa (oparta o 2029e)	24.8	0%
12M Cena docelowa	**20.5**	
Obecna cena	19.76	
Upside/Downside vs. obecna cena	*4.0%*	

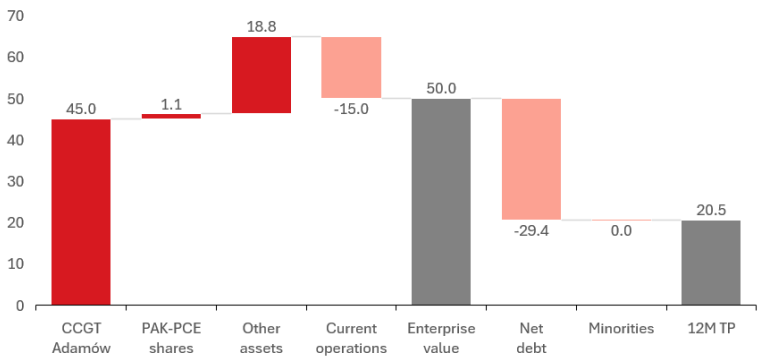
Źródło: BM Pekao

Biorąc pod uwagę powyższe założenia, nasz model wyceny implikuje wartość akcji ZE PAK na poziomie 20,5 zł na akcję (4% potencjał wzrostu). Zwracamy uwagę, że wzrost wartości projektu gazowego odzwierciedla przesunięcie horyzontu czasowego wyceny o rok i jest konsekwencją poniesionych w 2026e nakładów. Podobnie przesunięcie horyzontu czasowego wpływa na wycenę obecnej działalności węglowej. Jednocześnie poniesione nakłady i koszty mają odzwierciedlenie w rosnącym zadłużeniu netto.

ZE PAK: Podsumowanie wyceny SOTP

	Suma	12M na akcję
Obecna działalność	-696	-15.0
CCGT Adamów	2,090	45.0
PAK-PCE udziały (49.5%)	53	1.1
Pozostałe projekty	872	18.8
Enterprise value	**2,319**	**50.0**
Dług netto (2026e)	-1,363	-29.4
Mniejszości	-2	0.0
Equity Value	**954**	
Liczba akcji (mn)	50.8	
12M target price na akcję	**20.5**	
Share price	*19.76*	
Upside/Downside vs. current price	*4%*	

Źródło: BM Pekao



Wycena operacji związanych z węglem brunatnym

Działalność związaną z węglem brunatnym wyceniamy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) na minus 395 mln zł i odzwierciedla schyłkowy etap działalności węglowej. Po skorygowaniu o pozycję w zakresie uprawnień do emisji CO2 wycena spada do minus 0,7 mld zł. Nasza analiza zakłada:

- Funkcjonowanie bloku węglowego do końca 2028e w roli bilansującej system i przychody z rynku mocy na poziomie 140 mln zł rocznie.
- Restrukturyzacja zatrudnienia trwająca do końca 2028e,
- Po 2028e aktualna działalność ZE PAK ograniczy się do obecnie funkcjonującego segmentu Remonty i docelowo będzie osiągać wynik na poziomie ok. 15 mln zł EBITDA rocznie,
- Koszty rekultywacji na poziomie średni ok. 50 mln zł rocznie w latach 2029-35e (wartość rezerw na rekultywację na koniec 2Q'26 wynosiła 474 mln zł).
- W ramach pozostałych korekt uwzględniamy konieczność zapłaty za uprawnienia CO2 (na koniec 2Q'26 pozycja netto wynosi -748 mln zł, lecz do końca września powinien nastąpić zakup uprawień i przyjmujemy na koniec 2026e ich wartość na poziomie -302 mln zł).
- Docelową struktura finansowania w postaci 100% kapitału własnego.

Kalkulacja WACC

	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Stopa wolna od ryzyka	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Koszt kapitału własnego	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**9.0%**
Koszt długu	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	6.0%
Koszt długu po podatku	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**6.0%**
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**9.0%**

Wycena DCF

(PLNmn)	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal
Przychody	612	627	89	91	91	92	93	94	95	96
EBITDA	-99	-99	-57	-52	-49	-45	-42	-38	-35	15
EBIT	**-111**	**-111**	**-62**	**-57**	**-54**	**-50**	**-47**	**-43**	**-40**	**10**
Podatek od EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2
NOPAT	**-111**	**-111**	**-62**	**-57**	**-54**	**-50**	**-47**	**-43**	**-40**	**8**
Amortyzacja i odpisy	12	12	5	5	5	5	5	5	5	5
Nakłady kapitałowe	-12	-12	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Zmiany w kapitale obrotowym	-5	0	-13	-1	0	0	0	0	0	-1
FCFF	**-117**	**-111**	**-75**	**-57**	**-54**	**-51**	**-47**	**-44**	**-40**	**7**
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym										*2.0%*
Wartość rezydualna										101
Współczynnik dyskontujący	*0.93*	*0.86*	*0.79*	*0.74*	*0.68*	*0.63*	*0.58*	*0.54*	*0.50*	0.50
Zdyskontowane przepływy	-108	-95	-60	-42	-37	-32	-28	-24	-20	50
Enterprise value	**-395**									
Pozostałe korekty	-302									
Enterprise value adj.	**-696**									

Wzrost przychodów	0%	2%	-86%	3%	0%	1%	1%	1%	1%	2%
Marża EBIT	-18%	-18%	-70%	-62%	-59%	-54%	-50%	-46%	-42%	-54%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Capex/przychody	2%	2%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Capex/amortyzacja	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: BM Pekao

Wycena projektu gazowego

Projektu gazowy wyceniamy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) na 2,1 mld zł. Nasza analiza zakłada:

- Nakłady inwestycyjne na poziomie 3,3 mld PLN (poniesione 2,2 mld na koniec 2Q'26).
- 25-letni okres operacyjny od 2028e do 2052e.
- 15-letni kontrakt rynku mocy do 2042e (ok. 210 mln zł w 2028e).
- Średni clean spark spread (CSS) na poziomie około 117 PLN/MWh w okresie do 2052e, w tym średnio 88 PLN/MWh w latach 2028-2030e oraz średni współczynnik wykorzystania mocy na poziomie 42% w całym okresie życia projektu, w tym średnio 60% w latach 2028-2030e.
- Dodatkowe przychody z usług systemowych i tradingu na poziomie ok. 60 mln PLN rocznie.
- Nakłady utrzymaniowe uwzględnione w kosztach operacyjnych.

Kalkulacja WACC

	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	…	2042e	…	2052e
Stopa wolna od ryzyka	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%		6.0%		6.0%
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%
Koszt kapitału własnego	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**		**12.0%**		**12.0%**
Koszt długu	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%		8.0%		8.0%
Koszt długu po podatku	**6.5%**	**6.5%**	**6.5%**	**6.5%**	**6.5%**	**6.5%**	**6.5%**	**6.5%**		**6.5%**		**6.5%**
Waga kapitału własnego	35%	39%	43%	47%	51%	55%	59%	63%		96%		100%
WACC	**8.4%**	**8.6%**	**8.9%**	**9.1%**	**9.3%**	**9.5%**	**9.8%**	**10.0%**		**11.8%**		**12.0%**

Wycena DCF

(PLNmn)	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	…	2042e	…	2052e
Przychody	0	1,758	1,758	1,786	1,831	1,784	1,744	1,823		1,541		1,224
EBITDA	**-25**	**373**	**452**	**439**	**440**	**401**	**425**	**467**		**435**		**160**
EBIT	-25	241	320	307	309	269	293	335		303		28
Podatek od EBIT	0	-46	-61	-58	-59	-51	-56	-64		-58		-5
NOPAT	**-25**	**195**	**259**	**249**	**250**	**218**	**238**	**271**		**246**		**23**
Amortyzacja i odpisy	0	132	132	132	132	132	132	132		132		132
Nakłady kapitałowe	-691	0	0	0	0	0	0	0		0		0
Zmiany w kapitale obrotowym	1	-70	-4	0	-1	3	0	-4		-1		0
FCFF	**-714**	**257**	**387**	**381**	**380**	**353**	**369**	**399**		**377**		**155**
Współczynnik dyskontujący	*0.92*	*0.85*	*0.78*	*0.72*	*0.65*	*0.60*	*0.54*	*0.49*		*0.21*		*0.07*
Zdyskontowane przepływy	-659	218	302	272	249	211	201	197		81		11
Enterprise value	**2,090**											
Wzrost przychodów	0%	0%	0%	2%	3%	-3%	-2%	5%		-1%		0%
Marża EBIT	0%	14%	18%	17%	17%	15%	17%	18%		20%		1%
Stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%		19%		19%
Capex/przychody	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%		0%
Capex/amortyzacja	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%		0%

Wrażliwość EV na CSS i WACC

Średni WACC / Średni Clean Spark Spread (PLN/MWh)	**87**	**97**	**107**	**117**	**127**	**137**	**147**
9.7%	1,735	1,926	2,116	2,303	2,490	2,677	2,865
10.2%	1,647	1,831	2,013	2,194	2,374	2,554	2,734
10.8%	1,563	1,740	1,917	**2,090**	2,264	2,438	2,612
11.2%	1,485	1,655	1,825	1,993	2,161	2,328	2,496
11.7%	1,411	1,575	1,739	1,901	2,063	2,224	2,386

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

Średni WACC / Średni Clean Spark Spread (PLN/MWh)	**87**	**97**	**107**	**117**	**127**	**137**	**147**
9.7%	37.3	41.4	45.5	49.6	53.6	57.6	61.6
10.2%	35.4	39.4	43.3	47.2	51.1	55.0	58.8
10.8%	33.6	37.4	41.2	**45.0**	48.7	52.5	56.2
11.2%	31.9	35.6	39.3	42.9	46.5	50.1	53.7
11.7%	30.4	33.9	37.4	40.9	44.4	47.9	51.3

Źródło: BM Pekao

Wycena udziałów w PAK-PCE (obecnie 49.5%)

Udziały w PAK-PCE, kontrolowanym przez Cyfrowy Polsat (CPS) wyceniamy bazując na porównywalnych transakcjach w sektorze OZE z uwagi, że wycena DCF może nie w pełni oddawać wartość tych aktywów z uwagi, że inwestorzy branżowi oczekują niższych stóp zwrotu dla tego aktywów i nie wykluczamy scenariusza, że aktywa te mogą zostać sprzedane w pewnym momencie przez Cyfrowy Polsat. Na aktywa składają się głównie elektrownie zasilane biomasą o mocy 105 MW, elektrownie słoneczne o mocy 82 MW oraz lądowe farmy wiatrowe o moc 289 MW. Poziom EBITDA prognozujemy, że przy cenach energii na poziomie ok. 400 zł/MWh dla profilu wiatrowego, ok. 320 zł dla profilu PV. Nasza wycena implikuję wycenę na poziomie 12.0x EV/EBITDA 2026e (dla porównania Polenergia wyceniana jest na poziomie 12.3x EV/EBITDA 2026e). Zwracamy uwagę, że pomimo, iż spółka PAK-PCE jest przez nas wyceniana na 3.9 mld zł na poziomie wartości przedsiębiorstwa (Enterprise Value), to z uwagi na bardzo wysokie zadłużenie (3.8 mld zł, w tym 1.7 mld zł pożyczek od Cyfrowego Polsatu), to spółka ta z perspektywy ZE PAKa może kreować ograniczoną wartość dla akcjonariuszy (53 mln zł).

Wycena udziałów w PAK-PCE

	MW	PLNmn per MW	Implikowane EV (PLNmn)	EBITDA 2026e	EV/EBITDA 2026e
Lądowa energetyka wiatrowa	289	11.0	3,176	248	12.8x
Farmy solarne	82	2.5	206	18	11.4x
Biomasa	105	5.0	525	60	8.8x
Suma	**476**	**8.2**	**3,907**	**326**	**12.0x**

Enterprise Value	**3,907**
Zadłużenie w ramach grupy CPS	-1,700
Pozostałe zadłużenie	-2,100
Equity Value	**107**
Udział ZE PAK	49.5%
Equity Value przypisane do ZE PAK	**53**
Na akcję (PLN)	**1.0**

Źródło: BM Pekao

Wycena pozostałych aktywów

W ramach pozostałych aktywów nasza wycena uwzględnia 4 elementy:

- **Rozwijany przez ZE PAK projekt farmy onshore w Opolu o mocy 500 MW wyceniamy na 500 mln zł**. Projekt ten ma osiągnąć etap Ready to Build (RTB) na przełomie 2028/29e roku, a oddanie do użytkowania ma nastąpić w 2031 roku. Na obecnym etapie projekt nie ma zabezpieczonego finansowania ani finalnych decyzji inwestycyjnych, a sam łączny koszt budowy projektu może przekroczyć 4 mld zł, przez co jego faktyczna realizacja po osiągnięciu etapu RTB może stanowić wyzwanie dla ZE PAK. Wartość projektu wyceniamy na poziomie 1.5 mln zł per MW (prawa do projektów onshore w Polsce w zależności od parametrów wahają się od 0.6 mln zł do nawet 2.5 mln zł). Lokalizacyjnie wietrzność w regionie południowo-zachodniej Polski jest poniżej przeciętnej, co w naszej ocenia uzasadnia niższą wartość projektu per MW. Dodatkowo wycenę pomniejszamy o koszty doprowadzenia projektu do fazy RTB, które szacujemy obecnie na ok. 0,5 mln zł per MW.
- **Rozwijany przez ZE PAK projekt farmy PV w Przykonie o mocy do 287 MW wyceniamy na 70 mln zł,** przyjmując wartość praw do projektu na poziomie 250 tys. zł per MW. Projekt jest na etapie Ready-to-Build, lecz nie ma finalnej decyzji inwestycyjnej.
- **Wartość gruntów na poziomie 220 mln zł bazując na wartości księgowej**, które po zakończeniu działalności węglowej będą stanowić aktywa nieoperacyjne.
- **Projekt SMR: przyjmujemy wycenę na poziomie 82mln zł**, zakładając, że ZE PAK wykona opcję PUT na koniec 2030e (po przygotowaniu gruntu) po cenie 435 mln zł i poniesienie koszty przygotowania terenu na poziomie 270 mln zł.

Wycena porównawcza

Wycena spółek porównawczych ma charakter wyłącznie ilustracyjny, zwłaszcza na etapie działalności na jakim znajduje się ZE PAK i nie wpływa na końcową ocenę (0% wagi w wycenie). Bazując wyłącznie na danych dla 2029e, czyli pierwszego pełnego roku, gdzie w naszych szacunkach wyniki finansowe są niezaburzone działalnością węglową, otrzymujemy wycenę **PLN 24.8 na akcję**.

	Kraj	MCap (EURmn)	YTD zwrot	LTM zwrot	EV/EBITDA (x)			P/E (x)		
					2027e	2028e	2029e	2027e	2028e	2029e
IBERDROLA	ES	142,472	15.7%	33.0%	12.3	11.8	11.5	19.5	18.2	16.6
ENEL	IT	90,036	-0.2%	12.1%	7.5	7.3	7.2	12.0	11.4	11.3
ENGIE	FR	57,993	3.0%	28.5%	7.8	7.6	7.4	10.7	10.1	9.6
VEOLIA ENVIRONNEMENT	FR	23,121	4.8%	12.9%	6.2	5.9	5.6	12.0	11.1	10.3
RWE	DE	45,099	27.8%	44.2%	9.5	9.2	8.8	17.2	16.1	14.8
EDP	PT	20,100	22.7%	20.7%	7.9	7.7	7.4	15.4	14.7	14.0
CENTRICA	GB	8,020	-13.2%	-10.8%	4.9	4.7	4.3	11.2	9.9	8.8
ENDESA	ES	44,055	38.1%	59.6%	9.4	9.3	9.0	18.0	17.5	16.7
FORTUM	FI	21,238	30.2%	50.6%	14.5	13.5	13.1	21.6	19.9	19.6
NATURGY ENERGY	ES	29,050	15.6%	22.9%	8.1	7.9	7.9	14.4	14.4	14.6
Średnia		**23,211**	**14.2%**	**21.9%**	**8.8**	**8.5**	**8.2**	**15.2**	**14.3**	**13.6**
Mediana		**14,325**	**13.4%**	**28.3%**	**8.0**	**7.8**	**7.6**	**14.9**	**14.5**	**14.3**
ZE PAK					**neg.**	**11.8x**	**6.9x**	**neg.**	**50.6x**	**8.9x**
Premia/dyskonto vs. mediana					*neg.*	*71%*	*4%*	*neg.*	*neg.*	*-25%*
Implikowana wartość na akcję (PLN)					**na**	**na**	**23.1**	**na**	**na**	**26.4**

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 wytwarzanie 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, 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.

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. oznaczałby ubytek znacznej wysokości przychodów. 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, aczkolwiek z uwagi na wysoką niepewność nasza analiza nie uwzględnia nowych mechanizmów wsparcia.

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 wytwarzanie 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 2Q'26 utworzono rezerwy na rekultywację terenów górniczych w wysokości 416 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

Rachunek zysków i strat (PLNmn)	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	**2,185**	**1,334**	**874**	**612**	**2,385**	**1,846**
EBITDA	**282**	**-95**	**-143**	**-132**	**297**	**413**
EBITDA skor.	**104**	**-87**	**-123**	**-99**	**274**	**452**
EBIT	**265**	**-193**	**-156**	**-144**	**153**	**276**
Przychody/(koszty) finansowe i pozostałe	-23	-26	25	-82	-156	-160
Zysk przed opodatkowaniem	**241**	**-159**	**-131**	**-225**	**-3**	**116**
Podatek	21	-5	-2	0	0	-22
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**263**	**-164**	**-133**	**-225**	**-3**	**94**
Zysk netto na akcję	5.2	-3.2	-2.6	-4.4	-0.1	1.9
Bilans (PLNmn)	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**
Aktywa obrotowe ogółem	**1,569**	**882**	**758**	**376**	**554**	**439**
Gotówka i ekwiwalenty	506	522	576	224	219	168
Inne aktywa obrotowe	1,063	360	182	152	335	271
Razem środki trwałe	**2,281**	**3,234**	**4,299**	**4,813**	**4,704**	**4,591**
Rzeczowe aktywa trwałe	612	1,829	2,853	3,544	3,412	3,280
Inne środki trwałe	1,669	1,405	1,446	1,269	1,292	1,310
Aktywa ogółem	**3,850**	**4,116**	**5,057**	**5,189**	**5,258**	**5,030**
Zobowiązania krótkoterminowe	**1,055**	**1,545**	**696**	**162**	**275**	**194**
Dług krótkoterminowy	5	585	47	47	47	47
Inne zobowiązania bieżące	1,050	960	649	116	229	148
Zobowiązania długoterminowe	**620**	**559**	**2,452**	**3,343**	**3,301**	**3,060**
Długoterminowe zadłużenie	29	20	1,893	2,784	2,843	2,701
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	591	539	559	559	459	359
Kapitał własny	**2,173**	**2,009**	**1,908**	**1,682**	**1,679**	**1,773**
Mniejszości	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**
Razem kapitał własny i pasywa	**3,850**	**4,116**	**5,057**	**5,189**	**5,258**	**5,030**
Dług netto	**(472)**	**83**	**1,363**	**2,607**	**2,671**	**2,580**
Rachunek przepływów pieniężnych (PLNmn)	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**
Zysk netto przed opodatkowaniem	263	(164)	(133)	(225)	(3)	94
Podatki i amortyzacja	17	99	12	12	144	137
Pozostałe (w tym WC)	200	562	(71)	(245)	(36)	25
Operacyjne przepływy pieniężne	**480**	**496**	**(192)**	**(459)**	**105**	**256**
Wydatki inwestycyjne	(482)	(1,030)	(863)	(703)	(12)	(5)
Pozostałe	3	(16)	(116)	-	-	-
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**(478)**	**(1,045)**	**(979)**	**(703)**	**(12)**	**(5)**
Dywidendy	-	-	-	-	-	-
Pozostałe	(30)	565	1,225	809	(98)	(302)
Przepływy z działalności finansowej	**(30)**	**565**	**1,225**	**809**	**(98)**	**(302)**
Zmiana gotówki	(28)	16	54	(353)	(5)	(51)
Gotówka na koniec okresu	**506**	**522**	**577**	**224**	**219**	**168**
Zmiana r/r						
Przychody	-30%	-39%	-34%	-30%	290%	-23%
EBITDA	-61%	na	51%	-8%	na	39%
EBIT	-62%	na	-20%	-8%	na	80%
Zysk netto	-65%	na	-19%	69%	-99%	na
Zysk netto na akcję	-65%	na	-19%	69%	-99%	na
Marże						
EBITDA	**12.9%**	**-7.1%**	**-16.4%**	**-21.5%**	**12.5%**	**22.4%**
EBIT	12.1%	-14.5%	-17.8%	-23.5%	6.4%	15.0%
Zysk netto	12.0%	-12.3%	-15.3%	-36.8%	-0.1%	5.1%
ROE	**12.9%**	**-7.9%**	**-6.8%**	**-12.6%**	**-0.2%**	**5.5%**
Wskaźniki bilansowe						
BVPS (PLN)	42.8	39.5	37.5	33.1	33.0	34.9
Dług netto/EBITDA	(1.7x)	(0.9x)	(9.5x)	(19.8x)	9.0x	6.2x
Dług bankowy/kapitał własny	2%	30%	102%	168%	172%	155%

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	-2.62	-4.44	-0.06	1.85
Przychody	3,106	2,185	1,334	874	612	2,385	1,846
EBIT	689	265	-193	-156	-144	153	276
EBITDA	728	282	-95	-143	-132	297	413
Zysk netto (GAAP)	745	263	-164	-133	-225	-3	94
Dług netto	(494)	(472)	83	1,363	2,607	2,671	2,580
BPS	37.6	42.8	39.5	37.5	33.1	33.0	34.9
DPS	-	-	-	-	-	-	-
ROE %	56.6%	12.9%	-7.9%	-6.8%	-12.6%	-0.2%	5.5%
ROA %	18.3%	7.1%	-4.1%	-2.9%	-4.4%	-0.1%	1.8%
Deprecjacja	-	-	-	-	-	-	-
Amortyzacja	39	17	99	12	12	144	137
Free Cash Flow	(929)	(28)	16	54	(353)	(5)	(51)
Nakłady inwestycyjne	(576)	(482)	(1,030)	(863)	(703)	(12)	(5)

Źródło: Spółka, BM Pekao

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

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 15 PAŹDZIERNIKA 2026 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 niemniejszej 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 jakiejkolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynników ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

Wykaz wszystkich analiz inwestycyjnych stanowiących rekomendacje znajduje się w Serwisie Dystrybucyjnym (zgodnie z definicją zawartą w Regulaminie świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych przez Biuro Maklerskie Pekao).

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

UJAWNIENIA 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 datą jej pierwszej publikacji.

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

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

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Andrzej Kędzierski	Analityk	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 zamieszane 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 Księgowa" lub „Price/Book Value" oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.
EPS – „Earnings per Share", czyli zysk netto na jedną akcję.
BVPS – „Book Value per Share", czyli wartość księgowa na jedną akcję.
FWD – „Forward" - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.
DPS – „Dividend per Share", tj. dywidenda na akcję.
DY – "Dividend Yield", tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.
EBIT – „Earnings Before Interest i Taxes" to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.
EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation i Amortization" to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.
EV/EBITDA – "Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation i Amortization" to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.
NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy
WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy