

# Trzymaj, 7,80 PLN

Podtrzymana

04 grudnia 2019 r., 07:30

## Ciemnozielony

Podtrzymujemy naszą rekomendację TRZYMAJ dla ZE PAK i nieznacznie podnosimy cenę docelową do 7,8 PLN z 7,5 PLN na akcję. Oczekujemy bardzo solidnych wyników w 2019 r. (ok. 350 mln PLN EBITDA), natomiast w 2020 r. nastąpi ich pogorszenie o ok. 60-70 mln PLN na poziomie EBITDA w związku z gorszymi spreadami między ceną energii elektrycznej oraz kosztami CO2. Naszym zdaniem, zagrożenia wynikające przede wszystkim z niedopasowanego horyzontu operacyjnego istniejących aktywów wydobywczych oraz portfela wytwórczego, a także wysoką emisyjnością, są przy obecnej wycenie (P/E 4.2x, EV/EBITDA 2.4x uwzględniając rezerwę rekultywacyjną) zbilansowane z szansami na rentowny zielony zwrot w aktywach wytwórczych.

### Słabsze perspektywy na 2020 – oczekujemy spadku EBITDA o ok. 19% r/r

ZE PAK budował swój portfel na 2019 rok w dużej mierze w 3Q18, kiedy spread pomiędzy cenami CO2 a energii elektrycznej raptownie się zmieniał, natomiast na tle ostatnich lat był relatywnie wysoki. Zgodnie z naszymi szacunkami, tegoroczne spready na 2020 są wyraźnie mniej atrakcyjne (średnio o ok. 13-15 PLN/MWh) dla spółki, co przy produkcji rzędu 5-5.5 TWh (wolumeny w 2020 mogą być nieco niższe biorąc pod uwagę, że spółka będzie wyłączała 3 bloki 200 MW w Pątnowie I) może powodować presję na EBITDA w przedziale 65-85 mln PLN. Z drugiej strony, dopłata z tytułu rozwiązania KDT zależy od wyniku Pątnowa II (i powinna być wyższa r/r o ok. 25-35 mln PLN).

### Bez przełomu w sprawie nowych odkrywek

Spółka ciągle nie otrzymała pozytywnej decyzji dotyczącej nowej odkrywki w Ościstowie, co może rodzić w przyszłości problem braku paliwa przede wszystkim dla technicznie sprawnego bloku 464MW w Pątnowie II. Obecnie, złożem ze wszelkimi pozwoleniami, które jest przewidziane do najdłuższej eksploatacji są Tomisławice (do 2030), podczas gdy blok w Pątnowie II technicznie mógłby funkcjonować do 2040 r. Uważamy, że zarząd może rozważyć w przyszłości zwiększenie dostaw węgla z zewnątrz (dziś są to minimalne wolumeny).

### Zielony zwrot = ryzyko mniejszych dywidend

W sierpniu 2019 r. większościowy właściciel spółki ogłosił wezwanie (zwiększył w nim swój udział o 6,6 pp.) oraz zadeklarował, że ZE PAK przygotowuje szereg 'kapitałochłonnych i rozciągniętych w czasie' projektów związanych m.in. z wytwarzaniem z OZE. Zmniejsza to nasze oczekiwania co do dywidendy o 50%. Z drugiej strony, inwestycje te mogą okazać się interesujące pod względem budowania wartości spółki, jednak brak obecnie szczegółów (oprócz 50MW kotła biomasowego w Koninie).

mln PLN	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	2 443	2 305	3 011	3 010	2 805
EBITDA	512	90	350	284	314
EBIT	290	-477	165	115	147
Zysk netto	183	-460	95	90	116
P/E	4,3	nm	4,0	4,2	3,2
P/BV	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,1	5,1	0,9	0,8	0,1
EPS	3,61	-9,05	1,86	1,78	2,29
DPS	1,20	0,00	0,40	0,40	0,60
FCF	-	-	188	88	200
CAPEX	107	72	35	160	110

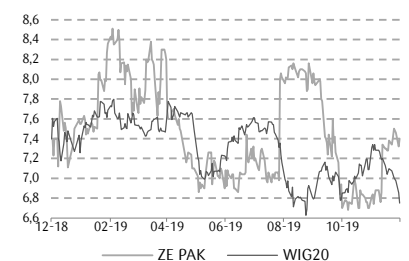
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	7,40
Upside	5%
Liczba akcji (mn)	50,80
Kapitalizacja (mln PLN)	375,92
Free float	42%
Free float (mln PLN)	157
Free float (mln USD)	41
EV (mln PLN)	298,92
Dług netto (mln PLN)	-77,17

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

Akcjonariusze	% Akcji
Zygmunt Solorz-Żak	58,20
OFE PZU Złota Jesień	9,10
OFE NN	8,90
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	26-07-19 7,50
Trzymaj	18-04-19 8,10

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-4,7%	10,4%
3 miesiące	-0,8%	-7,0%
6 miesięcy	-6,6%	7,2%
12 miesięcy	-9,3%	0,0%
Min 52 tyg. PLN		6,68
Max 52 tyg. PLN		8,51
Średni dzienny obrót mln PLN		0,26

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	

Czynniki ryzyka:

- Otoczenie regulacyjne (w tym polityka klimatyczna UE)
- Ceny energii elektrycznej na dynamicznie zmieniającym się rynku (rynek mocy od 2021 r., zwiększający się import, potencjalne zamrożenie cen energii na 2020 w taryfie G)
- Ryzyko wolumenów produkcyjnych przy dużym udziale kosztów stałych w kosztach kopalni
- Niedopasowanie horyzontu operacyjnego elektrowni i kopalni węgla (w tym ryzyko nieotrzymania pozwoleń na rozwój wydobycia)
- Nakłady inwestycyjne i zwroty z zainwestowanego kapitału wynikające m.in. z „zielonego zwrotu”

## Wycena

Nasza wycena opiera się na modelu DCF.

Według naszych obliczeń wartość godziwa akcji ZE PAK wynosi 7,8 PLN.

W naszym modelu DCF do roku 2025 prognozujemy wszystkie kluczowe parametry spółki. W fazie drugiej zakładamy wzrost równy 0%.

Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 3%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,5x, ze względu na podwyższone ryzyko regulacyjne związane z działalnością ZE PAK (potrzebne koncesje na nowe złoża węgla brunatnego, regulacje unijne dotyczące CO<sub>2</sub>, 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	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
EBIT	164,5	115,0	147,4	114,5	14,3	59,2	46,8	44,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	133,3	93,1	119,4	92,7	11,6	48,0	37,9	36,1
CAPEX	35,0	160,0	110,0	135,0	135,0	105,0	35,0	150,0
Amortyzacja (bez leasingu)	179,5	162,8	160,3	157,6	155,8	153,2	147,8	150,0
Zmiany w kapitale obrotowym	89,3	7,5	-30,7	-0,1	-13,5	1,3	12,5	0,0
<b>FCF</b>	188,45	88,4	200,3	115,3	45,8	94,9	138,2	36,1
WACC	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,5%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,91	0,83	0,76	0,69	0,63	0,57	
DFCF	0,00	80,6	166,6	87,5	31,7	59,8	79,4	
Wzrost w fazie II	0,0%							
Suma DFCF - Faza I	505,7							
Suma DFCF - Faza II	217,7							
<b>Wartość Firmy (EV)</b>	<b>723,4</b>							
Dług netto (bez leasingu)	-77							
Rezerwa rekultywacyjna	437							
Udziały mniejszości	3							
<b>Wartość godziwa</b>	<b>360,1</b>							
Liczba akcji (mIn szt.)	50,8							
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	7,1							
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>7,8</b>							
Cena bieżąca	7,4							
Dywidenda	0,0							
Oczekiwana stopa zwrotu	5%							

Źródło: prognozy DM PKO BP

**Główne założenia do wyceny:**

- Zakładamy odstawienie bloków 3, 4, 6 w elektrowni Pątnów I w 2020 r (średnio w połowie roku). Spodziewamy się spadku wolumenów produkcji do poniżej 4.7 TWh w średnim terminie.
- Zakładamy wsparcie z rynków mocy na poziomie 510 mln PLN w latach 2021-2024 oraz rekompensaty KDT wynoszące łącznie 630 mln PLN w latach 2019-23.
- Przyjmujemy stopniowo rosnące ceny CO2 od 25 EUR średnio w 2020 r. do 30 EUR w 2025. Niemal całość wyższych kosztów CO2 przenoszona jest w ceny energii elektrycznej, tak jak spodziewane niższe ceny węgla kamiennego w średnim terminie.
- Prognozujemy kurs EURPLN 4,3.
- 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.
- Przyjmujemy udaną reorganizację działalności wydobywczej spółki (przede wszystkim stopniowe zmniejszanie liczby odkrywek przez ich zamykanie: Józwin – 2021, Drzewiec – 2021, Adamów – 2023) i jest to główny czynnik poprawiający wyniki od 2024 r., pomimo zakończenia wypłaty rekompensat KDT w 2023 r.
- Nasza wycena jest przed-IFRS 16: oznacza to, że koszty leasingów obciążają FCFF, a dług netto nie uwzględnia zobowiązań leasingowych.

WACC	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>
Waga kapitału własnego	86,4%	86,4%	87,2%	87,2%	87,5%	87,5%	87,1%	85,0%
Waga długu	13,6%	13,6%	12,8%	12,8%	12,5%	12,5%	12,9%	15,0%
<b>WACC</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,5%</b>

Źródło: prognozy DM PKO BP

## Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,5%	7,8	8,0	8,3	8,6	9,0
	9,0%	7,5	7,8	8,0	8,3	8,6
	9,5%	7,3	7,5	7,8	8,0	8,3
	10,0%	7,1	7,3	7,5	7,8	8,0
	10,5%	7,0	7,1	7,3	7,5	7,8

Źródło: DM PKO BP

## Analiza porównawcza

### Wskaźniki spółek porównywalnych

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
PGE	6,6	7,6	4,7	3,9	3,9	3,3
Energa	5,2	4,5	4,3	4,1	4,2	4,2
Enea	4,0	3,5	2,7	3,2	3,1	2,7
Tauron	3,1	2,9	2,3	4,5	4,3	3,9
CEZ	15,1	12,3	12,7	6,7	6,2	6,2
Engie	13,8	12,3	11,1	6,6	6,3	6,0
Iberdrola	16,3	15,2	14,5	10,5	9,8	9,3
EDF	13,5	11,4	11,4	4,1	3,8	3,7
Innogy	29,5	28,0	24,3	10,6	10,5	10,0
E.ON	13,7	14,3	13,3	10,4	7,7	7,5
Verbund	28,0	22,3	21,0	14,8	12,5	11,9
RWE	17,3	14,9	11,1	7,6	5,0	4,3
<b>Mediana</b>	<b>13,7</b>	<b>12,3</b>	<b>11,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>
ZE PAK (PKO BP)	4,0	4,2	3,3	2,1	2,4	1,6
Premia/dyskonto	-71%	-66%	-71%	-68%	-57%	-69%

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	3 011	3 010	2 805	2 795
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-2 452	-4 651	-2 241	-2 035	-2 628	-2 722	-2 772	-2 537	-2 562
Zysk brutto ze sprzedaży	228	-1 703	463	408	-323	290	238	268	233
<b>EBITDA</b>	<b>508</b>	<b>494</b>	<b>594</b>	<b>512</b>	<b>90</b>	<b>350</b>	<b>284</b>	<b>314</b>	<b>278</b>
Koszty sprzedaży	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Koszty ogólnego zarządu	-4	-5	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Zysk z działalności operacyjnej	148	-1 796	371	290	-477	165	115	147	114
Zysk przed opodatkowaniem	98	-1 833	308	259	-515	155	113	145	112
Podatek dochodowy	-20	-47	-58	-75	52	-59	-21	-28	-21
Zyski (straty) mniejszości	-4	1	3	0	-3	1	1	1	1
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>82</b>	<b>-1 881</b>	<b>248</b>	<b>183</b>	<b>-460</b>	<b>95</b>	<b>90</b>	<b>116</b>	<b>90</b>
<b>Bilans</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>5 686</b>	<b>3 714</b>	<b>3 705</b>	<b>3 451</b>	<b>2 968</b>	<b>2 818</b>	<b>2 809</b>	<b>2 753</b>	<b>2 724</b>
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	2 641	2 632	2 576	2 547
Pozostałe aktywa długoterminowe	304	221	191	160	173	173	173	173	173
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>1 181</b>	<b>1 260</b>	<b>1 099</b>	<b>1 007</b>	<b>902</b>	<b>811</b>	<b>884</b>	<b>1 021</b>	<b>1 109</b>
Zapasy	237	158	105	98	109	113	115	105	106
Należności	254	268	246	253	354	463	463	431	430
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	240	374	321	298	97	97	97	97	97
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	451	460	427	358	341	137	209	387	475
<b>Aktywa razem</b>	<b>6 867</b>	<b>4 974</b>	<b>4 804</b>	<b>4 458</b>	<b>3 870</b>	<b>3 628</b>	<b>3 693</b>	<b>3 774</b>	<b>3 833</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>3 820</b>	<b>1 885</b>	<b>2 090</b>	<b>2 210</b>	<b>1 687</b>	<b>1 781</b>	<b>1 851</b>	<b>1 947</b>	<b>2 007</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>3 048</b>	<b>3 089</b>	<b>2 715</b>	<b>2 248</b>	<b>2 184</b>	<b>1 847</b>	<b>1 841</b>	<b>1 827</b>	<b>1 826</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1 842</b>	<b>1 830</b>	<b>1 447</b>	<b>1 249</b>	<b>974</b>	<b>923</b>	<b>923</b>	<b>923</b>	<b>923</b>
Kredyty i pożyczki	867	925	588	303	59	9	9	8	8
Pozostałe rezerwy	975	905	859	946	915	915	915	915	915
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 206</b>	<b>1 260</b>	<b>1 268</b>	<b>1 000</b>	<b>1 210</b>	<b>924</b>	<b>918</b>	<b>904</b>	<b>903</b>
Kredyty i pożyczki	349	387	422	350	361	52	52	48	48
Pozostałe rezerwy	502	636	543	504	694	694	694	694	694
Zobowiązania handlowe i pozostałe	368	513	427	396	598	598	598	598	598
<b>Pasywa razem</b>	<b>6 867</b>	<b>4 974</b>	<b>4 804</b>	<b>4 458</b>	<b>3 870</b>	<b>3 628</b>	<b>3 693</b>	<b>3 774</b>	<b>3 833</b>
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	414	467	536	479	367	192	252	314	255
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-550	-415	-184	-58	-61	-26	-151	-101	-126
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	60	-24	-387	-447	-325	-360	-20	-24	-31
<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
ROE	2,2%	-65,9%	12,5%	8,5%	-23,6%	5,5%	5,0%	6,1%	4,6%
Dług netto	765,0	850,6	582,5	294,1	79,0	-77,2	-148,3	-331,3	-419,4

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Andrzej Rembelski	(sektor wydobywczy i energetyka)	(022) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
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

### Biuro 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 Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@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 Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), 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 BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez BM PKO BP.

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.

BM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinie zawarte w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody BM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM 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 BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM 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. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM 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. BM 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. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, iż 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 BM 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 BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM 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 BM 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 Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM 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 BM 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. Modele 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 wyceniać 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 BM 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 BM 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 BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

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

W ciągu 12 ostatnich miesięcy BM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	38 (49%)
Trzymaj	31 (40%)
Sprzedaj	8 (10%)

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym 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”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
ZE PAK	-

Objaśnienia:

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

Nie można wykluczyć, że BM 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 BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

#### Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : ZE PAK.

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 BM 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 BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM 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.

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

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

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odniesienia*	Kapitalizacja (mln PLN)	2018	P/E 2019P	2020P	2018	EV/EBITDA 2019P	2020P	Analityk
Asseco SEE	Kupuj	2019-07-19	20,50	16,6	1245,46	9,5	14,5	13,2	4,0	7,4	6,6	Małgorzata Żelazko
Aparator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	620,46	10,56	8,16	8,30	6,88	5,75	5,53	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	1325,43	nm	nm	nm	nm	nm	nm	Dawid Górzyński
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,50	7,0	372,87	nm	3,68	4,47	5,12	1,16	1,16	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-20	25,00	23,8	1245,46	9,5	14,5	13,2	4,0	7,4	6,6	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,40	375,9	4,0	4,2	3,2	0,9	0,8	0,1	Andrzej Rembelski

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu