

ZEW Kogeneracja

Długoterminowy kontrakt na dostawy gazu zapewnia stabilność wynikową

W 2023/24e zakładamy średnią cenę węgla dla ciepłowni na poziomie PLN 50/45/GJ, a biorąc pod uwagę, że taryfa za ciepło zwykle nie odzwierciedla od razu rosnących kosztów, widzimy ryzyko, że taryfy zatwierdzone dla elektrociepłowni we Wrocławiu i Siechnicach, nie pokryją wszystkich kosztów w 2023e. W rezultacie szacujemy EBITDA Kogeneracji S.A. (spółki dominującej) w 2023e na 62 mln zł (wobec 137 mln zł w 2022e). W 2024/25e spodziewamy się, że taryfy zatwierdzone przez URE zaczną uwzględniać wyższe koszty węgla i szacujemy EBITDA na 150/168 mln zł. Od 2026 roku spodziewamy się normalizacji EBITDA spółki na poziomie długoterminowych średnich, a wartość elektrociepłowni węglowych we Wrocławiu i Siechnicach oraz bloku gazowego w Zwidawiu szacujemy na 387 mln zł.

W 2004 roku EC Zielona Góra podpisała długoterminowy kontrakt na zakup gazu do 2024 roku, który jest indeksowany wskaźnikiem inflacji, dlatego wzrost cen gazu nie powinien tak bardzo odbić się na wynikach spółki, jak w przypadku innych elektrociepłowni gazowych. W związku z tym, uwzględniając stabilne ceny ciepła i wzrost cen sprzedaży energii elektrycznej, zakładamy EBITDA spółki na poziomie 216/145 mln zł. Od 2025e roku spółka będzie musiała podpisać nowy kontrakt gazowy, który prawdopodobnie będzie odzwierciedlał rynkowe ceny gazu, dlatego spodziewamy się, że EBITDA spółki wyraźnie spadnie do 58/105 mln zł i szacujemy wartość tego podmiotu na 272 mln zł.

Spółka buduje nowe moce gazowe w Czechnicy o mocy 179 MWe i 163 MWt oraz łącznym CAPEX w wysokości 1,2 mld zł. Zakładając średnią produkcję energii elektrycznej na poziomie 1 TWh rocznie, ciepła na poziomie 2,5 PJ rocznie oraz solidne wsparcie w postaci rynku mocy i premii kogeneracyjnej, szacujemy wartość tego projektu na 583 mln zł.

Podsumowując, w 2023e zakładamy, że taryfy na sprzedaż ciepła nie będą odzwierciedlały rosnących kosztów węgla i CO₂, dlatego spodziewamy się spadku wyników w jednostce dominującej. Z drugiej strony EC Zielona Góra powinna skorzystać na długoterminowym kontrakcie gazowym. W rezultacie, biorąc pod uwagę uruchomienie nowej Czechnicy w 2025e, szacujemy EBITDA w 2023/24/25e na 278/295/432 mln zł, co implikuje EV/EBITDA na poziomie 5,3/6,0/3,8x i inicjujemy z rekomendacją Trzymaj i ceną docelową PLN 28/akcję.

Podstawowe dane finansowe (PLNmn)

PLN mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Przychody	1 183	1 435	1 581	3 009	3 247	2 950
EBITDA	319	253	262	278	295	432
EBIT	157	67	60	80	107	192
Net income	124	56	51	51	34	79
EPS	8.3	3.8	3.4	3.4	2.3	5.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	3.1	6.8	7.5	7.5	11.3	4.9
EV/EBITDA	2.6	3.4	3.7	5.3	6.0	3.8

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Trzymaj (raport inicjujący)

Cena docelowa **PLN 28.0**

Potencjał wzrostu **+9.0%**
 Cena 7 Listopada 2022 **PLN 25.7**

Kurs akcji: Kogeneracja vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

3Q22 **22 Listopada**

INFORMACE NT. AKCJI

Reuters/Bloomberg **KGN.WA/KGN.PW**
 Free float (%) **13.0**
 Kapitalizacja (PLNmn) **383**
 Liczba akcji (mn) **14.9**

Akcjonariat **PGE 58.07%**
OFE Aviva 10.00%
OFE PZU 8.02%

Marcin Gornik
 +48 691 701 088
marcin.gornik@pekao.com.pl



Spis treści

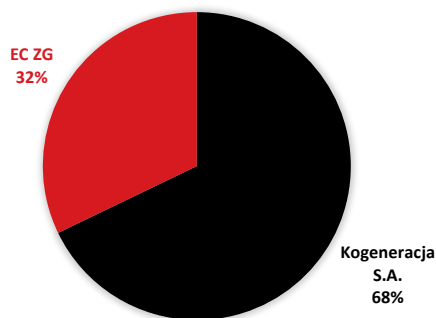
Model biznesowy	3
Rynek ciepła	10
Prognozy finansowe	12
Podsumowanie wyceny	14
Czynniki ryzyka	16
Zastrzeżenia prawne	19



Model biznesowy

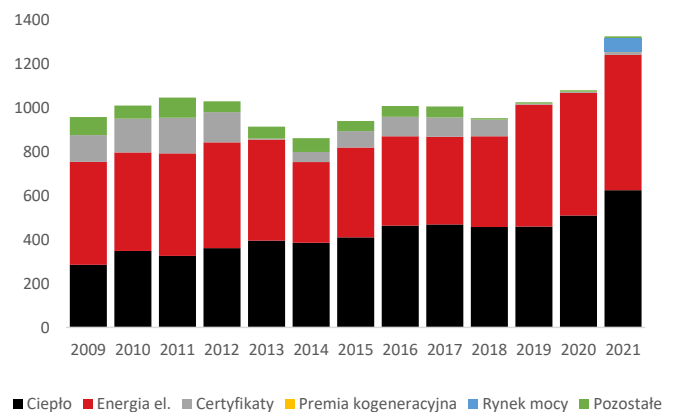
Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja to przedsiębiorstwo energetyczne działające na rynku ciepła i energii elektrycznej we Wrocławiu i Zielonej Górze. Spółka dominująca Kogeneracja S.A. jest właścicielem trzech elektrociepłowni w aglomeracji wrocławskiej (EC Wrocław (węgiel), EC Zawidawie (gaz), EC Czechinca (węgiel)) o łącznej mocy 418 MWe i 1080 MWt. Spółka posiada również 98,4% w gazowej Elektrociepłowni Zielona Góra o łącznej mocy 198 MWe i 303 MWt. Głównym przedmiotem działalności Spółki jest produkcja, sprzedaż i dystrybucja ciepła na terenie aglomeracji Wrocławia i Zielonej Góry. W 2021 r. przychody ze sprzedaży produktów wyniosły 1324 mln zł (w tym 47% ze sprzedaży ciepła, 46% ze sprzedaży energii elektrycznej, 5% z rynku CRM).

Struktura mocy - 2021



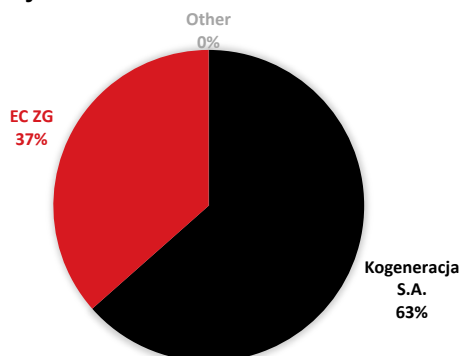
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Struktura przychodów (PLNmnn)



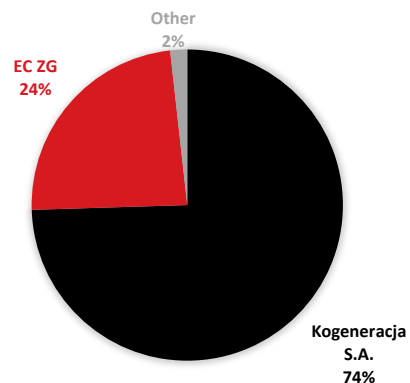
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Struktura przychodów - 2021



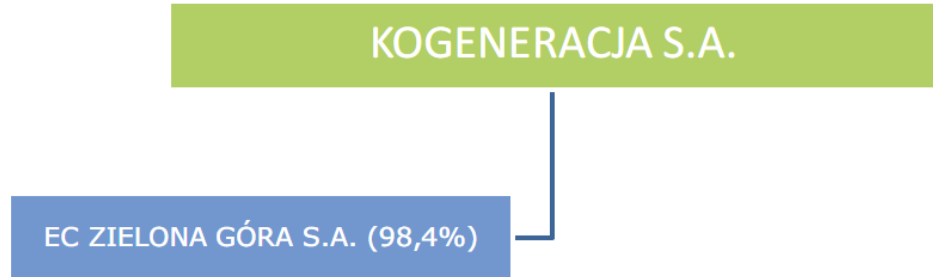
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Struktura EBITDA - 2021



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Struktura grupy

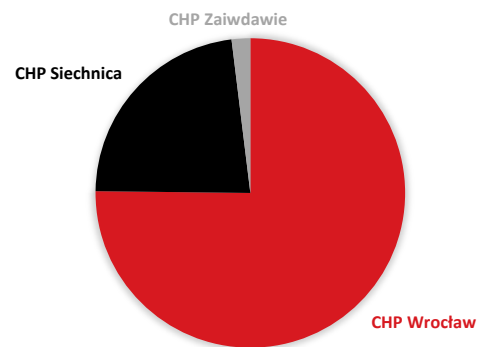
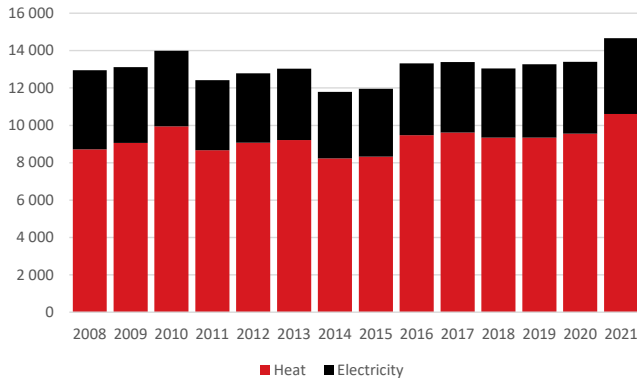


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Kogeneracja S.A.

Kogeneracja S.A. jest spółką dominującą działającą na terenie miasta Wrocławia i posiada następujące moce: Elektrociepłownia węglowa Wrocław (812 MWt i 305 MWe), Elektrociepłownia węglowa Czechica (247 MWt i 110 MWe) oraz Elektrociepłownia gazowa Zawidawie (21 MWt i 3 MWe) . Wolumeny ciepła firmy są stosunkowo stabilne i nieznacznie skorelowane z temperaturami w danym roku. Tym niemniej, dzięki nowym odbiorcom, wolumen ciepła wzrósł z 8,7 PJ w 2008 roku do 10,6 PJ w 2021 roku (CAGR 1,5%). Łącznie sprzedaż energii (ciepło plus energia elektryczna) Kogeneracji S.A. w 2021 r. wyniosła 15 PJ (+12% r/r), przy CAGR 1,1% w latach 2008-2021.

Sprzedaż ciepła i energii elektrycznej* (TJ) – Kogeneracja S.A. Struktura mocy zainstalowanej (%)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research, *1MWh=3.6GJ

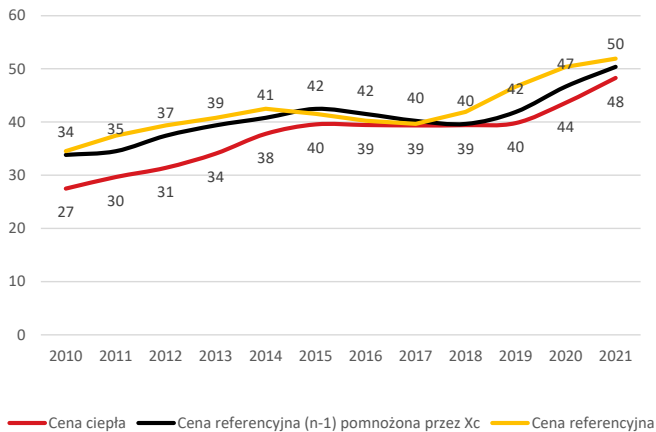
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Ponieważ Kogeneracja S.A. stosuje uproszczoną metodę kalkulacji taryf, średnia cena sprzedaży ciepła za dany rok zwykle odpowiada średniej cenie sprzedaży ciepła w roku poprzednim jednostek będących niekogeneracyjnymi jednostkami węglowymi pomnożonej przez wskaźnik referencyjny, który do 2021 r. wynosił 1x. W efekcie zrealizowana cena sprzedaży ciepła zwykle odbiega od cen osiągniętych przez niekogeneracyjne jednostki węglowe.

Ponieważ ceny energii elektrycznej nie są zatwierdzane przez URE, spółka sprzedaje swoją produkcję w kontraktach terminowych. Biorąc pod uwagę silną

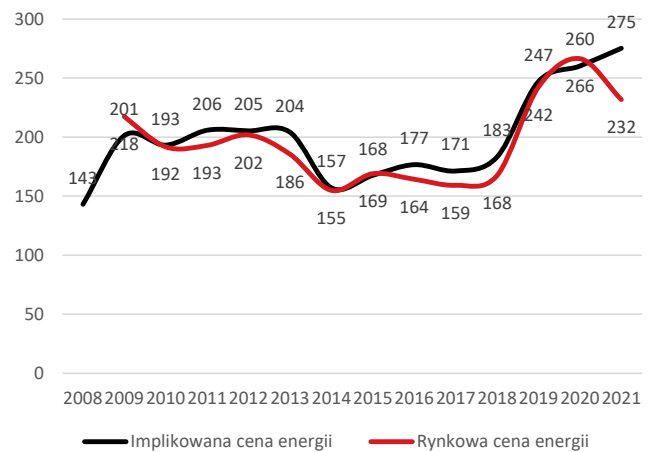
korelację pomiędzy cenami realizowanymi przez spółkę a ceną rynkową, zakładamy, że większość wolumenów energii elektrycznej jest zabezpieczona w rocznych kontraktach terminowych.

Zrealizowana cena ciepła vs cena referencyjna (n-1) ciepła pomnożona przez wskaźnik referencyjny (Xc) vs cena referencyjna (PLN/GJ)



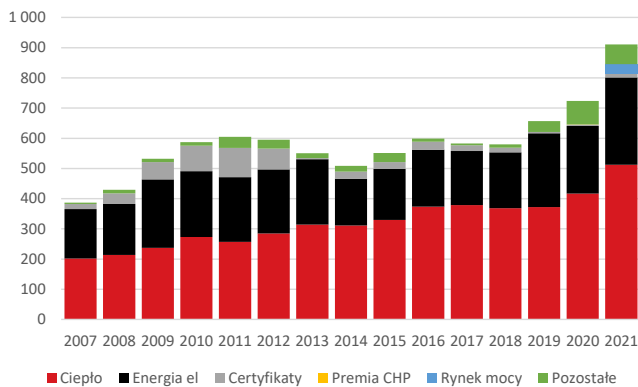
Źródło: Spółka, URE, TGE, Pekao Equity Research

Zrealizowana cena sprzedaży energii vs rynkowa cena mocy (PLN/MWh)



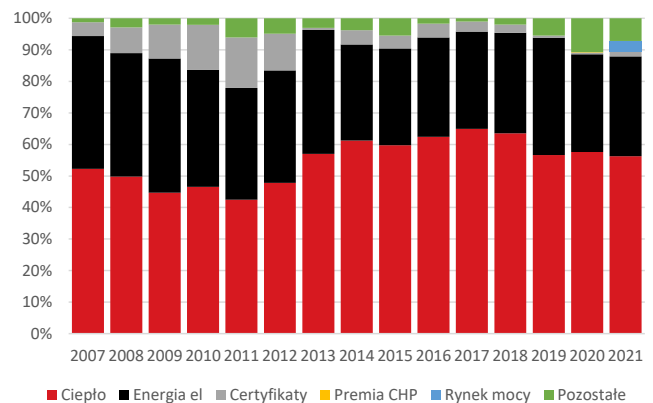
Źródło: Spółka, URE, TGE, Pekao Equity Research

Struktura przychodów (PLNm)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Struktura przychodów (%)



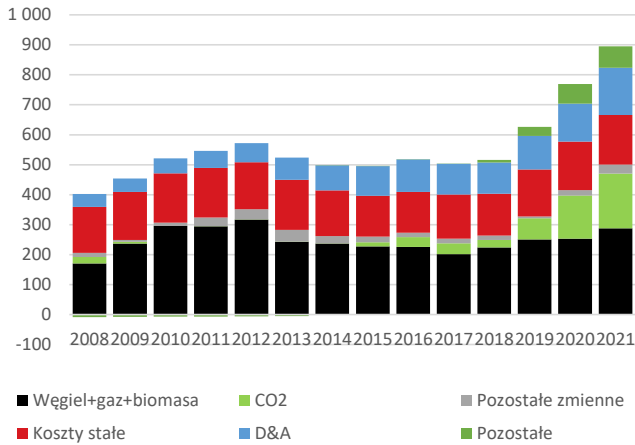
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Technologia kogeneracji, czyli produkcja ciepła wraz z energią elektryczną pozwala na osiągnięcie wysokiej efektywności przemiany energii z paliw na ciepło i energię elektryczną. Według sprawozdania finansowego spółki Kogeneracja S.A. zużywała PJ 19 paliw (PJ 17 węgla, PJ 1 biomasy i PJ 0,3 gazu) i jednocześnie sprzedawała PJ 15 energii (ciepło i energia elektryczna). W efekcie szacujemy sprawność na poziomie 77% w 2021 r. (w porównaniu do 30-45% sprawności bloków węglowych).

Koszt paliwa do 2015 r. stanowił prawie cały koszt zmienny, jednak w ostatnich latach, ze względu na mniejsze ilości darmowych uprawnień do emisji CO2, a także ze względu na rosnące ceny CO2, koszt paliw w 2021 r. stanowił 58% kosztów

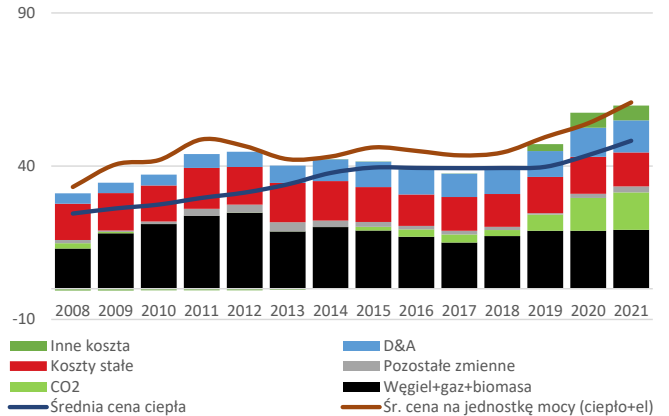
zmiennych (vs. 87% w 2015 r.), udział kosztu CO2 wyniósł 36% (vs. 5% w 2015 r.). W wyniku wzrostu ceny CO2 średni koszt (zmienny i stały) produkcji energii elektrycznej (ciepło + energia elektryczna) wyniósł 55 zł/GJ (wobec 41 zł/GJ w 2015 roku).

Koszt związany z wytwarzaniem energii (ciepło+prąd) (PLNmnn)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

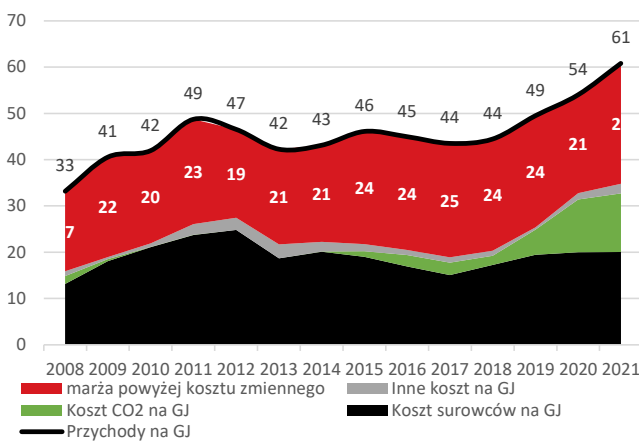
Koszt wytworzenia energii (ciepło+prąd) vs średnia cena sprzedaży ciepła energetycznego (zł/GJ) vs śr. przychody na jednostkę sprzedanej mocy (ciepło+prąd) (PLN/GJ)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

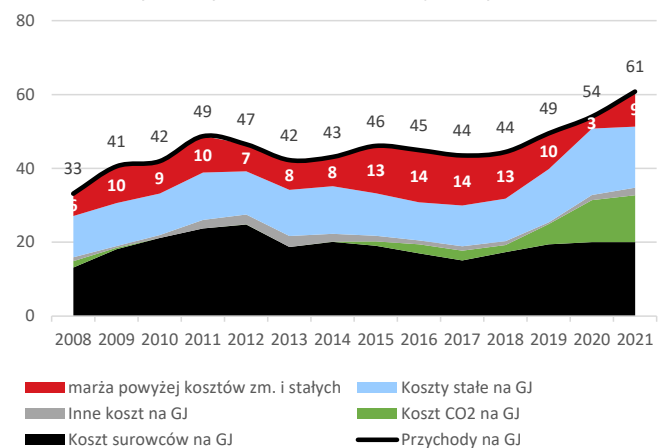
Pomimo rosnących kosztów zmiennych i stałych spółka była w stanie zapewnić stabilną marżę ponad koszt zmienny, który w 2021 r. wyniósł 26 zł/GJ (vs. 23 zł/GJ średnia w latach 2012-21). Również marża nad kosztami stałymi jest stosunkowo stabilna (z wyłączeniem roku 2020) i w 2021 roku wyniosła 9 zł/GJ (vs. 10 zł/GJ średnio w latach 2012-21).

Koszt zmienny wytworzenia energii (ciepło+prąd) (zł/GJ) vs. średni przychód na GJ sprzedanej mocy



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Koszt zmienny i stały (bez amortyzacji) wytwarzania energii elektrycznej (ciepło + energia elektryczna) (zł/GJ) a średnie przychody na GJ sprzedanej mocy



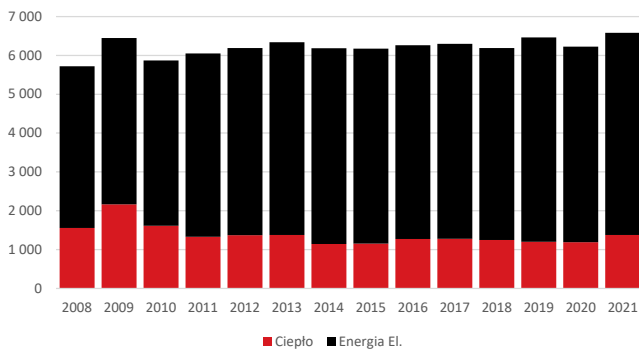
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



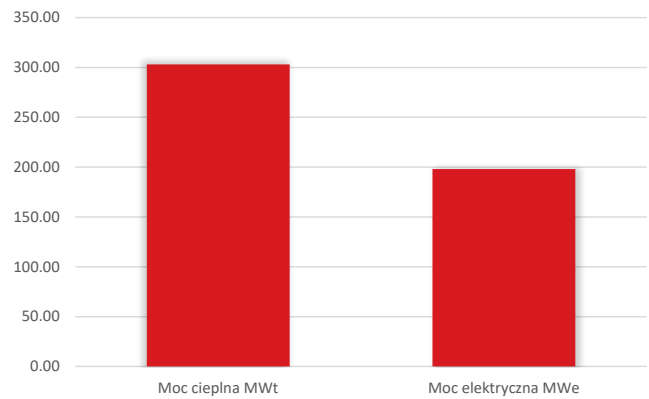
EC Zielona Góra

EC Zielona Góra (EC ZG) jest spółką zależną Kogeneracji SA i prowadzi działalność w Zielonej Górze. Kluczowym aktywem jest elektrociepłownia gazowa w Zielonej Górze o mocy 198 MWe i 303 MWt. Spółka zarządza również ciepłą siecią dystrybucyjną w Zielonej Górze. Model biznesowy jest podobny do Kogeneracji, jednak EC Zielona Góra produkuje znacznie więcej energii elektrycznej, dlatego jej wynik jest bardziej uzależniony od cen energii elektrycznej.

Sprzedaż ciepła i energii elektrycznej * (TJ) – EC Zielona Góra



Moce zainstalowane – EC Zielona Góra



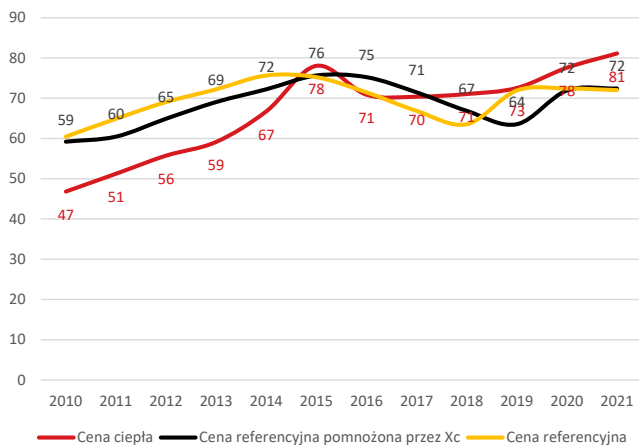
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research, *1MWh=3.6GJ

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Podobnie jak Kogeneracja S.A., spółka również stosuje uproszczoną metodę kalkulacji taryf, dlatego realizowana cena ciepła jest zgodna ze średnią ceną sprzedaży ciepła przez jednostki gazowe niekogeneracyjne, jednak korelacja jest znacznie niższa.

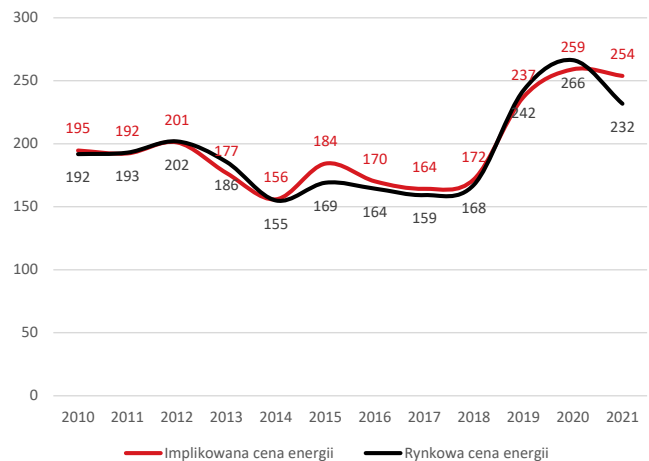
W przypadku sprzedaży energii elektrycznej EC Zielona Góra podobnie jak Kogeneracja S.A. wydaje się zabezpieczać wolumeny energii elektrycznej w rocznych kontraktach terminowych.

Zrealizowana cena ciepła vs cena referencyjna (n-1) ciepła pomnożona przez wskaźnik referencyjny (Xc) vs cena referencyjna



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research, *1MWh=3.6GJ

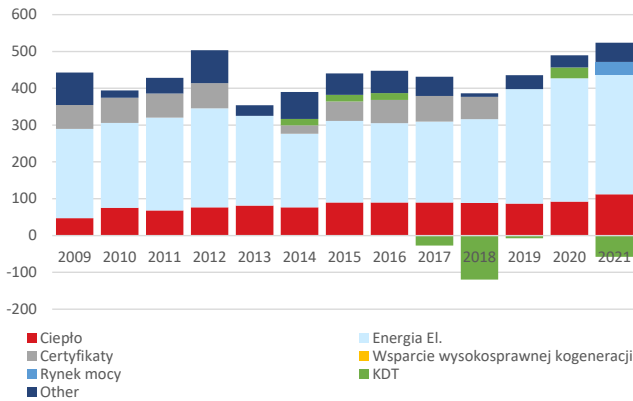
Zrealizowana cena sprzedaży energii vs rynkowa cena energii elektrycznej (PLN/MWh)



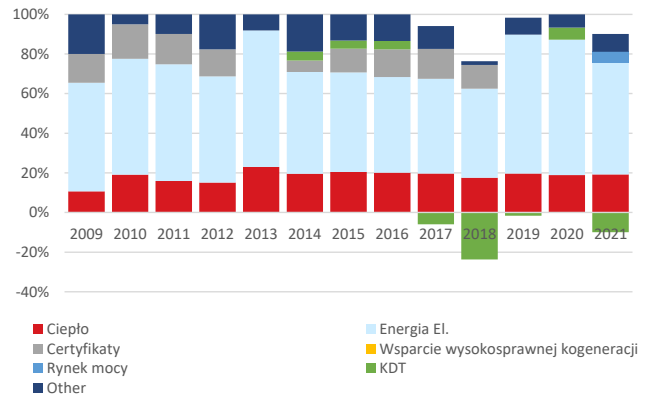
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Przychody ze sprzedaży energii elektrycznej stanowią większość przychodów spółki, natomiast przychody ze sprzedaży ciepła w 2021 r. stanowiły tylko 24%, co sprawia, że wynik EC Zielona Góra jest bardziej uzależniony od cen energii elektrycznej.

Struktura przychodów (PLNmn)



Struktura przychodów (%)

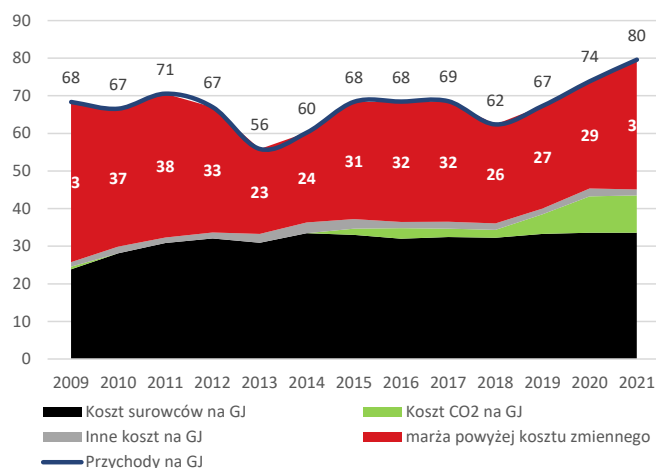


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

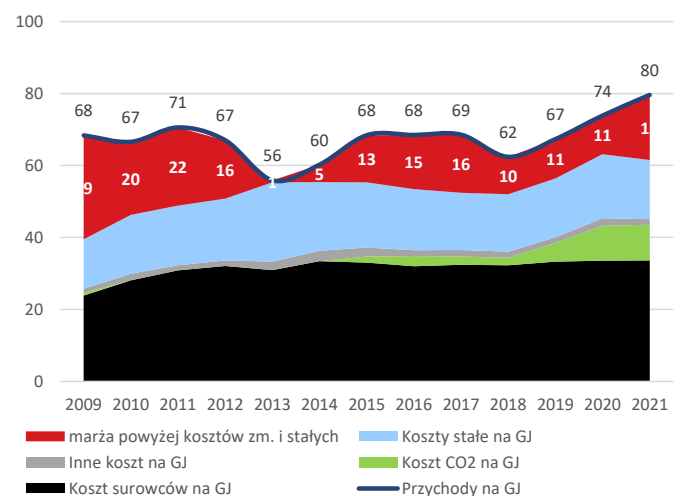
W ciągu ostatnich kilku lat spółka była w stanie zapewnić stosunkowo stabilną marżę ponad kosztem zmiennym, która w 2021 r. wynosiła 34 zł/GJ (wobec 31 zł/GJ w latach 2009-2021). Taka stabilność była częściowo związana z polityką zabezpieczeń firmy i długoterminowym kontraktem na dostawy gazu, gdzie cena jest indeksowana indeksem cen produkcji sprzedanej przemysłu. W związku z wygaśnięciem kontraktu w 2024 r. trudniej będzie zapewnić stabilność wyników w przyszłości.

Koszt zmienny wytworzenia energii (ciepło + energia elektryczna) (zł/GJ) vs średnie przychody (bez KDT) na GJ sprzedanej energii



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Koszt zmienny i stały (bez amortyzacji) wytwarzania energii elektrycznej (ciepło + energia elektryczna) (PLN/GJ) vs. średnie przychody (bez KDT) na GJ sprzedanej energii



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Strategia 2022-2026 i inwestycje w nowe moce

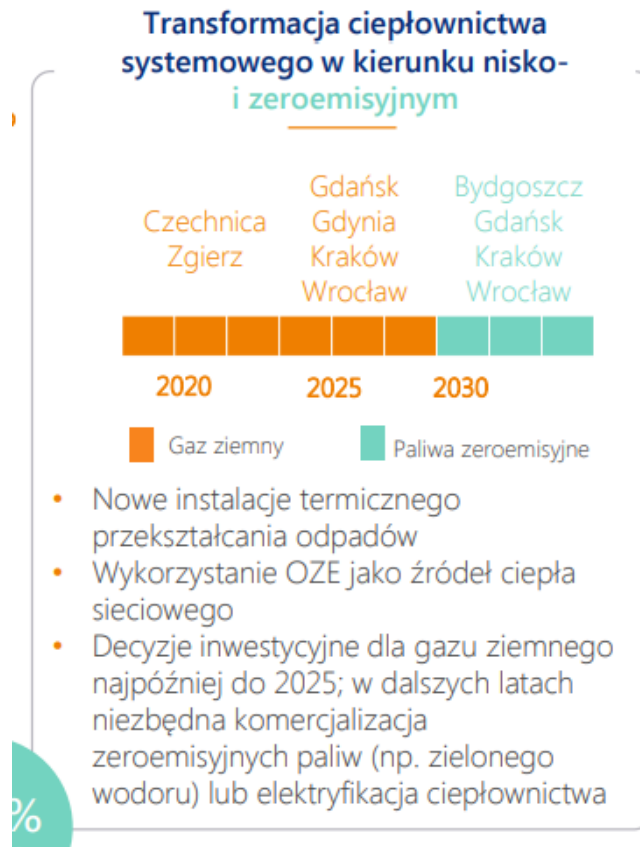
7 października 2022 r. firma przedstawiła strategię na lata 2022-26. Kluczowe kierunki nowej strategii firmy to:

- Transformacja aktywów wytwórczych
- Rozwój i dywersyfikacja działalności
- Poprawa wydajności

Spółka planuje wymienić moce wykorzystujące węgiel. Spółka planuje ograniczyć emisję CO2 do końca 2026e o 15% w stosunku do 2021 i spodziewa się, że do końca 2030 roku będzie posiadać tylko niskoemisyjne moce wytwórcze. Do 2050e Kogeneracja planuje być firmą neutralną dla klimatu.

Uważamy, że strategia firmy jest zbieżna ze strategią spółki-matki (PGE), która została zaprezentowana pod koniec 2020 roku, gdzie PGE zakłada przekształcenie swoich bloków węglowych w Gdańsku, Gdyni, Krakowie i Wrocławiu w bloki gazowe do końca 2030 roku, a następnie przekształcenie tych mocy w zeroemisyjne do końca 2050 r., jak przedstawiono poniżej.

Strategia PGE dla segment ciepłowniczego



Źródło: PGE, Spółka, Pekao Equity Research

Obecnie spółka prowadzi budowę mocy gazowej w Czechnicy o mocy 179 MWe i 163 MWt, która ma zastąpić blok węglowy o mocy 110 MWe i 247 MWt. Budżet tej inwestycji szacowany jest na 1,2 mld zł. Prace budowlane już się rozpoczęły, a nowy blok w Czechnicy ma zostać uruchomiony do końca 2Q24. Po zakończeniu budowy tych bloków jedyną mocą węglową Kogeneracji będą bloki węglowe we Wrocławiu, które w latach 2025-30 powinny zostać zastąpione blokiem gazowym, jednak



ponieważ nie znamy szczegółów tej inwestycji, nie zakładamy tego w naszych prognozach.

Rynek ciepła

Rynek ciepła w liczbach

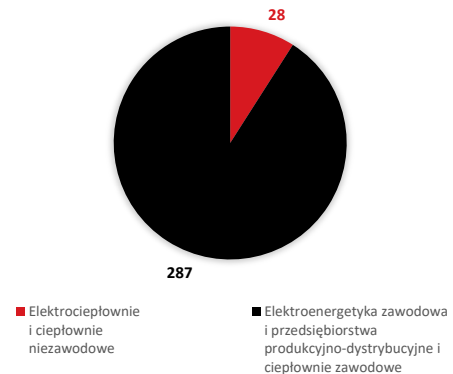
Według ARE na koniec 2021 r. w Polsce było 1010 (wobec 1018 w 2020 r.) wytwórców ciepła, którzy wyprodukowali 315 PJ ciepła (wobec PJ 283 w 2020 r.). Z czego 557 elektrociepłowni i ciepłowni niezawodowych (vs. 559 w 2020 r.), które wyprodukowały 28 PJ ciepła (vs. PJ 26 w 2020 r.) oraz 453 elektrowni i elektrociepłowni zawodowych (vs. 459 w 2020 r.), które wyprodukował PJ 287 (w porównaniu z PJ 257 w 2020 roku).

Producenci ciepła 2021 (no)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Produkcja ciepła (PJ)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Uproszczona metoda kalkulacji taryf

Zgodnie z polskimi przepisami „dla mocy cieplnych, w których ciepło jest wytwarzane w jednostkach kogeneracyjnych, przedsiębiorstwo energetyczne może zastosować uproszczoną metodę kalkulacji cen i stawek w taryfie za ciepło z tych źródeł na podstawie uzasadnionych planowanych przychodów ze sprzedaży ciepła liczonych według do formuły:”

Uzasadnione planowane przychody dla jednostek kogeneracyjnych stosujących uproszczoną metodę zatwierdzania taryf

$$P_c = Q_s \times C_c$$

Spółka: Rozporządzenie w sprawie szczegółowych zasad kształtowania i kalkulacji taryf oraz rozliczeń za dostawę ciepła, Pekao Equity Research

gdzie: P_c – planowane przychody uzasadnione, Q_s – planowana ilość sprzedaży ciepła, C_c – cena sprzedaży ciepła w taryfie za dany okres nie wyższa niż cena referencyjna (C_r)

Natomiast cena referencyjna (C_r) wyliczana jest według poniższego wzoru:



Cena referencyjna

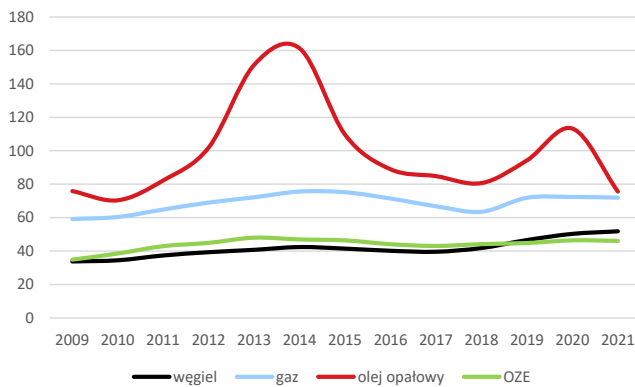
$$C_r = C_{Csn} \times X_c$$

Spółka: Rozporządzenie w sprawie szczegółowych zasad kształtowania i kalkulacji taryf oraz rozliczeń za dostawę ciepła, Pekao Equity Research

Gdzie: C_r – cena referencyjna, C_{Csn} – średnia cena sprzedaży ciepła z jednostek niekogeneracyjnych, X_c – wskaźnik referencyjny.

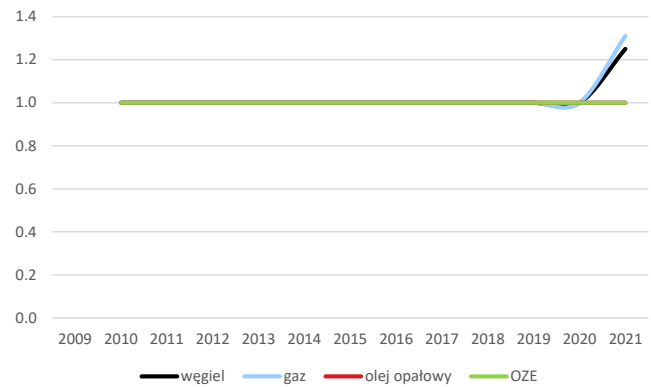
Podsumowując, równanie to oznacza, że cena sprzedaży ciepła za dany okres dla jednostek kogeneracyjnych, przy zastosowaniu uproszczonej metody kalkulacji taryf, nie może być wyższa niż średnia cena sprzedaży ciepła w roku ubiegłym przez moce cieplne niebędące jednostkami kogeneracji pomnożona przez wskaźnik referencyjny X_c . W ostatnich latach do 2022 r. wskaźnik referencyjny wynosił 1x, co oznacza, że jednostki kogeneracyjne korzystające z uproszczonej metody kalkulacji taryf mogły sprzedawać ciepło w danym roku po cenach nie wyższych niż średnia cena sprzedaży ciepła w ostatnich latach dla mocy niebędących jednostkami kogeneracji. Dopiero w 2022e, ze względu na dużą zmienność na rynkach towarowych, URE zatwierdził indeks referencyjny dla węgla i gazu na poziomie 1,25x i 1,31x, co oznacza, że jednostki kogeneracyjne mogą kalkulować taryfy powyżej średniej ceny sprzedaży ciepła przez moce niekogeneracyjne w roku poprzednim. Dodatkowo, zgodnie z Rozporządzeniem w sprawie szczegółowych zasad kształtowania i kalkulacji taryf oraz rozliczeń za zaopatrzenie w ciepło, przedsiębiorstwa ciepłownicze mogą wnioskować o zmianę taryfy w połowie okresu taryfowego, co oznacza, że rosnący koszt może szybciej znaleźć odzwierciedlenie w taryfach poziom.

Średnia cena sprzedaży ciepła z jednostek niekogeneracyjnych (C_{Csn}) (PLN/GJ)



Źródło: URE, Pekao Equity Research

Wskaźnik referencyjny (X_c) (x)



Źródło: URE, Pekao Equity Research



Prognozy finansowe

Założenia makroekonomiczne

- Ze względu na niedobory gazu na rynku europejskim zakładamy utrzymanie się ceny gazu w rocznych kontraktach terminowych na relatywnie wysokich poziomach również w 2023e przy średniej cenie 108 EUR/MWh. Natomiast od 2024e spodziewamy się, że ceny gazu powrócą do krańcowych kosztów produkcji gazu i zakładamy cenę gazu w 2024/25e na poziomie 42/36/MWh.
- Ze względu na niedobory węgla na rynku krajowym zakładamy, że średnie ceny węgla na ciepło wyniosą 50/45 zł/GJ w 2023/24e.
- Ceny CO2 zakładane na poziomie 83/84/87 EUR/t w 2022/23/24e.
- W oparciu o powyższe założenia oraz nasz model merit-order szacujemy rynkową cenę energii elektrycznej na 1115/1016 zł/MWh w roku 2023/24e.

Założenia makroekonomiczne

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EURPLN (x)	4.57	4.63	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70
CO2 (EUR/t)	52	83	84	87	92	97	102
Gaz 1YF (EUR/MWh)	31	119	108	42	36	37	38
Cena energii	232	384	1 115	1 016	548	593	620
PSCMI 2 (węgiel dla ciepłowni PLN/Gj)	13	35	50	45	18	18	18

Źródło: Pekao Equity Research

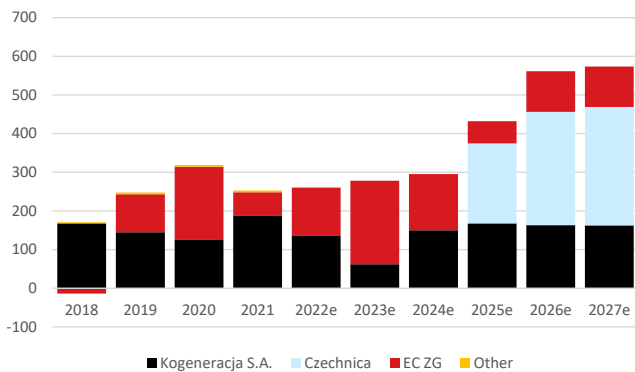
Prognozy finansowe

- **Kogeneracja S.A. (jednostka dominująca).** Zakładamy, że wzrost taryf nie odzwierciedli od razu rosnących kosztów produkcji ciepła z mocy węglowych, dlatego EBITDA w 2023e szacujemy na 62 mln zł. Od 2024 roku spodziewamy się, że wyniki wrócą do długoterminowych średnich, a EBITDA szacujemy na 150/168/163 mln zł.
- **EC Zielona Góra.** Elektrownia gazowa korzysta obecnie z wieloletniego kontraktu na dostawy gazu podpisanego w 2004 roku na 20 lat. Kontrakt ten jest indeksowany wskaźnikiem inflacji, dzięki czemu średnia cena gazu realizowana przez spółkę jest znacznie poniżej obecnego poziomu rynkowego. Taka umowa, w obliczu rosnących cen energii elektrycznej i relatywnie stabilnej taryfy na sprzedaż ciepła, powinna wesprzeć wyniki spółki w 2023/24e. Dlatego spodziewamy się, że EBITDA spółki wyniesie 216/145 mln zł w 2023/24e. Kontrakt gazowy wygasa w 2024e, dlatego EC Zielona Góra będzie musiała kupować gaz po cenach rynkowych, stąd spodziewamy się spadku wyników od 2025e.
- **Czechnica.** Spodziewamy się, że spółka uruchomi nowy blok w Czechnicy do końca 2024 roku. Podkreślamy, że projekt ten ma zapewnione długoterminowe programy wsparcia w postaci przychodów z rynku mocy i premii kogeneracyjnej. W efekcie szacujemy EBITDA w roku 2025/26e na 207/293 mln zł.

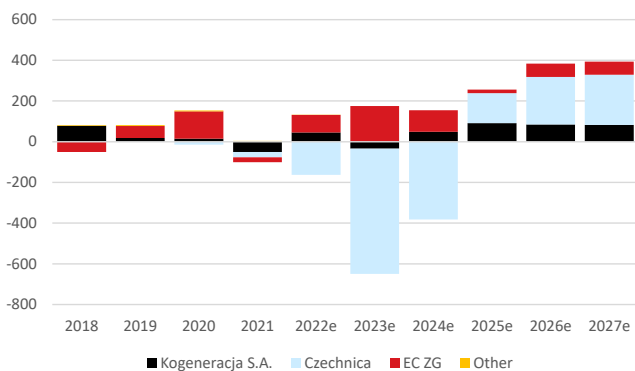
Skonsolidowane sprawozdanie finansowe

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA	157	247	319	253	262	278	295	432	561	573
Kogeneracja S.A.	168	145	127	188	137	62	150	168	163	162
Czechnica	0	0	0	0	0	0	0	207	293	307
EC ZG	-14	98	188	60	124	216	145	58	105	104
Pozostale	3	4	4	4	1	0	0	0	0	0
CAPEX	-126	-166	-165	-322	-229	-751	-523	-176	-178	-180
Kogeneracja S.A.	-90	-127	-112	-239	-92	-96	-101	-76	-78	-80
Czechnica	0	0	-14	-26	-163	-615	-382	-60	-60	-60
EC ZG	-36	-39	-53	-83	-37	-40	-40	-40	-40	-40
Pozostale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(EBITDA-CAPEX)	31	82	154	-70	33	-473	-228	256	383	393
Kogeneracja S.A.	78	18	15	-51	45	-34	49	92	85	82
Czechnica	0	0	-14	-26	-163	-615	-382	147	233	247
EC ZG	-50	60	135	-23	86	176	105	18	65	64
Pozostale	3	4	4	4	1	0	0	0	0	0

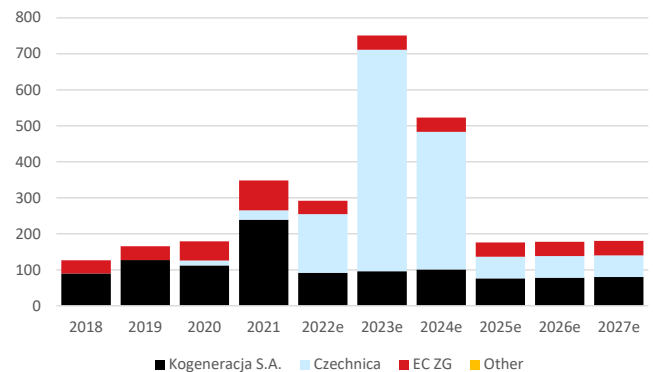
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

EBITDA (PLNm)


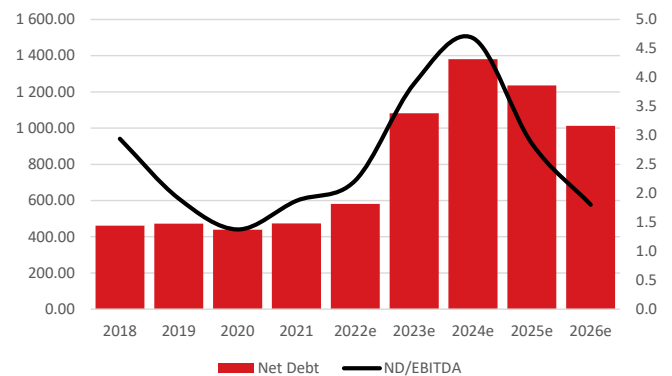
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

FCF (PLNm)


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

CAPEX (PLNm)


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Net debt (PLNm) and ND/EBITDA ratio (x, rhs)


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Podsumowanie wyceny

Wyceniamy każdy segmentu oddzielnie, ponieważ uważamy, że każdy segment ma inne czynniki zwrotu i ryzyka związane z jego działalnością. Następnie, aby oszacować docelową cenę akcji, sumujemy wartość przedsiębiorstwa każdego segmentu i odejmujemy dług netto (w kalkulacji długu netto uwzględniliśmy dług związany z KDT w wysokości ok. 430 mln zł) oraz mniejszości na koniec 2022e.

W wycenie segmentów dystrybucji, gazu, ciepła, sprzedaży i innych wykorzystaliśmy 10-letni DCF.

- Stopa wolna od ryzyka 7.2% w okresie 2023-32e i 4% po 2033
- Premia za ryzyko 6.0% w okresie 2023-32e i 5% po 2033
- Premia na zadłużeniu 2.5%
- Stopa podatkowa 19%
- Nielewarowana Beta of 0.8x

Kogeneracja S.A. (spółka dominująca, wyłączając blok gazowy w Czechnicy)

Wycena Kogeneracja S.A.

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e+
WACC	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	8.1%
EBITDA	62	150	168	163	162	167	169	171	133	133	133
EBIT	-100	-2	24	29	37	48	55	62	28	31	31
NOPAT	-100	-2	19	24	30	39	45	50	22	25	25
Amortyzacja	162	152	144	134	126	119	113	109	105	103	103
CAPEX	-96	-101	-76	-78	-80	-82	-84	-86	-88	-103	-103
FCFF	-34	49	87	79	75	76	74	73	39	25	25
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - 31 grudnia 2022	-31	39	62	51	43	38	34	30	14	8	99
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2022	387										

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

EC Zielona Góra

Wycena EC Zielona Góra

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e+
WACC	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	8.1%
EBITDA	216	145	58	105	104	36	43	44	44	39	39
EBIT	180	109	21	69	67	-1	6	6	6	1	1
NOPAT	146	89	17	56	55	-1	5	5	5	1	1
Amortyzacja	36	36	36	37	37	37	37	38	38	38	38
CAPEX	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-38	-38
FCFF	142	85	14	52	51	-4	2	3	3	1	1
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - 31 grudnia 2022	127	68	10	33	29	-2	1	1	1	0	4
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2022	272										

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Nowa jednostka gazowa Czechnica

Wycena nowe jednostki gazowej Czechnica

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e+
WACC	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	8.1%
EBITDA	0	0	207	293	307	260	273	278	284	295	295
EBIT	0	0	147	233	247	200	213	218	224	235	235
NOPAT	0	0	119	189	200	162	172	177	181	190	190
Amortyzacja	0	0	60	60	60	60	60	60	60	60	60
CAPEX	-615	-382	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60
FCFF	-615	-382	119	189	200	162	172	177	181	190	190
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - 31 grudnia 2022	-549	-305	85	120	114	83	78	72	66	62	758
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2022	583										

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

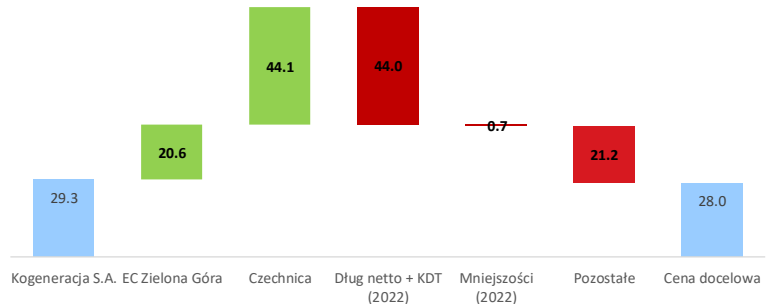
Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny

Suma części	(PLNmn)
Kogeneracja S.A.	387
EC Zielona Góra	272
Czechnica	583

Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2022	1 242
Dług netto z uwzględnieniem KDT (31 grudnia 2022)	582
Mniejszości (31 grudnia 2022)	9
Pozostałe	281
Wartość kapitału własnego (31 grudnia 2022)	371
Liczba akcji	15
12M cena docelowa na akcję (PLN/akcję)	28.0
Cena akcji 7 listopada 2022	25.7
Potencjał wzrostu vs. aktualna cena	9.1%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research





Czynniki ryzyka

Ryzyko cen węgla, gazu i CO2. Duża zmienność cen paliw i CO2 może prowadzić do dużej zmienności wyników spółki, ponieważ taryfy zatwierdzane przez URE zwykle opóźniają się w stosunku do kosztów produkcji ciepła, a poziom taryfy może nie odzwierciedlać wszystkich kosztów związanych ze sprzedażą ciepła.

Ryzyko nowej regulacji, która ograniczy zyski firm energetycznych. Polski ustawodawca zatwierdził już maksymalny poziom ciepła dla odbiorców detalicznych, który nie może być wyższy niż 42% r/r, a także zatwierdził ceny dla przedsiębiorstw ciepłowniczych (w tym rekompensaty), które nie mogą być wyższe niż 104 zł/GJ dla wszystkich mocy grzewczych (bez gazu) oraz 151 zł/GJ dla mocy gazowych w okresie październik 2022 – kwiecień 2023. Takie limity są poniżej naszych szacunków dla tego okresu, jednak gdyby ustawodawca utrzymał te limity również na kolejny sezon grzewczy, to widzielibyśmy ryzyko dla naszych prognoz.

Ryzyko zmiany polityki zabezpieczeń. Do tej pory spółka prowadziła właściwą politykę zabezpieczeń - średnia cena sprzedaży energii elektrycznej, koszt CO2 i koszt węgla zwykle były zgodne z benchmarkami, co zapewniało wysoką przewidywalność wyników. Gdyby jednak spółka zdecydowała się na zmianę polityki zabezpieczeń (np. ze względu na rosnące zadłużenie), może to wpłynąć na nasze prognozy na najbliższe lata.

Ryzyko limitów cenowych. W naszych szacunkach założyliśmy, że przychody ze sprzedaży energii elektrycznej są ograniczone do 180 EUR/MWh (846 PLN/MWh) – poziomu proponowanego przez KE. Jednak poziomy zatwierdzone przez polski rząd mogą wyraźnie odbiegać od tych poziomów.

Ryzyko współczynników produkcji energii elektrycznej. Jeśli ceny gazu będą się utrzymywać na wysokim poziomie dłużej niż zakładaliśmy, to współczynniki obciążenia EC Zielona Góra i nowej Czechnicy mogą pozostać na znacznie niższych poziomach.

Ryzyko wzrostu kosztów budowy nowej Czechnicy. W świetle rosnących kosztów surowców widzimy ryzyko, że nakłady na nową Czechnicę przekroczą budżet, co może obniżyć rentowność tego projektu.

Wycena mnożnikowa

Wycena mnożnikowa

Nazwa spółki	Kapitalizacja	EV/EBITDA			P/E			Stopa dywidendy (%)			ND/EBITDA CAGR EBITDA	
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2021e	22-24e
NATIONAL GRID PLC	40 242.35	13.5	11.8	11.4	15.1	14.3	13.0	5.3	5.7	5.9	6.8	0.1
E.ON SE	22 794.58	8.5	8.5	8.8	9.2	10.0	10.1	5.9	6.1	6.3	2.5	0.0
TERNA-RETE ELETTRICA NAZIONALE	13 680.01	12.6	12.7	12.1	17.1	16.8	15.2	4.6	4.9	5.0	5.3	0.1
RED ELECTRICA CORPORACION SA	8 768.20	9.2	9.3	10.7	13.1	13.3	17.1	6.2	6.1	5.2	4.3	-0.1
ELIA GROUP SA/NV	9 425.93	15.5	15.2	15.6	30.1	29.4	30.8	1.4	1.5	1.5	5.0	0.0
REDES ENERGETICAS NACIONAIS	1 734.70	8.6	8.7	8.6	15.3	14.5	13.3	6.2	5.8	5.8	5.4	0.1
SNAM SPA	15 301.99	13.9	13.7	12.7	13.2	13.5	12.4	6.1	6.1	6.3	6.3	0.0
ITALGAS SPA	4 253.79	10.1	9.3	8.6	11.5	10.5	9.3	5.8	6.2	6.7	4.8	0.1
ENAGAS SA	4 239.00	10.0	10.6	11.2	10.9	15.0	16.6	10.6	10.5	10.1	6.3	-0.2
FLUXYS BELGIUM	1 981.43	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.6	n.a.
VEOLIA ENVIRONNEMENT	16 575.53	5.7	5.3	5.0	15.6	13.0	10.7	4.6	5.3	5.9	2.7	0.2
UNITED UTILITIES GROUP PLC	7 465.69	13.8	16.0	14.1	19.3	454.7	25.5	4.6	4.8	5.2	7.5	-0.1
SEVERN TRENT PLC	7 369.60	14.4	14.0	13.0	27.6	35.4	23.3	4.0	4.2	4.6	7.3	0.1
PENNON GROUP PLC	2 607.77	10.8	15.4	13.8	17.3	44.9	23.3	4.1	4.8	5.1	7.3	-0.2
AB IGNITIS GRUPE - REG S GDR	1 306.62	6.4	6.2	6.6	6.9	6.5	6.9	6.9	7.1	7.4	3.0	0.0
Mediana		10.4	11.2	11.3	15.2	14.4	14.3	5.6	5.7	5.8	5.3	0.0
Kogeneracja		3.7	5.3	6.0	7.5	7.5	11.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Premia(dyskonto) vs. spółki porównywalne	0%	-64%	-53%	-47%	-51%	-48%	-20%	0%	0%	0%	0%	0%
Implikowana wycena	0.0	144.0	136.1	130.0	52.0	49.3	32.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Rachunek zysków i strat (PLN mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Przychody	1 183	1 435	1 581	3 009	3 247	2 950
EBITDA	319	253	262	278	295	432
EBIT	157	67	60	80	107	192
Koszty finansowe netto	1	6	6	-15	-63	-92
Zysk przez opodatkowaniem	158	73	66	65	44	99
Podatek	-32	-16	-13	-12	-8	-19
Zysk netto	124	56	51	51	34	79
Zysk netto na akcję (PLN)	8.32	3.78	3.42	3.42	2.27	5.28

Bilans (PLN mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Aktywa obrotowe ogółem	1 009	1 217	1 026	1 076	1 277	992
Gotówka i ekwiwalenty	14	22	90	140	341	56
Pozostałe	995	1195	936	936	936	936
Aktywa trwałe razem	1 846	1 990	2 051	2 605	2 939	2 875
Aktywa trwałe	1 610	1 661	1 683	2 237	2 571	2 507
Pozostałe	236	329	368	368	368	368
Aktywa ogółem	2 855	3 207	3 078	3 680	4 216	3 867
Kapitał własny akcjonariuszy	1 680	1 740	1 787	1 838	1 872	1 951
Mniejszości	6	7	9	10	12	14
Zobowiązania długoterminowe	661	684	834	1 384	1 884	1 454
Długoterminowe zadłużenie	56	56	236	786	1286	1286
Inne zobowiązania długoterminowe	605	628	599	599	599	169
Zobowiązania krótkoterminowe	508	777	447	447	447	447
Krótkoterminowe zadłużenie	2	2	6	6	6	6
Inne zobowiązania krótkoterminowe	506	774	441	441	441	441
Pasywa ogółem	2 854	3 207	3 078	3 680	4 216	3 867
Dług netto	439	473	582	1 082	1 381	1 236

Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Zysk netto przed opodatkowaniem	158	73	66	65	44	99
Amortyzacja	162	186	202	198	188	241
Pozostałe	-165	69	427	-12	-8	-449
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	154	328	695	251	224	-109
Nakłady inwestycyjne	-165	-322	-229	-751	-523	-176
Pozostałe	3	1	-114	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-162	-322	-343	-751	-523	-176
Wypłacone dywidendy	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	6	2	-284	550	500	0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	6	2	-284	550	500	0
Zmiana gotówki	-2	8	68	50	201	-285
Gotówka na koniec okresu	14	22	90	140	341	56
Dywidenda na akcję (zł)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Wskaźniki wzrostu r/r	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Przychody	8%	21%	10%	90%	8%	-9%
EBITDA	29%	-21%	4%	6%	6%	46%
EBIT	51%	-57%	-11%	34%	34%	79%
Zysk netto	49%	-55%	-9%	0%	-34%	133%
EPS	49%	-55%	-9%	0%	-34%	133%

Marże	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	26.9%	17.6%	16.6%	9.2%	9.1%	14.7%
Marża EBIT	13.3%	4.7%	3.8%	2.7%	3.3%	6.5%
Marża netto	10.5%	3.9%	3.2%	1.7%	1.0%	2.7%
ROE	7.7%	3.3%	2.9%	2.8%	1.8%	4.1%

Wskaźniki bilansowe	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Wartość księgowa na akcję (zł)	112.7	116.8	119.9	123.4	125.6	130.9
Dług netto/EBITDA	1.4	1.9	2.2	3.9	4.7	2.9
Dług bankowy/kapitał własny	3.5%	3.3%	13.5%	43.1%	69.0%	66.2%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

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 rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

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.

UJAWNIEŃ W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

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

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

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Marcin Górnik	Expert, Analyst	ZEW Kogeneracja	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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 powiązanych z nim osób prawnych 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 zawarze 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 zamieszczane 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 osiągnięte 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 następných dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – 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) wyliczony na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and 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