

Trzymaj, 7,50 PLN

Inicjacja

Nieodnawialne źródło dywidend

ZE PAK jest pionowo zintegrowaną, prywatną spółką energetyczną z portfelem wytwórczym skupionym na aktywach opartych o węgiel brunatny. W związku z ekspozycją na wysokoemisyjne paliwo, dla spółki istotne są dynamicznie rosnące ceny CO₂, a także potencjalny rozwój OZE. Uwagę zwraca dość silny bilans – spodziewamy się długu netto ok. 0 na koniec 2019 r – który może umożliwić wypłatę solidnej dywidendy (DY 11%), jednak potencjalne nakłady inwestycyjne na nowe odkrywki czy dostosowanie do norm środowiskowych mogą ją ograniczać w średnim terminie. Widzimy też zwiększone ryzyko związane z mało ekologicznym portfelem wytwórczym oraz trwającymi postępowaniami prawnymi (derogacje dla bloków, nowe koncesje). Wydajemy rekomendację TRZYMAJ dla ZE PAK z ceną docelową 7,5 PLN na akcję.

Rynek mocy i KDT będą wspierać przychody

W ramach już rozstrzygniętych aukcji mocy na 2021-23, do których zakwalifikowało się 587 MW mocy wytwórczych ZE PAK, spółka powinna uzyskać 375 mln PLN dodatkowych przychodów. Planowane regulacje UE powodują, że zdecydowana większość mocy spółki będzie mogła wziąć udział w aukcjach jeszcze tylko na rok 2024. Dodatkowo spółka ma do rozpoznania ok. 600-650 mln PLN rekompensat z tytułu rozwiązania KDT dla Pątnowa II, co powinno potrwać do 2023 r. Spodziewamy się, że po zakończeniu programów wsparcia, EBITDA spadnie o ok. 50% w porównaniu do średnich wyników w latach 2019-23.

Presja ze strony rosnących cen CO₂, tańszego węgla kamiennego i większa rola OZE

Zmiany w europejskim systemie praw do emisji CO₂ spowodowały dynamiczny wzrost ich cen, obecnie notowane są nawet po 30 EUR (średnia w 2017 r. poniżej 6 EUR). Węgiel brunatny jest najbardziej emisyjnym źródłem energii. Dodatkowo, niskie ceny węgla w ARA zapowiadają spadek cen węgla kamiennego w Polsce, co spowoduje wzrost konkurencyjności jednostek opalanych tym paliwem (takie jednostki obecnie kształtują cenę energii w Polsce). W średnim terminie spodziewany jest rozwój OZE, których marginalny koszt wytworzenia jest bliski 0.

Silny bilans, solidne dywidendy

Naszą uwagę zwraca dość silny bilans – dług netto na koniec 2019 r. może być nawet w okolicach 0. Spodziewamy się, że pozwoli to na powrót do wypłaty dywidend – oczekujemy DY ok. 11%. Potencjalne nakłady inwestycyjne w średnim terminie mogą ją jednak ograniczać. ZE PAK rozważa również projekt największej instalacji PV (fotowoltaicznej) w Polsce o przewidywanej produkcji ok. 70 GWh/rok, który ma kosztować 200 mln PLN.

mln PLN	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	2 443	2 305	2 949	2 847	2 925
EBITDA	512	90	323	280	406
EBIT	290	-477	150	120	245
Zysk netto	183	-460	101	84	184
P/E	4,3	nm	3,5	4,3	1,9
P/BV	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,1	5,1	1,1	1,1	0,6
EPS	3,61	-9,05	1,99	1,64	3,61
DPS	1,20	0,00	0,80	0,80	1,20
FCF	-	-	98	103	131
CAPEX	107	72	115	160	220

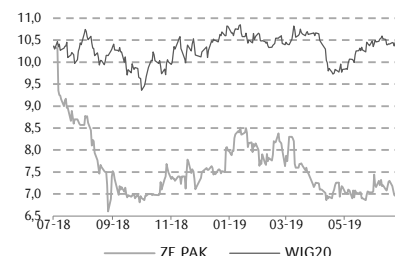
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	7,00
Upside	7%
Liczba akcji (mn)	50,80
Kapitalizacja (mln PLN)	355,60
Free float	48%
Free float (mln PLN)	172
Free float (mln USD)	45
EV (mln PLN)	356,59
Dług netto (mln PLN)	0,83

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Zygmunt Solorz-Żak	51,60
OFE PZU Złota Jesień	9,10
OFE NN	8,90
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
-	-

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	0,3%	-0,8%
3 miesiące	-2,1%	-2,8%
6 miesięcy	-3,7%	-12,4%
12 miesięcy	2,2%	-32,2%
Min 52 tyg. PLN		6,60
Max 52 tyg. PLN		10,36
Średni dzienny obrót mln PLN		0,27

Analityk	
Andrzej Rembelski, CFA	
+48 22 521 79 03	
andrzej.rembelski@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

P - Prognozy DM PKO BP

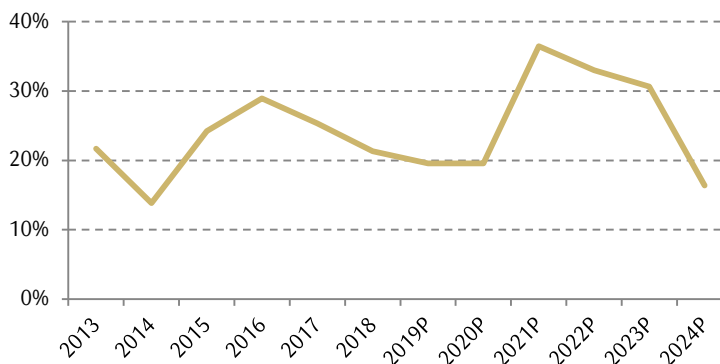
Argumenty inwestycyjne

ZE PAK jest pionowo zintegrowaną, prywatną spółką energetyczną z portfelem wytwórczym skupionym na aktywach opartych o węgiel brunatny. W związku z ekspozycją na wysokoemisyjne paliwo, dla spółki istotne są dynamicznie rosnące ceny CO₂, a także potencjalny rozwój OZE. Uwagę zwraca dość silny bilans – spodziewamy się długu netto ok. 0 na koniec 2019 r. – który może umożliwić wypłatę solidnej dywidendy (DY 11%), jednak potencjalne nakłady inwestycyjne na nowe odkrywki czy dostosowanie do norm środowiskowych mogą ją ograniczać w średnim terminie. Widzimy też zwiększone ryzyko związane z mało ekologicznym portfelem wytwórczym oraz trwającymi postępowaniami prawnymi (derogacje dla bloków, nowe koncesje). Wydajemy rekomendację TRZYMAJ dla ZE PAK z ceną docelową 7,5 PLN na akcję.

Rynek mocy i KDT będą wspierać przychody

W ramach już rozstrzygniętych aukcji mocy na 2021-23, do których zakwalifikowało się 587 MW mocy wytwórczych ZE PAK, spółka powinna uzyskać 375 mln PLN dodatkowych przychodów. Planowane regulacje UE powodują, że zdecydowana większość mocy spółki będzie mogła wziąć udział w aukcjach jeszcze tylko na rok 2024, później możliwe będzie już tylko prawdopodobnie wsparcie dla niewielkiej instalacji biomasowej w Koninie. Dodatkowo spółka ma do rozpoznania ok. 600-650 mln PLN rekompensat z tytułu rozwiązania KDT dla Pątnowa II, co powinno potrwać do 2023 r. Spodziewamy się, że po zakończeniu programów wsparcia, EBITDA spadnie o ok. 50% w porównaniu do średnich wyników w latach 2019-23.

ZE PAK: Udział rynku mocy i KDT w EBITDA



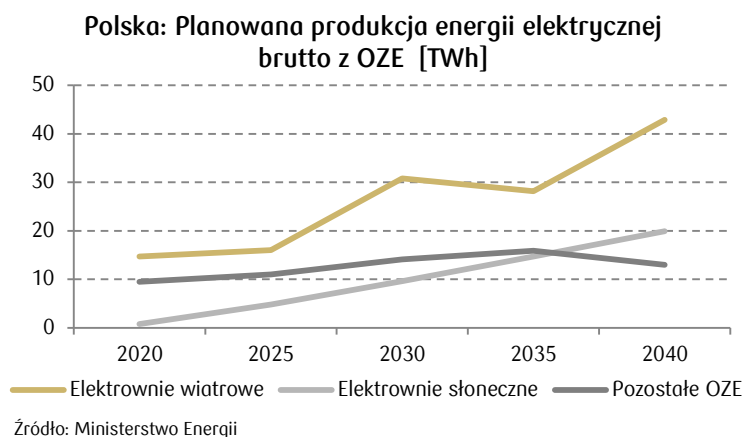
Źródło: ZE PAK, DM PKO BP

Zwracamy również uwagę na pewne ryzyko – bloki 1 i 2 w Pątnowie I, a także blok Pątnów II nie spełniają obecnie wymagań środowiskowych BAT i oczekują na decyzję o derogacji (bloki 1 i 2 o całkowitej, natomiast Pątnów II do czasu kapitalnego remontu w 2024). W przypadku jej braku, szacujemy koszty dostosowania dla bloków 1 i 2 na kilkadziesiąt mln PLN.

Presja ze strony rosnących cen CO₂, tańszego węgla kamiennego i większa rola OZE

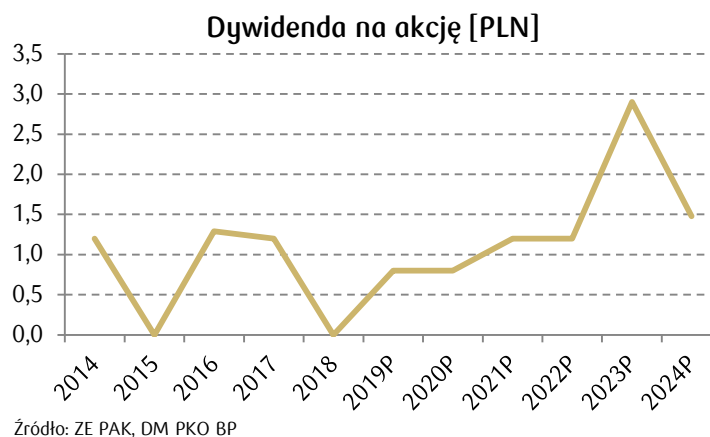
Zmiany w europejskim systemie praw do emisji CO₂ spowodowały dynamiczny wzrost ich cen, obecnie notowane są nawet po 30 EUR (średnia w 2017 r. poniżej 6 EUR), natomiast węgiel brunatny jest najbardziej emisyjnym źródłem energii (ok. 1,1t CO₂/MWh vs. ok. 0,9t CO₂/MWh dla węgla kamiennego). Dodatkowo, niskie ceny węgla w ARA zapowiadają spadek cen węgla kamiennego w Polsce, co spowoduje wzrost konkurencyjności jednostek opalanych tym paliwem.

W średnim terminie spodziewany jest rozwój OZE, których marginalny koszt wytworzenia jest bliski 0, co również będzie wypychało energetykę konwencjonalną z *merit order*.



Silny bilans, solidne dywidendy, (r)ewolucja portfela wytwórczego

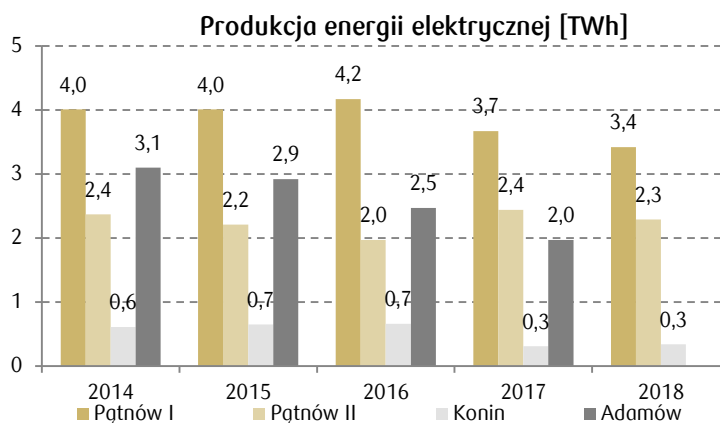
Naszą uwagę zwraca dość silny bilans – dług netto na koniec 2019 r. może być nawet w okolicach 0. Spodziewamy się, że pozwoli to na powrót do wypłaty dywidend – oczekujemy DY ok. 11%. Potencjalne nakłady inwestycyjne (nowe odkrywki, dostosowanie do wymagań środowiskowych, rezerwy rekultywacyjne) w średnim terminie mogą ją jednak ograniczać. ZE PAK wśród rozważanych projektów ma m.in. największą instalację PV w Polsce o przewidywanej produkcji ok. 70 GWh/rok (koszt 200 mln PLN) czy przekształcenie odstawionych bloków w Adamowie z węgla brunatnego na gaz (koszt 100 mln PLN, 500 MW mocy).



Model biznesowy

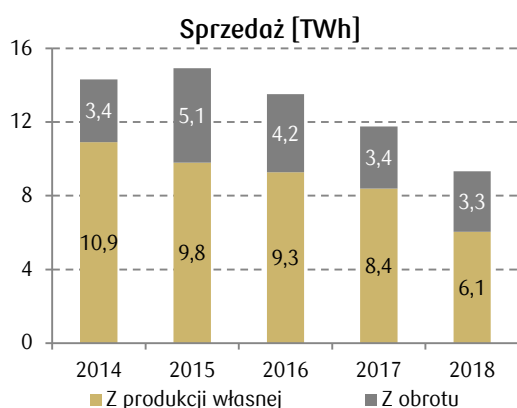
Opis spółki

Grupa Kapitałowa ZE PAK SA to największa prywatna (niekontrolowana przez Skarb Państwa) spółka energetyczna w Polsce, składająca się z pionowo zintegrowanych podmiotów działających w obszarze wydobycia węgla brunatnego, wytwarzania energii z konwencjonalnych i odnawialnych źródeł oraz obrotu energią. W jej skład wchodzi obecnie jednostka dominująca Zespół Elektrowni Pątnów – Adamów – Konin SA oraz dziewięć spółek zależnych.

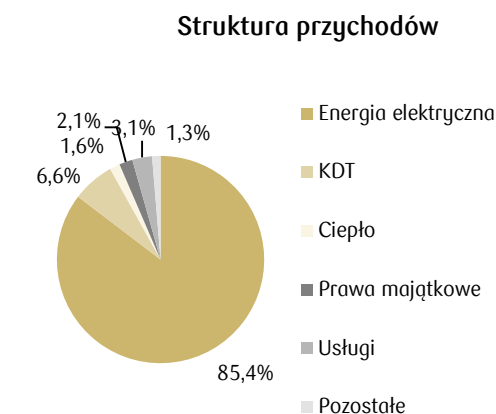


Źródło: ZE PAK, DM PKO BP

Przychody w Grupie pochodzą przede wszystkim ze sprzedaży produkowanej energii elektrycznej. Model biznesowy spółki zakłada działalność opartą o wykorzystanie węgla brunatnego pochodzącego z własnych kopalń oraz biomasy w procesie wytwarzania energii elektrycznej i ciepłej. Ponadto spółka zajmuje się również sprzedażą oraz obrotem energią elektryczną na rynku hurtowym. W ramach Grupy ZE PAK SA funkcjonują również podmioty, m.in. w postaci wydzielonych spółek, które są odpowiedzialne za funkcje wsparcia, tj. prace remontowe czy utrzymaniowe.



Źródło: ZE PAK

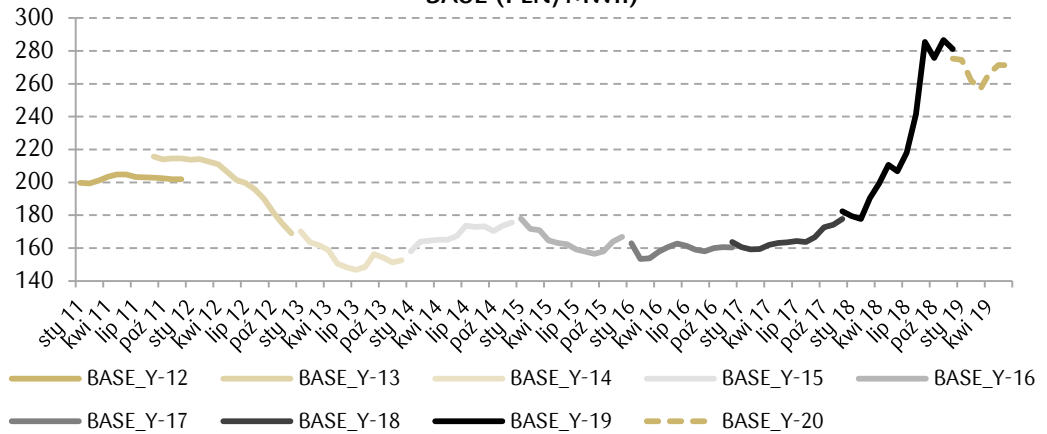


Źródło: ZE PAK, DM PKO BP

ZE PAK posiada obecnie dwie elektrownie opalane węglem brunatnym, tj. Elektrownia Pątnów I, Pątnów II oraz elektrownia Konin, która w przeszłości również wykorzystywała to źródło energii (pierwszy blok energetyczny na węgiel brunatny w Polsce), natomiast obecnie funkcjonuje tam kogeneracyjny blok biomasowy o mocy 50 MW produkujący również ciepło dla Konina. Wszystkie obiekty zlokalizowane są w Wielkopolsce i dysponują łączną mocą wytwórczą na poziomie 1768

MW. Główne aktywa wydobywcze Grupy skoncentrowane są w dwóch spółkach: PAK KWB Konin SA, która eksploatuje aktualnie odkrywki Józwin, Tomisławice i Drzewce oraz PAK KWB Adamów SA eksploatującą odkrywkę Adamów.

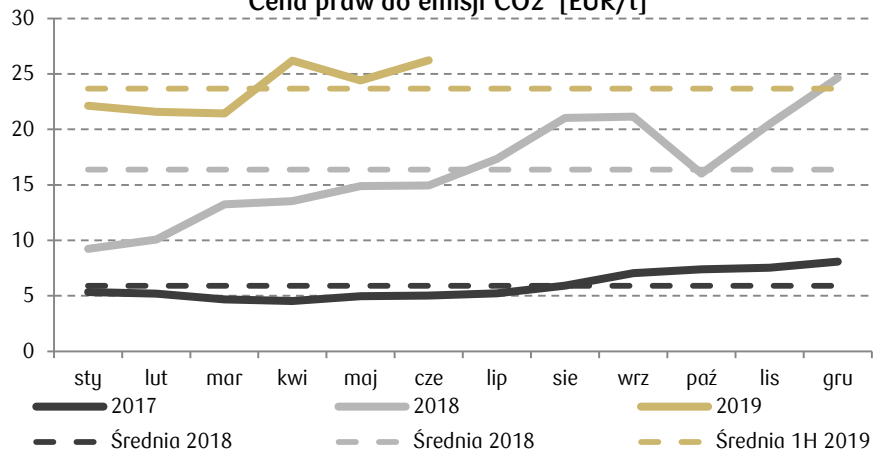
Ceny energii elektrycznej w rocznych kontraktach terminowych typu BASE (PLN/MWh)



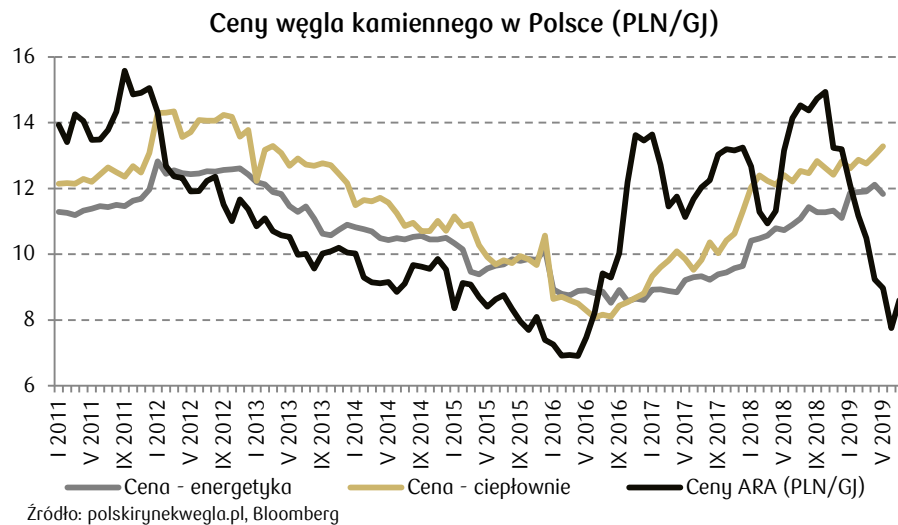
Źródło: TGE

Ceny energii budowane są na podstawie tzw. merit-order, który jako pierwszy wpuszcza do systemu energię najtańszą. W każdej chwili dnia elektrownie kwotują swoje ceny energii na podstawie kosztów zmiennych (paliwo + CO2), do której doliczana jest marża na pokrycie kosztów stałych oraz potencjalny zysk. Elektrownie napędzane węglem brunatnym mają generalnie niższy koszt krańcowy niż te na węgiel kamienny ze względu na niższy koszt paliwa. Z drugiej strony, emitują one nieco więcej CO2, jednak nawet przy obecnych cenach certyfikatów, to cena paliwa jest decydująca (margines ceny CO2, przy której sytuacja się odwróci jest ciągle duży). W związku z tym, wyższe ceny węgla kamiennego przenoszone w cenach przez elektrownie działające na tym paliwie do kwotowanych cen energii poprawiają marżowość elektrowni opalanych węglem brunatnym, natomiast wzrost cen CO2 pogarsza rentowność elektrowni na węglu brunatnym.

Cena praw do emisji CO2 [EUR/t]



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Trzeba również pamiętać o rozwijającym się OZE oraz energetyce rozproszonej (prosumenckiej). OZE mają niemal zerowy koszt krańcowy i gwarantowany odbiór energii, stąd wypychają z systemu mniej efektywną energetykę konwencjonalną, natomiast rozwój energetyki prosumenckiej będzie powodował mniejsze zapotrzebowanie na energię w średnim terminie.

Rozwój OZE przy obecnej technologii (nieduże możliwości magazynowania energii, a zatem duża zależność od warunków pogodowych) niesie za sobą pewne ryzyka dla stabilności energetycznej kraju – wypychanie z rynku energetyki konwencjonalnej (mniejsza liczba przepracowanych godzin w ciągu roku) niesie za sobą gorszą rentowność, a nawet straty na takich instalacjach, co z kolei może skłaniać właścicieli do ich zamykania. W związku z tym w ostatnich latach powstały różne systemy wsparcia dla energetyki konwencjonalnej – ZE PAK jest beneficjentem dwóch z nich.

Pierwszy z nich to tzw. rynek mocy. Efektywnie oznacza on tak naprawdę wprowadzenie dwutowarowego rynku w Polsce – pierwszy z nich to rynek energii elektrycznej, natomiast drugi to moc. Do tej pory odbyły się aukcje dla lat 2021, 2022, 2023, w których ZE PAK zakontraktował 587 MW po cenach odpowiednio 240.3 PLN/kW, 198 PLN/kW oraz 203 PLN/kW. Aukcja główna na rok 2024 ma odbyć się w grudniu 2019, natomiast cały system przewidziany jest do roku 2046.

Polska: rynek mocy

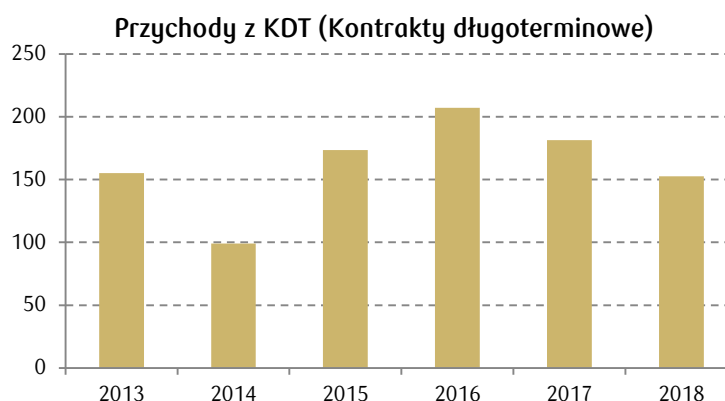
	2021	2022	2023
Cena rozliczeniowa (PLN/kW/rok)	240,3	198,0	203,0
Zakontraktowany wolumen na dany rok (GW)	22,4	10,6	10,6
Kontrakty wieloletnie (GW)	12,5	0,1	0,9

Źródło: PSE

W grudniu 2018 r. zawarto porozumienie krajów UE, na mocy którego instalacje emitujące powyżej 550g CO₂/kWh (a zatem takie, które posiada ZE PAK – ok. 1 kg emisji na kWh) nie będą mogły korzystać ze wsparcia w ramach rynków mocy po 1 lipca 2025 r. Wszystkie kontrakty podpisane w ramach rynku mocy do końca 2019 r. będą wyjęte spod tych ograniczeń. Proponowane zapisy przewidują, że możliwe będzie przesunięcie bloków węglowych poza rynek (rezerwa zimna), jednak ich emisja nie będzie mogła przekraczać 350 kg CO₂ z 1kW. Rozwiązanie oczekuje na zatwierdzenie przez Radę Europy i Parlament Europejski.

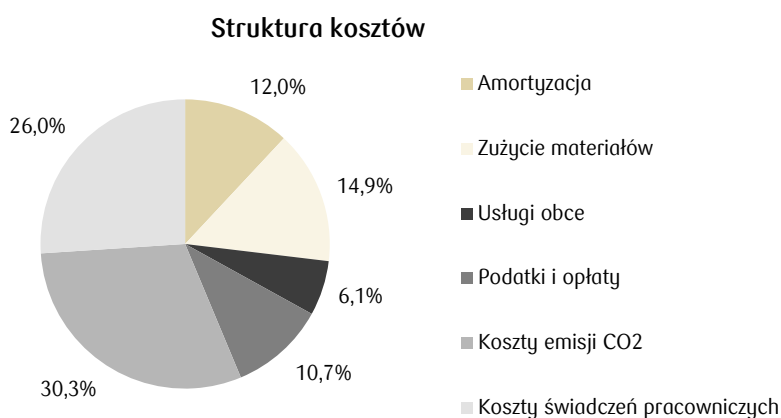
Drugim systemem wsparcia jest KDT (kontrakty długoterminowe), a właściwie system rekompensat po ich rozwiązaniu (ze względu na uznanie za niedozwoloną pomoc publiczną po przystąpieniu do UE). Pątnów II jest jedną z ostatnich jednostek otrzymujących rekompensaty z tego systemu. KDT

miały wspierać inwestycje w polskim sektorze energetycznym (szczególnie wytwórczym), jednak w szczycie nawet ok. 60-65% energii było sprzedawane po z góry ustalonych cenach, co ograniczało konkurencję w sektorze. Pątnów II jest objęty systemem do 2025 r. i pozostały, przeznaczony do rozliczenia budżet KDT dla tej inwestycji, wynosi ok. 600-650 mln PLN.



Źródło: ZE PAK

Największy udział w strukturze kosztów przypada na koszty emisji CO₂ (ok. 30% w 2018 r.) oraz koszty świadczeń pracowniczych (ok. 26% w 2018 r.), które związane są w dużej mierze z zatrudnieniem w kopalniach węgla kamiennego. Koszty zużycia materiałów (ok. 15% w 2018 r.) to biomasa leśna i rolna, olej opałowy, sorbent, a także energia i materiały potrzebne przy wydobywaniu węgla brunatnego.



Źródło: ZE PAK, DM PKO BP

W lutym 2018 r. Rada Europejska zatwierdziła reformę EU ETS (unijnego systemu do handlu uprawnieniami do emisji) na okres po 2020 r. Wśród zmian wprowadzono m.in. zwiększenie z 1,74% do 2,2% poziomu corocznej redukcji emisji, podwojenie liczby uprawnień przenoszonych do rezerwy stabilności do końca 2023 r., a także ograniczenie ważności uprawnień znajdujących się w rezerwie (po reformie ma ona absorbować 24% nadpodaży przez pierwsze 4 lata). Nowe regulacje i działania uczestników rynku podniosły średnią cenę CO₂ w 2018 r. o 174% r/r.

Elektrownie Grupy ZE PAK



Elektrownia Pątnów I

Poszczególne bloki elektrowni Pątnów I uruchomione zostały w latach 1967-1969. Elektrownia dysponuje sześcioma blokami o mocy 200 MW każdy, jednakże z racji na instalację odsiarczania spalin, jednocześnie mogą pracować jedynie cztery z sześciu. Pątnów I dysponuje ponadto mocą cieplną wynoszącą 18 MWt. Od 2013 roku elektrownia przechodzi sukcesywną modernizację techniczną i technologiczną, która ma ją przystosować do wymagań Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska naturalnego. W 2012 roku zakończono modernizację bloku nr. 5. Z kolei we wrześniu 2015 roku zakończono modernizację bloku nr 1, a w grudniu 2015 roku bloku nr 2. W wyniku przeprowadzonych

prac podniesiono moc bloków z 200 do 222 MW, zwiększono ich sprawność z poziomu 32,9% do 37,5% oraz osiągnięto ograniczenie emisji tlenków azotu (NOx) do poziomu 200 mg/Nm³. Na chwilę obecną elektrownia Pątnów I jest największą elektrownią Grupy Kapitałowej ZE PAK SA o łącznej mocy 1244 MW. W czerwcu 2020 r. planowane jest odstawienie bloków 3, 4, 6. Przy założeniu otrzymania koncesji dla odkrywki Ościstowo, praca bloków 1 i 2 przewidziana jest do 2030 r., natomiast blok 5 będzie traktowany jako rezerwowowy.

Elektrownia Pątnów II

Elektrownia Pątnów II została uruchomiona w 2007 roku i oddana do komercyjnej eksploatacji w 2008 r. Składa się ona z jednego bloku o mocy 474 MW, który jest pierwszą jednostką prądotwórczą o parametrach nadkrytycznych w krajowym systemie elektroenergetycznym. Wyróżnia się on sprawnością na poziomie 42,6% oraz dyspozycyjnością na poziomie 83,8%. Dyspozycyjność bloku w cyklu rocznym, z uwzględnieniem remontów bieżących wyniosła 94%. Elektrownia wyposażona została w najnowocześniejsze instalacje ochrony atmosfery - mokrego odsiarczania spalin i redukcji emisji związków azotu. Jest to najbardziej efektywne aktywo ZE PAK, dlatego w przypadku ograniczonych zasobów węgla, powinno mieć priorytet na jego wykorzystanie nad pozostałymi instalacjami.

Elektrownia Konin

Elektrownia Konin, powstała w 1958 roku co sprawia, że jest najstarszą z elektrowni wchodzących w skład Grupy ZE PAK. Jest ona dostawcą ciepła dla Konina. W październiku 2007 władze spółki zdecydowały o organizacyjnym połączeniu Elektrowni Konin z Elektrownią Pątnów. W roku 2012 uruchomiony został kogeneracyjny blok energetyczny przystosowany do spalania biomasy o mocy 55 MW. Ze względu na wysoką emisyjność instalacji węglowych Spółka zdecydowała się na ich odstawienie, natomiast zatwierdzony przez Radę Nadzorczą został plan przebudowy kotła K7 z węgla na biomasę (55MW). Opalany nim blok ma w założeniu ma pracować w kondensacji, a w sytuacjach awaryjnych zapewniać również ciepło.

Elektrownia Adamów

Elektrownia Adamów, wchodząca w skład Zespołu Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin SA na początku stycznia 2018 roku została zamknięta ze względów środowiskowych. Rozważane jest obecnie przerobienie istniejących bloków z węgla na gaz ziemny, a ich moc miałyby wynieść ok. 500 MW. Inwestycja kosztowałaby prawdopodobnie ok. 100 mln PLN.

Kopalnie węgla brunatnego

Odkrywka	Planowane całkowite wydobywanie [mln ton]	Rok zamknięcia
Adamów	5,1	2023
Tomisławice	28,8	2030
Józwin	6,2	2021
Drzewce	5,4	2021
Ościszów*	31,3	2036

*trwa postępowanie środowiskowe, planowane rozpoczęcie wydobywania 2024

Źródło: ZE PAK

Zapewnienie surowca dla elektrowni stanowi obecnie jedno z największych wyzwań dla ZE PAK-u. Odkrywka w Ościszowie jest zapisana w projekcie Polityki Energetycznej Polski 2040 i ma wsparcie Ministerstwa Energii, jednak mimo to ciągle nie udało się uzyskać pozwolenia środowiskowego na tę inwestycję. Opór społeczny nie sprzyja powstawaniu nowych odkrywkowych kopalni węgla brunatnego – m.in. z tego powodu ZE PAK w zasadzie już porzucił myśl o eksploracji złoża Dęby Szlacheckie. Koncesje w Józwinie i Drzewcu kończą się w 2020 r., natomiast spółka chce wystąpić o ich przedłużenie do 2021 r. ze względu na resztkę węgla do wybrania. Podobna sytuacja jest w Adamowie. Ze względu na oczekiwane wyczerpanie złoża Ościszów, będzie potrzebny również wniosek o przedłużenie wydobywania w Tomisławicach, które zapewni surowiec dla Pątnowa II.

Strategia

Strategia spółki opiera się na dwóch filarach: 1) optymalizacji podstawowej działalności wytwórczej; 2) podniesieniu efektywności działalności pomocniczej poprzez restrukturyzację. ZE PAK dąży do zrównoważonego wzrostu wykorzystującego w optymalny sposób potencjał energetyczno-paliwowy regionu przy zachowaniu wymogów środowiskowych. Spółka ma zamiar eksploatować nowe złoża węgla brunatnego, ale również dążyć do dywersyfikacji źródeł energii.

Optymalizacja podstawowej działalności wytwórczej Grupy

Obowiązująca strategia zakłada przeprowadzenie optymalizacji technologicznej obejmującej kwestie związane z wydobywaniem węgla brunatnego, jego dostawą do elektrowni, jak również procesy wytwarzania oraz dystrybucji energii elektrycznej i ciepła. Obecnie trwające działania w tym zakresie obejmują:

- wystąpienie z wnioskiem o derogację z wymagań BAT dotyczącą bloków 1, 2 oraz 5 w Elektrowni Pątnów I,
- tymczasową derogację BAT dla Elektrowni Pątnów II, trwającą do czasu jej kapitalnego remontu (przewidywanego w 2024)

Spółka planuje również kilka inwestycji, które obejmują m.in.:

- Dostosowanie wycofanych z eksploatacji bloków węglowych elektrowni Adamów do spalania gazu ziemnego. Oczekiwane nakłady to 100 mln PLN, a moc 500 MW.

- Modernizację istniejącego kotła węglowego K7 elektrowni Konin do spalania biomasy (50 MW). Szacowany koszt inwestycji ma wynieść ok. 100-130 mln PLN. Projekt został zatwierdzony przez RN ZE PAK w lipcu 2019.
- Budowę największej w Polsce farmy fotowoltaicznej o mocy ok. 70 MWp na rekultywowanych terenach kopalni Adamów. Prognozowana roczna produkcja energii elektrycznej ma wynieść ok. 70 GWh/rok, a całość ma kosztować 200 mln PLN. Rada Nadzorcza spółki wyraziła kierunkową zgodę na realizację projektu 27 listopada 2018.

Grupa ZE PAK dąży także do zabezpieczenia ciągłości dostaw węgla brunatnego, w związku z tym planuje budowę odkrywki „Ościsłowo”, która obok odkrywki „Złoczew” PGE została wpisana do projektu „Polityki energetycznej Polski do 2040 roku”. Docelowo ma ona zapewnić nieprzerwane funkcjonowanie bloków 1 i 2 Elektrowni Pątnów do roku 2030 roku, a po tym czasie zapewnić dostawy dla Pątnowa II. Ościsłowo jest ciągle na etapie otrzymywania decyzji środowiskowych. Sama budowa odkrywki ma zająć około 3 lat.

Podniesienie efektywności działalności pomocniczej poprzez restrukturyzację

Oprócz działań inwestycyjnych, spółka prowadzi integrację segmentów prowadzonej działalności. Docelowo model zakłada istnienie jedynie dwóch głównych segmentów: skonsolidowanego segmentu wydobywczego oraz segmentu wytwarzania. Działalność pomocnicza ma dążyć do maksymalnego skupienia kompetencji i optymalizacji kosztów.

Ryzyka

Popyt i podaż na energię elektryczną

Grupa ZE PAK jest wytwórcą energii elektrycznej, co oznacza że jej zyski są uzależnione od popytu i cen energii. Obie wartości w długim terminie skorelowane są ze wzrostem gospodarczym.

Warto również zaznaczyć, że coraz większą rolę na rynku energii elektrycznej odgrywają warunki sezonowe oraz meteorologiczne. Przyczyniają się one do większego zużycia energii elektrycznej (szczególnie w okresie letnim) oraz decydują o podaży ze strony OZE.

Ceny energii

Ceny energii kształtowane są na wolnym rynku, co nie daje gwarancji przeniesienia wszystkich ponoszonych kosztów na odbiorców. Operator sieci dopuszcza do dystrybucji najbardziej efektywne kosztowo jednostki w danej chwili, co może powodować ograniczanie roli podmiotów wykorzystujących węgiel brunatny na rzecz bardziej ekonomicznych źródeł energii.

Otoczenie regulacyjne

Rynek energetyczny w Polsce i Unii Europejskiej jest ściśle regulowany, przez co wszelkie zmiany prawne obejmujące m.in. systemy wsparcia czy zasady wydawania koncesji mogą przełożyć się na funkcjonowanie Grupy ZE PAK. Do najważniejszych regulacji należą przepisy unijne dotyczące praw do emisji CO₂ (ceny certyfikatów), dostosowanie infrastruktury do wymogów środowiskowych (BAT), a także polskie systemy wsparcia dla konwencjonalnych i odnawialnych źródeł energii, w tym m.in. rynek mocy, aukcje OZE, kolorowe certyfikaty czy rekompensaty KDT.

Spółka oczekuje obecnie na derogacje z wymagań BAT dla bloków nr. 1, 2 i 5 w Elektrowni Pątnów I oraz tymczasową (do czasu kapitalnego remontu) dla Elektrowni Pątnów II.

Koszty i dostawy paliw, koszt wydobycia węgla

Konkurencyjność Grupy ZE PAK uzależniona jest w dużej mierze od kosztów związanych z pozyskaniem paliwa do bloków energetycznych. Spółka wytwarza znaczną część prądu z węgla brunatnego, a także z biomasy leśnej i rolnej. Obecnie eksplorowane pokłady węgla brunatnego, nie są wystarczające do zapewnienia ciągłości funkcjonowania bloków do momentu zakończenia technicznej eksploatacji. Jednym z kluczowych projektów jest nowa odkrywka w Ościstowie, która ma zapewnić ponad 30 mln ton węgla do 2036 roku. Inwestycja nie otrzymała jednak do tej pory pozwolenia środowiskowego.

Nakłady inwestycyjne

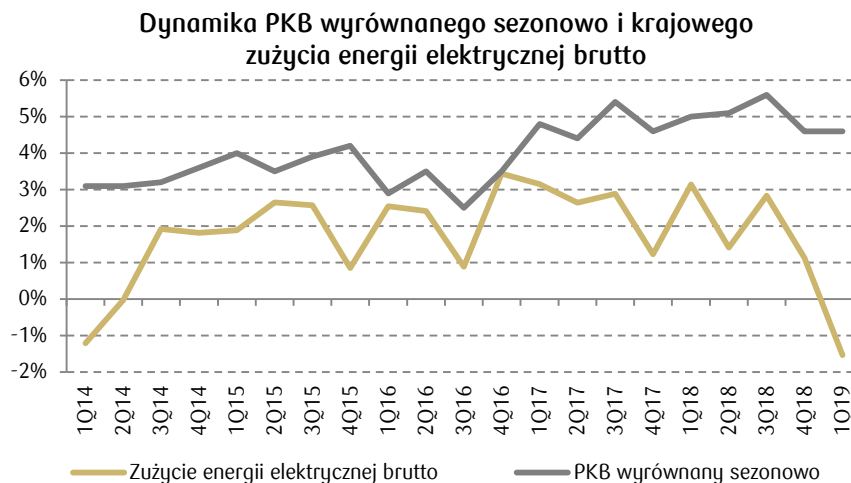
Działalność w sektorach energetycznym oraz wydobywczym wiąże się z koniecznością ponoszenia znaczących nakładów inwestycyjnych, które w istotny sposób wpływają na wynik operacyjny czy poziom zadłużenia spółek działających w tej branży.

Do potencjalnych zagrożeń można zaliczyć również takie kwestie jak opóźnienia w realizacji, zmiany programów inwestycyjnych, jak również przekroczenia budżetów. Ich wystąpienie może znacząco wpłynąć na przyszłe nakłady inwestycyjne, sytuację finansową czy perspektywę rozwoju.

Ponoszenie nakładów inwestycyjnych w sektorze energetycznym wiąże się z przydziałem bezpłatnych jednostek uprawniających do emisji CO₂, jednakże w przypadku zaniechania, lub nieukończenia w terminie zapowiadanych inwestycji konieczny może okazać się ich zwrot.

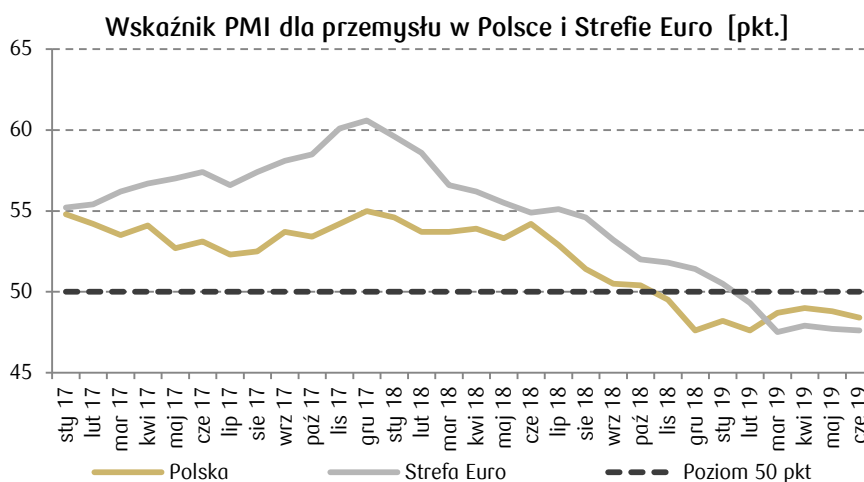
Rynek

Jak pokazują dane historyczne w Polsce można zaobserwować korelację jaka zachodzi pomiędzy zapotrzebowaniem na energię elektryczną a tempem wzrostu gospodarki. Według analizy GUS PKB w I kw. 2019 roku wzrósł o 4,7% r/r, wobec 5,2% r/r w analogicznym okresie 2018 roku, zatem sytuację gospodarczą w kraju można ocenić jako pozytywną.



Źródło: GUS, Bloomberg

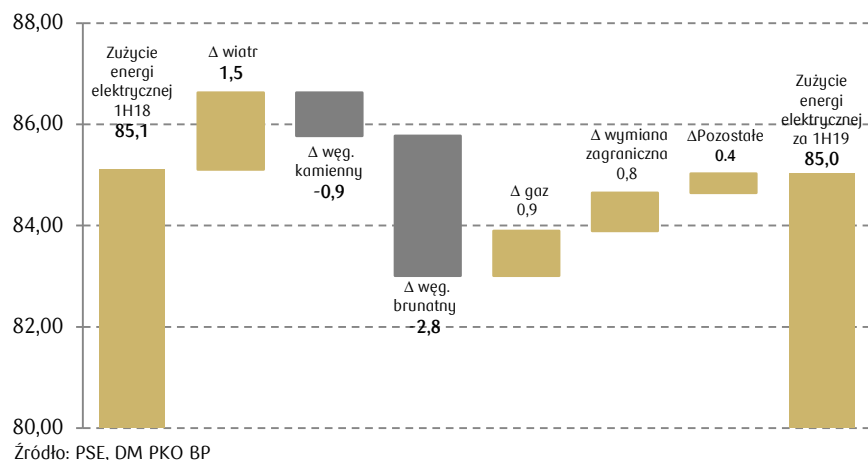
Wskaźnik PMI dla przemysłu w I półroczu 2019 osiągnął średnio poziom 48,5 pkt. Wynik ten znajdował się poniżej progu 50 pkt., co sygnalizuje pogorszenie koniunktury polskiego sektora przemysłowego. Z kolei w Strefie Euro wskaźnik PMI osiągnął w tym okresie średnio 48,4 pkt.



Źródło: GUS, Bloomberg

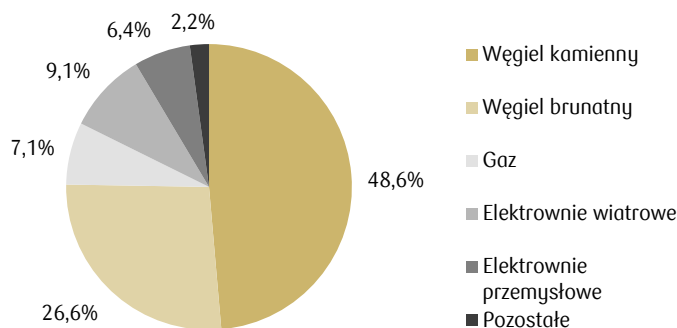
Dynamika produkcji przemysłowej w I połowie 2019 roku wyniosła 5,1% r/r wobec 6,2% r/r w 1 poł. 2018 roku. Sytuacja ta w głównej mierze była spowodowana spadkiem w segmencie wytwarzania i zaopatrywania m.in. w energię elektryczną z poziomu 8,4% w roku ubiegłym do 1,9% w 2019. Wskaźnik PPI w I półroczu 2019 wyniósł 2,0% natomiast CPI 1,8% w ujęciu r/r.

Bilans energii w Krajowym Systemie Energetycznym [TWh]



W 1 poł. 2019 bieżącego roku zużycie energii elektrycznej brutto spadło o 0,1% r/r, co było następstwem wyższych temperatur na początku roku. W czerwcu 2019 roku produkcja energii elektrycznej wyniosła 12,4 TWh i spadła o 2,5% r/r, natomiast jej zużycie wzrosło o 0,2% do poziomu 13,5 GWh. Największy wzrost odnotowano w przypadku produkcji z elektrowni wiatrowych, z których produkcja energii elektrycznej wzrosła o 26% r/r. Wynikało to przede wszystkim z korzystnych warunków pogodowych. Największy spadek odnotowano w przypadku energii pochodzącej ze spalania węgla brunatnego, której ilość spadła o 11,4% r/r.

Produkcja energii elektrycznej



Źródło: CIRE, DM PKO BP

Obecnie głównym źródłem pozyskiwania energii elektrycznej jest spalanie węgla kamiennego oraz brunatnego, jednakże za sprawą m.in. regulacji unijnych czy podpisanych traktatów coraz większą rolę odgrywać będą OZE – w szczególności energetyka wiatrowa.

Rynek/miara	Jedn.	1H 2019	1H 2018	Dynamika
RDN - średnia cena	PLN/MWh	231	200	15,1%
RDN - wolumen obrotu	TWh	17,0	13,7	24,2%
BASE Y+1 - średnia cena	PLN/MWh	266	198	34,4%
BASE Y+1 - wolumen obrotu	TWh	49,4	47,3	4,4%
PEAK5 Y+1 - średnia cena	PLN/MWh	340	259	31,3%
PEAK5 Y+1 - wolumen obrotu	TWh	5,7	2,0	180,3%

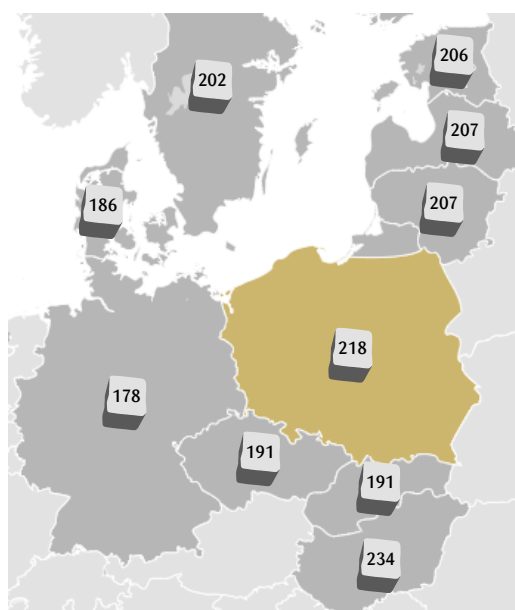
Czynniki	Jedn.	1H 2019	1H 2018	Dynamika
Uprawnienia CO ₂	EUR/t	23,8	12,7	88,1%
Węgiel kamienny PSCMI1*	PLN/GJ	11,92	10,60	12,5%
Generacja wiatrowa KSE	TWh	7,3	5,8	26,0%

*dla 5-mc

Źródło: PSE, TGE, Bloomberg, DM PKO BP

W 1 poł. 2019 cena MWh energii na Rynku Dnia Następnego wyniosła 231 PLN/MWh co oznacza wzrost o 15,1% r/r. Zmiana cen energii spowodowana była głównie wzrostem notowań uprawnień do emisji CO₂. Dodatkowo wpływ na cenę energii miał wzrost cen węgla. Wzrost cen energii elektrycznej w ujęciu r/r został częściowo złagodzony przez warunki pogodowe, które pozwoliły wygenerować dodatkowe 1,51 TWh z energii wiatrowej. Analogiczna sytuacja miała miejsce w przypadku rynku terminowego, jednakże tutaj czynnik pogodowy nie odgrywał już takiej roli jaką miał w przypadku RND, głównie z racji na fakt, że warunków atmosferycznych nie da się przewidzieć w dłuższej perspektywie.

Porównanie średnich cen energii elektrycznej na rynku polskim oraz rynkach ościennych w I kwartale 2019 roku (ceny w PLN/MWh, średni kurs EUR 4,30 PLN).

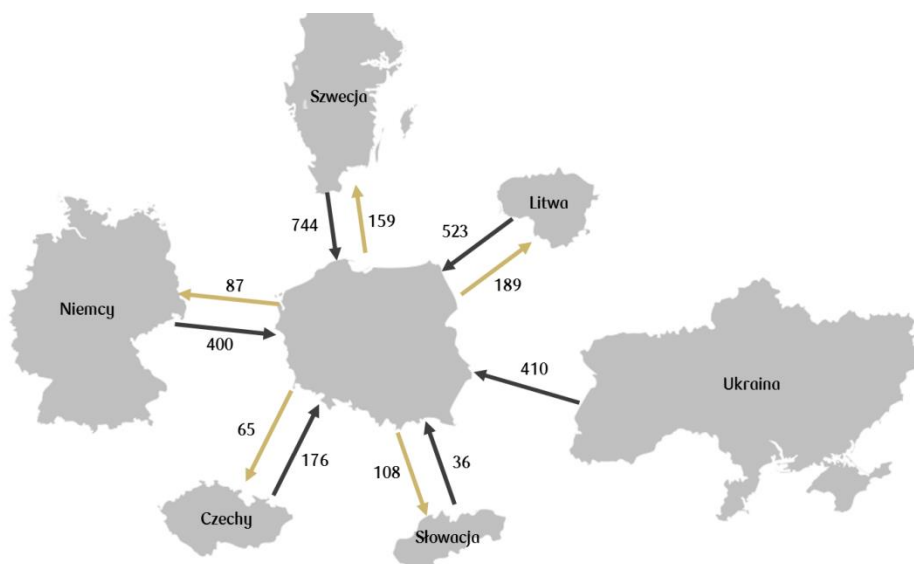


Źródło: PGE, DM PKO BP

W I kwartale 2019 wzrost hurtowej ceny energii elektrycznej w Polsce wynoszący 34 PLN/MWh nie odstawał od przyrostów jakie zaszły w krajach ościennych, wynoszących od 29 do 37 PLN/MWh.

Wspólnym elementem dla zmian cen energii elektrycznej w państwach regionu były zmiany jakie zaszły na rynku węgla oraz uprawnień CO2. W I kw 2019 roku średnia cena energii w Polsce była wyższa niż w Niemczech (o 40 PLN/MWh), Czechach (o 27 PLN/MWh), Szwecji (o 16 PLN/MWh) oraz na Litwie (o 11 PLN/MWh).

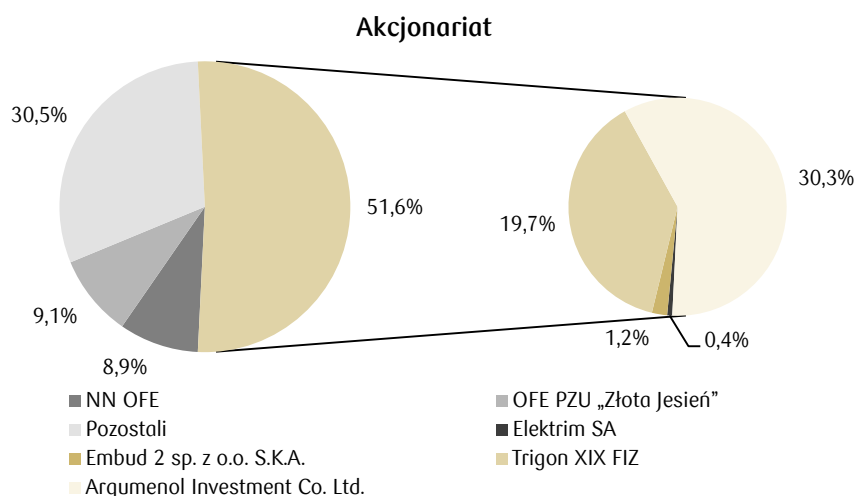
Wymiana energii elektrycznej w I kw 2019 roku (GWh)



Źródło: PGE, DM PKO BP

W 1 poł. 2019 import netto energii wyniósł 4,6 TWh w porównaniu do 3,8 TWh w 1H18. Największymi importerami energii do Polski są Szwecja, Litwa, Niemcy oraz Ukraina.

Akcjonariat



Źródło: ZE PAK

Grupa ZE PAK zadebiutowała na głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w 2012 r. Obecnie największym udziałowcem jest jeden z najzamożniejszych Polaków, Zygmunt Solorz-Żak, który kontroluje pośrednio 51,6% akcji.

Historia spółki

Elektrownie w Koninie, Pątnowie i Adamowie powstały w okresie 1958-1974. W 1970 r. zostały one połączone organizacyjnie w Zespół Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin, natomiast w grudniu 1994 przedsiębiorstwo zostało przekształcone w jednoosobową spółkę akcyjną Skarbu Państwa. W roku 1999 inwestorem strategicznym Spółki został Elektrim S.A., a rok później podjęto decyzję o zwiększeniu kapitału akcyjnego Spółki o ok. 39% akcji oraz o przeprowadzeniu restrukturyzacji, w ramach której wyodrębniono pięć spółek.

W roku 2003 Grupa ZE PAK wprowadza system informatyczny mySAP.com, wspierający zarządzanie firmą. Dwa lata później elektrownie należące do Spółki uzyskują koncesję na współspalanie biomasy, ponadto w tym samym czasie elektrownia Adamów uzyskała Pozwolenie Zintegrowane na produkcję energii elektrycznej i ciepłej. Rok później, w kwietniu takie samo pozwolenie uzyskały elektrownie Pątnów i Konin.

W październiku 2012 roku Grupa ZE PAK S.A. zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W tym samym roku w Elektrowni Konin oddano do użytku blok energetyczny na biomasę o mocy 55 MW. We wrześniu 2013 roku spółka rozpoczęła modernizację bloków energetycznych nr 1 – 4 w Elektrowni Pątnów I, którą częściowo zakończyła w grudniu 2015 roku. Na początku 2018 roku nastąpiło zamknięcie elektrowni Adamów.

Wycena

Nasza wycena opiera się na modelu DCF.

Według naszych obliczeń wartość godziwa akcji ZE PAK wynosi 7,5 PLN.

Nasz model DCF trwa do roku 2040 (przewidywane wyłączenie Pątnowa II) i w tym horyzoncie czasowym prognozujemy wszystkie kluczowe parametry spółki.

Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 3,2%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,5x, ze względu na wysokie ryzyko regulacyjne związane z działalnością ZE PAK (potrzebne koncesje na nowe złoża węgla brunatnego, regulacje unijne dotyczące CO₂, wymogi środowiskowe). Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2019 r. i dodajemy gotówkę netto, a także uwzględniamy rezerwę rekultywacyjną.

Model DCF					
mIn PLN	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
EBIT	150,3	120,3	245,1	227,4	198,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	121,8	97,5	198,5	184,2	160,6
CAPEX	115,0	160,0	220,0	190,0	175,0
Amortyzacja	172,2	159,5	160,8	163,3	164,4
Zmiany w kapitale obrotowym	80,8	-5,6	8,8	19,3	15,2
FCF	98,19	102,5	130,6	138,2	134,8
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,91	0,82	0,75	0,68
DFCF	0,00	93,0	107,5	103,2	91,4
Suma DFCF - Faza I	395,2				
Suma DFCF - Faza II	406,4				
Wartość Firmy (EV)	801,6				
Dług netto	1				
Rezerwa rekultywacyjna	437,2				
Udziały mniejszości	3				
Wartość godziwa	360,3				
Liczba akcji (mIn szt.)	50,8				
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	7,1				
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	7,5				
Cena bieżąca	7,00				
Dywidenda	0,0				
Oczekiwana stopa zwrotu	7%				

Źródło: prognozy DM PKO BP

Główne założenia do wyceny:

- Zakładamy odstawienie bloków 3, 4, 6 w elektrowni Pątnów I od czerwca 2020 r. Bloki 1 i 2 w elektrowni Pątnów I będą pracowały do 2030 r., natomiast blok 5 pozostanie blokiem rezerwowym. Funkcjonowanie Pątnowa II zakładamy do 2040 r.
- Zakładamy wsparcie z rynków mocy na poziomie 490 mln PLN w latach 2021-2024 oraz rekompensaty KDT wynoszące łącznie 620 mln PLN w latach 2019-23.
- Przyjmujemy stopniowo rosnące ceny CO₂ od 30 EUR średnio w 2020 r. do 40 EUR w 2024. Niemal całość wyższych kosztów CO₂ przenoszona jest w ceny energii, tak jak spodziewane niższe ceny węgla kamiennego.
- Prognozujemy kurs EURPLN 4,26.
- Średnioterminowa inflacja kosztów przyjęta jest na poziomie 2%.
- Zakładamy realizację inwestycji w Koninie w latach 2020-21 oraz budowę nowej odkrywki w Ościsławie, a także remont kapitalny elektrowni Pątnów II połączony z dostosowaniem do wymogów BAT w 2024 r.

WACC	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Stopa wolna od ryzyka	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Koszt długu	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Waga kapitału własnego	92,1%	92,6%	92,4%	92,1%	91,8%
Waga długu	7,9%	7,4%	7,6%	7,9%	8,2%
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza porównawcza

Wskaźniki spółek porównywalnych

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
PGE	6,8	7,3	4,3	4,0	4,0	3,2
Energa	4,6	4,3	3,9	4,2	4,0	3,9
Enea	3,9	3,6	2,5	3,6	3,4	2,9
Tauron	2,6	2,5	1,9	4,3	4,1	3,5
CEZ	15,5	12,9	13,7	6,4	5,9	6,0
Engie	13,4	12,0	11,0	6,1	5,8	5,6
Iberdrola	16,5	15,4	14,5	9,4	8,8	8,3
EDF	16,2	12,2	11,0	4,1	3,7	3,6
Innogy	28,2	25,5	21,9	10,8	10,4	9,9
E.ON	13,8	13,4	12,8	5,7	4,5	4,3
Verbund	32,1	24,4	23,1	16,9	14,0	13,3
RWE	23,9	13,9	10,4	12,9	6,4	5,7
Mediana	14,6	12,5	11,0	5,9	5,2	4,9
ZE PAK (PKO BP)	3,5	4,3	1,9	1,1	1,3	0,9
Premia/dyskonto	-76%	-66%	-82%	-81%	-75%	-82%

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

ZE PAK notowany jest ze znacznym dyskontem w stosunku do spółek porównywalnych. W naszej opinii to dyskonto jest uzasadnione, ze względu na duży udział w EBITDA programów wsparcia, wysokoemisyjny portfel wytwórczy oraz wyższy koszt kapitału związany z ryzykami regulacyjnymi.

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	2 680	2 948	2 705	2 443	2 305	2 949	2 847	2 925	3 059
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-2 452	-4 651	-2 241	-2 035	-2 628	-2 673	-2 603	-2 559	-2 713
Zysk brutto ze sprzedaży	228	-1 703	463	408	-323	276	243	366	346
EBITDA	508	494	594	512	90	323	280	406	391
Koszty sprzedaży	-4	-5	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Koszty ogólnego zarządu	-149	-111	-109	-119	-124	-121	-119	-117	-114
Zysk z działalności operacyjnej	148	-1 796	371	290	-477	150	120	245	227
Zysk przed opodatkowaniem	98	-1 833	308	259	-515	126	104	229	211
Podatek dochodowy	-20	-47	-58	-75	52	-24	-20	-43	-40
Zyski (straty) mniejszości	-4	1	3	0	-3	1	1	2	2
Zysk (strata) netto	82	-1 881	248	183	-460	101	84	184	169
Bilans	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa Trwałe	5 686	3 714	3 705	3 451	2 968	2 911	2 911	2 971	2 997
Wartości niematerialne i prawne	82	17	119	7	4	4	4	4	4
Rzeczowe aktywa trwałe	5 300	3 475	3 394	3 285	2 791	2 734	2 734	2 794	2 820
Pozostałe aktywa długoterminowe	304	221	191	160	173	173	173	173	173
Aktywa Obrotowe	1 181	1 260	1 099	1 007	902	691	719	805	895
Zapasy	237	158	105	98	109	111	108	106	113
Należności	254	268	246	253	354	453	437	450	470
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	240	374	321	298	97	97	97	97	97
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	451	460	427	358	341	29	76	151	215
Aktywa razem	6 868	4 974	4 804	4 459	3 871	3 602	3 630	3 775	3 893
Kapitał Własny	3 820	1 885	2 090	2 210	1 687	1 788	1 831	1 974	2 082
Zobowiązania	3 048	3 089	2 715	2 248	2 184	1 814	1 799	1 801	1 810
Zobowiązania długoterminowe	1 842	1 830	1 447	1 249	974	919	919	919	919
Kredyty i pożyczki	867	925	588	303	59	4	4	4	4
Pozostałe rezerwy	975	905	859	946	915	915	915	915	915
Zobowiązania krótkoterminowe	1 206	1 260	1 268	1 000	1 210	895	880	883	891
Kredyty i pożyczki	349	387	422	350	361	26	24	25	26
Pozostałe rezerwy	502	636	543	504	694	694	694	694	694
Zobowiązania handlowe i pozostałe	355	238	303	146	155	175	162	163	171
Pasywa razem	6 868	4 974	4 804	4 459	3 871	3 602	3 630	3 775	3 893
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	414	467	536	479	367	194	249	337	315
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-550	-415	-184	-58	-61	-106	-151	-211	-181
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	60	-24	-387	-447	-325	-390	-43	-40	-60
Wskaźniki (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
ROE	2,2%	-65,9%	12,5%	8,5%	-23,6%	5,8%	4,6%	9,7%	8,4%
Dług netto	765,0	850,6	582,5	294,1	79,0	0,8	-47,1	-122,1	-184,4

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biurowe Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(energetyka, sektor spożywczy)	(022) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl

Biurowe Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczenko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wysomirski		(022) 521 78 39	ewald.wysomirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a DM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że DM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
ZE PAK	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W DM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ilekoć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Company	Recommendation	Date of reco.	Target price	Relevant Market Price*	Market cap. (PLN mn)	P/E			EV/EBITDA			Analyst
						2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	
Asseco SEE	Buy	2019-07-19	20,50	16,8	908,15	9,5	12,3	11,8	4,0	5,6	5,1	Małgorzata Żelazko
Apator	Hold	2019-07-22	24,30	24,3	711,19	10,56	9,36	9,51	6,88	6,47	6,22	Piotr Łopaciuk
ZE PAK	Hold	2019-07-26	7,00	7,0	355,60	nm	3,51	4,26	5,12	1,11	1,10	Andrzej Rembelski

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu