

ZEW Kogeneracja

Pułapy cenowe zmniejszają zyski z wytwarzania energii elektrycznej

W listopadzie 2022 r. polski rząd przyjął przepisy zobowiązujące wszystkich producentów energii do przekazywania wszystkich przychodów powyżej określonego pułapu cenowego na Fundusz Różnic Cenowych. Zebrane w ten sposób środki zostaną następnie przekazane spółkom sprzedażowym na sfinansowanie zamrożenia cen energii elektrycznej. Pułapy cenowe dla paliw kopalnych będą równe kosztowi paliw i CO2 zużytego do produkcji energii elektrycznej plus 50 zł/MWh premii na pokrycie kosztów stałych plus 3% marży na cenie energii elektrycznej (80% TGeBase+20% TGePeak). Zakładamy, że taka konstrukcja pułapów cenowych pozwoli średnio na pokrycie tylko wszystkich kosztów zmiennych i stałych związanych z wytwarzaniem energii. Dlatego uważamy, że EBITDA wytwórców będzie zbliżona do wyników na produkcji ciepła i przychodom CRM.

Taka konstrukcja pułapów cenowych jest szczególnie niekorzystna dla **EC Zielona Góra**, która miała skorzystać z wieloletniego kontraktu na dostawy gazu od PGNiG, gdzie cena była indeksowana do inflacji. W świetle tych regulacji spółka nie będzie w stanie osiągnąć wyjątkowo wysokich wyników zakładanych w naszym ostatnim raporcie. W związku z tym obniżamy naszą prognozę EBITDA w 2023/24e do 136/121 mln zł (wobec zakładanych wcześniej 216/145 mln zł) oraz obniżamy naszą wycenę EC Zielona Góra do 212 mln zł (wobec zakładanych wcześniej 273 mln zł).

Wyniki Kogeneracji S.A. również powinny być zbliżone do wyniku na sprzedaży ciepła i CRM, jednak wcześniej zakładaliśmy, że jednostka ta, ze względu na wysokie ceny węgla, nie będzie w stanie osiągnąć wyjątkowo wysokich wyników na sprzedaży energii elektrycznej. Z drugiej strony podkreślamy, że URE zatwierdził relatywnie wysoką taryfę na ciepło na poziomie 70 zł/GJ w 2023e (vs. 42 zł/GJ w 2022). Łącznie prognozujemy EBITDA na poziomie -2/130 mln zł w 2023/24e.

Nie zmieniamy kluczowych założeń w wycenie Elektrociepłowni Czechnica. Zmniejszamy natomiast nakłady inwestycyjne do wydania w 2023/24e o 229 mln zł (spółka wydała więcej w 2022 roku). W związku z tym i biorąc pod uwagę niższą stopę wolną od ryzyka, podwyższamy naszą wycenę tej jednostki do 815 mln zł (wobec zakładanych wcześniej 582 mln zł).

Podsumowując, w związku z wprowadzeniem pułapów cenowych, obniżyliśmy naszą wycenę EC Zielona Góra do 212 mln zł (wobec 273 mln zł szacowanych w naszym ostatnim raporcie) oraz Kogeneracji do 367 mln zł (wobec 387 mln zł szacowanych w naszym ostatnim raporcie). Podwyższamy też naszą wycenę Elektrociepłowni Czechnica do 815 mln zł (wobec zakładanych wcześniej 582 mln zł), ponieważ wydatki inwestycyjne w latach 2023-24e będą niższe o 229 mln PLN. Łącznie wyceniamy akcje spółki na 28,4 zł/akcję i podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Podstawowe informacje finansowe (PLNm)

PLN mn	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	1 435	1 812	3 444	2 840	2 971	3 090
EBITDA	253	364	134	250	425	583
EBIT	67	161	-50	74	196	363
Zysk netto	56	150	-24	35	128	249
EPS	3.8	10.0	-1.6	2.4	8.6	16.7
DPS	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
DY	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	7.3	2.7	-17.0	11.6	3.2	1.6
EV/EBITDA	3.5	2.5	11.1	6.3	3.3	1.9

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Trzymaj (podtrzymana)

Cena docelowa **PLN 28.4**

Potencjał wzrostu **+3.5%**
 Cena on 6 kwietnia 2023 **PLN 27.4**

ESG rating **C**

Punktacja ESG **0.72**

Wykres relatywny vs. WIG



NADCHODZĄCE WYDARZENIA

1Q23 23 Maj
 2Q23 12 Wrzesień

STOCK DATA

Bloomberg KGN PW
 Free float (%) 13.1
 Kapitalizacja (PLNm) 408
 Liczba akcji (mn) 14.9

Akcjonariat
 PGE 58.07%
 OFE Drugi Allianz 10.00%
 OFE PZU 8.03%

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



Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Prognozy finansowe	6
Wycena	9
Czynniki ryzyka	11
Zastrzeżenia prawne	14



Ostatnie wydarzenia

4Q22 wyniki

Kogeneracja podała wyniki końcowe za 4Q22:

- Przychody wyniosły 631 mln zł (vs. 468 mln zł rok wcześniej, zgodnie z szacunkami)
- EBITDA wyniosła 133 mln zł (vs. 37 mln zł rok wcześniej, zgodnie z szacunkami)
- EBIT jednostki dominującej wyniósł 8 mln zł (vs. -4 mln zł rok temu)
- EBIT EC Zielona Góra wyniósł 73 mln zł (vs. -16 mln zł rok temu)
- Zysk netto wyniósł 74 mln zł (zgodnie z szacunkami)
- Sprzedaż energii elektrycznej wyniosła 0,8 TWh (-2% r/r)
- Sprzedaż ciepła wyniosła 3681 TJ (-9% r/r)

Opinia: NEUTRALNA

Spółka przedstawiła wynik zgodny szacunkami, dlatego dziś spodziewamy się neutralnej reakcji rynku. Podkreślamy, że silna poprawa wyniku r/r wynika z bardzo dobrego wyniku EC Zielona Góra z EBIT na poziomie 73 mln zł (wobec -16 mln zł rok wcześniej). Tak dobry wynik EC Zielona Góra był naszym zdaniem związany z kontraktem gazowym tej spółki z PGNIG z ceną gazu indeksowaną wskaźnikiem inflacji. W rezultacie średni przychód na GJ wyniósł 187 zł/GJ (+74% r/r), podczas gdy OPEX wzrósł tylko o 17% r/r (136 zł/GJ) i dzięki temu spółka była w stanie osiągnąć wyjątkowo wysokie wyniki .

Podkreślamy, że w związku z wprowadzeniem pułapów cenowych od grudnia 2022 r. spółka nie będzie w stanie realizować tak wysokich marż w nadchodzących kwartałach, ponieważ jest zobowiązana do wpłacania nadwyżki powyżej pułapu cenowego do funduszu wypłaty różnicy ceny. We wstępnych wynikach spółka poinformowała o rozpoznaniu kosztu odpisu na fundusz różnic kursowych w 4Q22 w wysokości 21 mln zł. Podkreślamy, że spółka jest zobowiązana do wpłaty na fundusz różnic kursowych od grudnia 2022 roku. Zakładając, że Kogeneracja będzie wpłacać taką kwotę w każdym miesiącu 2023 roku, odpis wyniósłby 252 mln zł. Uważamy jednak, że kwota ta będzie jeszcze wyższa, ponieważ ceny zabezpieczone na 2023 r. są znacznie wyższe niż na 2022 r., dlatego kwota zapłacona za każdą MWh w 2023 r. będzie, naszym zdaniem, znacznie wyższa niż w 2022 r.

Kogeneracja 4Q22

Rachunek zysków i strat	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	y/y	Wstępne vs. Wstępne
Przychody	468	589	320	271	631	35%	631 0%
Zysk brutto ze sprzedaży	6	117	13	8	132	2142%	
EBITDA	37	140	48	42	133	263%	133 0%
Koszty operacyjne	-432	-449	-272	-229	-498	15%	-498 0%
Zysk netto	-12	76	2	0	74	n.a.	74 0%
Dane operacyjne	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	0%	
Sprzedaż energii elektrycznej (TWh)	0.8	0.8	0.4	0.3	0.8	-2%	
Kogeneracja SA	0.4	0.4	0.2	0.1	0.4	-14%	
ECZG	0.4	0.4	0.2	0.1	0.4	12%	
Sprzedaż ciepła (TJ)	4 057	4 514	1 856	1 005	3 681	-9%	3 681 0%
Kogeneracja SA	3 591	3 997	1 664	902	3 254	-9%	3 254 0%
ECZG	466	517	192	103	427	-8%	427 0%
Całkowita sprzedaż energii (prąd+ciepło) (TJ)	5 060	5 517	2 857	2 006	4 684	-7%	
Kogeneracja SA	4 593	4 999	2 665	1 902	4 255	-7%	
ECZG	1 467	1 518	1 193	1 103	1 429	-3%	
Przychody ze sprzedaży energii ogółem) (zł/GJ)	93	107	112	135	135	46%	
OPEX (bez amortyzacji) na łączną sprzedaż energii (z)	-85	-81	-95	-114	-106	25%	
Marża EBITDA na łącznej sprzedaży energii	7	25	17	21	28	292%	
Kogeneracja SA							
Przychody	319	383	204	166	366	15%	
OPEX	-323	-357	-229	-183	-357	11%	
EBIT	-4	26	-25	-18	8	n.a.	
Zysk netto	-4	22	-18	-12	8	n.a.	
Przychody ze sprzedaży energii ogółem) (zł/GJ)	69	77	77	87	86	24%	
OPEX na łączną sprzedaż energii (zł/GJ)	-70	-71	-86	-96	-84	19%	
EC ZG							
Przychody	154	205	115	105	268	74%	
KDT	-63	1	1	1	-1	n.a.	
OPEX	-170	-139	-95	-96	-195	14%	
EBIT	-16	66	20	9	73	n.a.	
Zysk netto	-9	54	21	12	67	n.a.	
Przychody ze sprzedaży energii ogółem) (zł/GJ)	105	135	96	96	187	78%	
OPEX na łączną sprzedaż energii (zł/GJ)	-116	-92	-79	-87	-136	17%	

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Pułapy cenowe

Podsumowanie aktów prawnych:

- Ustawodawstwo określa metodologię kalkulacji pułapów cenowych dla elektrowni (węgiel kamienny, brunatny, gaz, biomasa, wiatr, woda) według technologii produkcji.
- Ustawodawstwo określa metodologię obliczania pułapu cenowego dla spółek obrotu.

Wpływ na segmenty wytwarzania:

- Przychody ze sprzedaży energii elektrycznej przez elektrownie powyżej pułapów cenowych będą musiały zostać przekazane na Fundusz Wyплаты Różnic w Cenach w okresie 12.22-12.23, ale uwzględniając kalendarz wyborczy (wybory samorządowe w 2024 r.) oraz fakt, że cena energii elektrycznej dla gospodarstw domowych może wyraźnie wzrosnąć w 2024 r. w stosunku do 2023 r. zakładamy, że mechanizm ten zostanie przedłużony do końca 2024 r.
- Pułap cenowy obejmie wszystkie koszty zmienne elektrowni opalanych paliwami kopalnymi (węgiel, gaz, biomasa, węgiel brunatny), tj. koszt paliwa i CO2 oraz zapewni 3% marży i dodatkowe 50 zł/MWh na pokrycie kosztów stałych.



- OZE poza wsparciem systemu aukcyjnego będą musiały wpłacać do Funduszu Płatności Różnic Cenowych przychody powyżej ceny referencyjnej dla określonej technologii w okresie 12.22-12.23.
- Ta ustawa wyraźnie zmniejszy zyski wytwórców energii elektrycznej w 2023 r., ponieważ transfery do Funduszu Wypłacania Różnic Cenowych nie będą rekompensowane, jednak średnio wszystkie koszty związane z wytwarzaniem energii elektrycznej powinny być pokrywane pułapami cenowymi.

Kalkulacja pułapu cenowego dla elektrowni

- Pułap cenowy dla jednostek na węgiel kamienny = (koszt węgla + koszt CO₂) + 3% marża ceny energii (80%TGeBase+20%TGePeak) + 50 zł/MWh
- Pułap cenowy dla węgla brunatnego = (koszt węgla brunatnego + koszt CO₂) + 3% marża ceny energii (80%TGeBase+20%TGePeak) + 50 zł/MWh
- Pułap cenowy na biomasę = (koszt biomasy) + 3% marża ceny energii (80%TGeBase+20%TGePeak) + 50 zł/MWh
- Pułap cenowy dla jednostek gazowych = (koszt gazu + koszt CO₂) + 3% marża ceny energii (80%TGeBase+20%TGePeak) + 50 zł/MWh
- Pułap cenowy dla OZE poza systemem aukcyjnym jest równy cenie referencyjnej.

Podkreślamy, że pułapy cenowe dla paliw kopalnych będą różne dla każdej spółki, ponieważ pułapy cenowe będą obliczane na podstawie kosztu paliwa i CO₂ w sprawozdaniach finansowych spółki za dany okres.

Podsumowując, pułap cenowy dla elektrowni konwencjonalnych powinien wystarczyć na pokrycie wszystkich kosztów zmiennych (koszt paliw i CO₂), bez względu na to, ile firma zapłaci za paliwa i uprawnienia do emisji CO₂. Dodatkowo spółka otrzyma 3% marży od średniej ceny (80%TGeBase+20%TGePeak) oraz 50 zł/MWh na pokrycie kosztów stałych. Średnio powinny one wystarczyć na pokrycie wszystkich kosztów wytwarzania energii elektrycznej. Zatem zakładając, że elektrownia nie będzie generować zysków ani strat na innej działalności (obróć, sprzedaż ciepła itp.), wynik elektrowni średnio powinien być zbliżony do przychodów CRM.

Nasza opinia: NEGATYWNA

W naszym ostatnim raporcie zakładaliśmy, że polski rząd wprowadzi zaproponowane wcześniej przez KE pułapy cenowe na poziomie 180 EUR/MWh. Decyduje się jednak na wprowadzenie pułapów cenowych równych (koszt paliwa + koszt CO₂) + 3% marża ceny mocy (80%TGeBase+20%TGePeak) + 50 zł/MWh. Naszym zdaniem taka konstrukcja pułapu cenowego pozwoli jedynie na pokrycie kosztów paliw i CO₂ oraz pozwoli wygenerować marżę wystarczającą do pokrycia kosztów stałych. Zatem zakładając, że Elektrociepłownia nie będzie generować zysków ani strat na innej działalności (obróć, zielone certyfikaty itp.), wyniki Kogeneracji S.A. i EC Zielona Góra będą zbliżone do wyników uzyskanych na sprzedaży ciepła i przychodach z CRM.

Takie rozwiązanie jest szczególnie niekorzystne dla EC Zielona Góra, która miała odnieść duże korzyści z wieloletniego kontraktu z PGNIG na dostawy gazu po cenie indeksowanej inflacją. Przy założeniu pułapu cenowego na poziomie 180 EUR/MWh i cenie gazu 17,5 EUR/MWh (plus wskaźnik inflacji) w 2023e spółka miała osiągnąć wyjątkowo wysoki wynik na sprzedaży energii, jednak teraz wynik ten będzie



znacznie niższy. Sądzymy, że będzie on zbliżony do wyniku na sprzedaży ciepła i przychodów z CRM.

Prognozy finansowe

Założenia makroekonomiczne

Nie zmieniamy naszych długoterminowych założeń makroekonomicznych. W porównaniu do naszego poprzedniego raportu zmieniliśmy cenę gazu w 2023/24e na 53/38 EUR/MWh (wobec zakładanych w poprzednim raporcie 108/42 EUR/MWh) oraz cenę węgla na 40/33 PLN/GJ (vs. 50/45 PLN/GJ w naszym ostatnim raporcie). W efekcie zmieniamy nasze szacunki energii elektrycznej na 1068/686 PLN/MWh w 2022/23e (vs. 1115/1016 PLN/MWh w naszym ostatnim raporcie).

Założenia makroekonomiczne

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EURPLN (x)	4.57	4.67	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70
CO2 (EUR/t)	52	82	84	88	92	97	103
Gaz 1YF (EUR)	31	112	53	38	36	37	38
Cena energii	232	384	1 068	686	549	609	618
PSCMI 2	13	31	40	33	17	17	17

Źródło: Pekao Equity Research

Prognozy finansowe

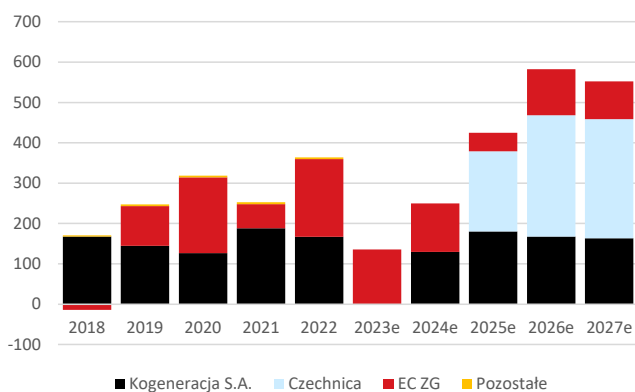
- **Kogeneracja SA (spółka matka).** Elektrociepłownie węglowe również ucierpią na wprowadzeniu limitu cenowego, jednak dla tych mocy, ze względu na spodziewane wysokie ceny węgla, limit cenowy zostanie ustalony znacznie wyżej niż w przypadku EC Zielona Góra. Niemniej jednak, podobnie jak w przypadku EC Zielona Góra, uważamy, że pułap cenowy zostanie ustalony w taki sposób, aby pokryć wszystkie zmienne i stałe koszty wytwarzania energii, a wynik spółki będzie zbliżony do wyniku na ciepłownictwie i przychodach z CRM. Z drugiej strony podkreślamy, że cena ciepła w taryfie zatwierdzonej przez URE wzrosła w 2023 r. do 70 zł/GJ (vs. 42 zł/GJ w 2022 r.), co jest powyżej naszych oczekiwań z ostatniego raportu, również koszt węgla powinien być znacznie niższy niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Łącznie prognozujemy EBITDA na poziomie - 2/130 mln zł (wobec założonych wcześniej 62/150 mln zł).
- **EC Zielona Góra.** W naszym ostatnim raporcie podkreślaliśmy, że spółka będzie korzystać w 2023/24e z długoterminowej umowy na dostawy gazu, podpisanej w 2004 roku na okres 20 lat, gdzie cena jest indeksowana formułą inflacyjną. Spodziewaliśmy się, że Elektrociepłownia ta, przy gwałtownym wzroście cen energii elektrycznej i relatywnie stabilnej bazie kosztowej, będzie realizowała wyjątkowo wysokie marże na sprzedaży energii elektrycznej nawet w przypadku wprowadzenia europejskiego pułapu cenowego (180 EUR/MWh). Jednak przyjęte przez polski rząd rozwiązania pozwolą jedynie na pułap cenowy, który naszym zdaniem pozwoli jedynie na pokrycie kosztów zmiennych i stałych wytwarzania energii. Dlatego uważamy, że wyniki powinny być zbliżone do wyniku na ciepłownictwie i przychodach CRM. Stąd prognozujemy EBITDA w 136/121 mln zł (wobec zakładanych wcześniej 216/145 mln zł).
- **Czechnica.** Nie zmieniamy naszego kluczowego założenia dla elektrociepłowni gazowej Czechnica i zakładamy, że zostanie uruchomiona

do końca 2024e oraz zakładamy EBITDA w 2025/26e na poziomie 199/301 mln zł.

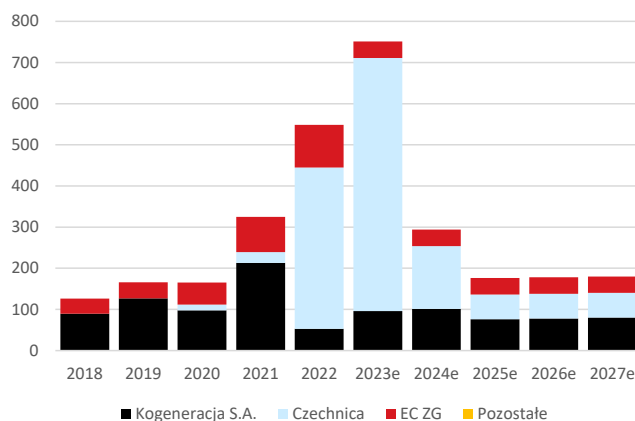
Aktualizacja prognoz finansowych

Nowe prognozy	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA	157	247	319	253	364	134	250	425	583	552
Kogeneracja S.A.	168	145	127	188	167	-2	130	180	168	163
Czechnica	0	0	0	0	0	0	0	199	301	295
EC ZG	-14	98	188	60	192	136	121	46	114	93
Pozostałe	3	4	4	4	4	0	0	0	0	0
CAPEX	-126	-166	-165	-325	-549	-751	-294	-176	-178	-180
Kogeneracja S.A.	-90	-127	-98	-213	-53	-96	-101	-76	-78	-80
Czechnica	0	0	-14	-26	-392	-615	-153	-60	-60	-60
EC ZG	-36	-39	-53	-85	-104	-40	-40	-40	-40	-40
Pozostałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(EBITDA-CAPEX)	31	82	154	-72	-185	-617	-44	249	404	372
Kogeneracja S.A.	78	18	29	-25	114	-98	29	104	89	83
Czechnica	0	0	-14	-26	-392	-615	-153	139	241	235
EC ZG	-50	60	135	-26	89	96	81	6	74	53
Pozostałe	3	4	4	4	4	0	0	0	0	0
Stare prognozy	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA	157	247	319	253	364	278	295	432	561	573
Kogeneracja S.A.	168	145	127	188	167	62	150	168	163	162
Czechnica	0	0	0	0	0	0	0	207	293	307
EC ZG	-14	98	188	60	192	216	145	58	105	104
Pozostałe	3	4	4	4	4	0	0	0	0	0
CAPEX	-126	-166	-165	-325	-549	-751	-523	-176	-178	-180
Kogeneracja S.A.	-90	-127	-98	-213	-53	-96	-101	-76	-78	-80
Czechnica	0	0	-14	-26	-392	-615	-382	-60	-60	-60
EC ZG	-36	-39	-53	-85	-104	-40	-40	-40	-40	-40
Pozostałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(EBITDA-CAPEX)	31	82	154	-72	-185	-473	-228	256	383	393
Kogeneracja S.A.	78	18	29	-25	114	-34	49	92	85	82
Czechnica	0	0	-14	-26	-392	-615	-382	147	233	247
EC ZG	-50	60	135	-26	89	176	105	18	65	64
Pozostałe	3	4	4	4	4	0	0	0	0	0

Source: Company, Pekao Equity Research

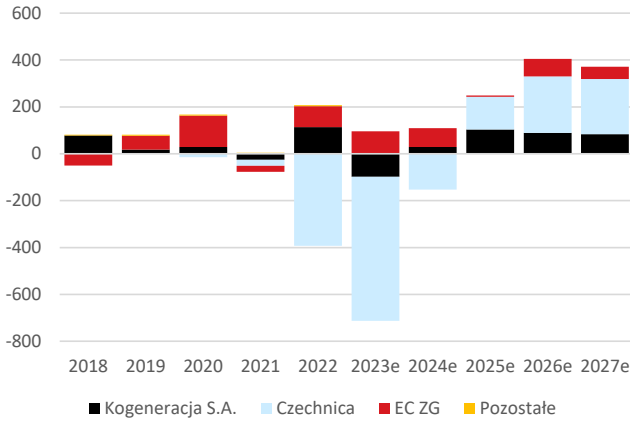
EBITDA (PLNm)


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

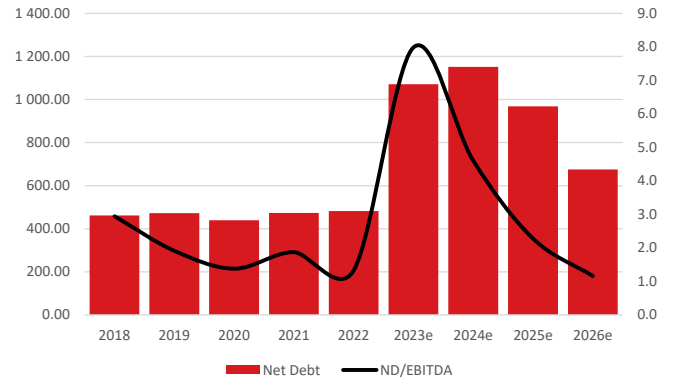
CAPEX (PLMn)


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

FCF (PLNmnn)



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



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research, including LTC provisions.

ESG rating

Energetyka	E	S	G
Punktacja	0.50	0.79	1.31
Waga sektorowa	60%	20%	20%
Punktacja ESG	0.72		
ESG Rating	C		

	punktacja od:	do	Rating	Wpływ premii za ryzyko WACC (% of stopy wolnej od ryzyka)
Punktacja ESG	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Wycena

W naszej wycenie zdecydowaliśmy się wycenić każdy segment osobno, ponieważ uważamy, że każdy segment ma inne czynniki zwrotu i ryzyko związane z jego działalnością. Następnie, aby oszacować docelową cenę akcji, sumujemy wartość przedsiębiorstwa każdego segmentu i odejmujemy zadłużenie netto (w kalkulacji zadłużenia netto uwzględniliśmy zadłużenie związane z KDT w wysokości ok. 375 mln zł) oraz mniejszości na koniec 2022.

- Stopa wolna od ryzyka 6.2% (vs. 7.2% zakładane wcześniej) w okresie 2023-32e and 4% in TV
- Premia za ryzyko rynkowe 6.0% w okresie 2023-32e and 5% in TV
- Premia na zadłużeniu 2.5%
- Stopa podatkowe 19%
- Beta nielewarowana of 0.8x

Kogeneracja S.A. (spółka matka, wyłączając jednostkę gazową w Czechnicy)

Kogeneracja S.A.

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e+
WACC	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	8.1%
EBITDA	-2	130	180	168	163	166	168	174	139	138	138
EBIT	-158	-18	40	37	40	50	57	66	35	36	36
NOPAT	-158	-18	32	30	33	41	46	54	28	29	29
Amortyzacja	157	148	140	131	123	116	111	107	104	102	102
CAPEX	-96	-101	-76	-78	-80	-82	-84	-86	-88	-102	-102
FCFF	-98	29	96	82	76	75	73	75	44	29	29
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - 31 grudnia 2022	-88	23	71	54	45	40	35	32	17	10	127
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2022	367										

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

EC Zielona Góra

EC Zielona Góra

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e+
WACC	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	8.1%
EBITDA	136	121	46	114	93	34	43	44	45	40	40
EBIT	109	92	17	85	64	4	13	13	13	8	8
NOPAT	88	75	14	69	52	3	10	11	11	6	6
Amortyzacja	27	28	29	29	30	30	31	31	32	32	32
CAPEX	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-32
FCFF	75	63	3	58	41	-7	1	2	2	6	6
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - 31 grudnia 2022	68	51	2	38	24	-4	0	1	1	2	27
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2022	212										

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Czechnica

Nie zmieniamy kluczowych założeń w wycenie projektu Czechnica. Zakładamy, że zostanie uruchomiony do końca 2024e i zakładamy łączną EBITDA w latach 2025-32e na poziomie 2145 mln zł (vs. zakładane wcześniej 2196 mln zł). Ponieważ jednak nakłady inwestycyjne w latach 2023-24e będą niższe o 229 mln zł w stosunku do naszych wcześniejszych szacunków (spółka wydała więcej nakładów inwestycyjnych w 2022 roku i zakładamy, że nakłady inwestycyjne w latach 2023-24e będą niższe niż wcześniej zakładaliśmy) oraz ze względu na mniejszą stopę wolną od ryzyka, podnosimy naszą wycenę z 583 mln zł do 815 mln zł.

EC Czechnica

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e+
WACC	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	8.1%
EBITDA	0	0	199	301	295	252	265	271	276	287	287
EBIT	0	0	139	241	235	192	205	211	216	227	227
NOPAT	0	0	112	195	191	155	166	171	175	184	184
Amortyzacja	0	0	60	60	60	60	60	60	60	60	60
CAPEX	-615	-153	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60
FCFF	-615	-153	112	195	191	155	166	171	175	184	184
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - 31 grudnia 2022	-554	-124	82	129	113	83	80	74	69	65	799
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2022	815										

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

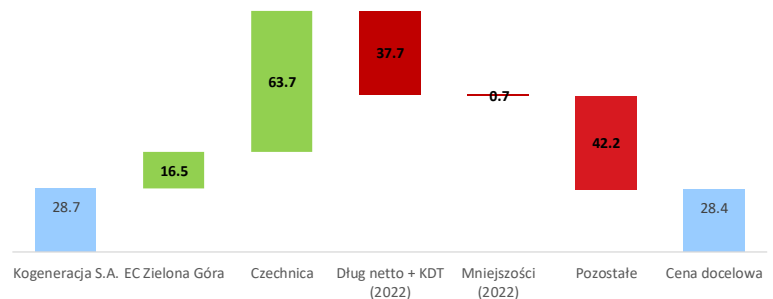
Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny

Suma części	(PLNm)
Kogeneracja S.A.	367
EC Zielona Góra	212
Czechnica	815

Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2022	1 394
Dług netto z uwzględnieniem KDT (31 grudnia 2022)	482
Mniejszości (31 grudnia 2022)	9
Pozostałe	540
Wartość kapitału własnego (31 grudnia 2022)	363
Liczba akcji	15
12M cena docelowa na akcję (PLN/akcję)	28.4
Share price 6th April 2022	27.4
Potencjał wzrostu vs. aktualna cena	3.5%

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 zatwierdzone przez URE zazwyczaj nie nadążają za kosztem produkcji ciepła, a poziom taryfy może nie odzwierciedlać wszystkich kosztów związanych ze sprzedażą ciepła.

Ryzyko zmiany polityki zabezpieczeń. Do tej pory wydawało się, że spółka prowadzi odpowiednią politykę hedgingową – średnia cena sprzedaży energii elektrycznej, koszt CO2 i koszt węgla zwykle podążały za benchmarkami, co zapewniało dużą przewidywalność wyników. Gdyby jednak spółka zdecydowała się na zmianę polityki hedgingowej (np. ze względu na rosnące zadłużenie), mogłoby to wpłynąć na nasze prognozy na kolejne lata.

Ryzyko czynników obciążenia. Jeśli ceny gazu utrzymają się na wysokim poziomie dłużej niż zakładamy, to obciążenie EC Zielona Góra i nowej Czechnicy może utrzymywać się na znacznie niższych poziomach.

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

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Kapitalizacja	EV/EBITDA			P/E			Stopa dywidendy (%)			ND/EBITDA (CAGR EBITDA)	
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2021e	22-24e
NATIONAL GRID PLC	47 309.49	12.7	12.2	12.0	16.3	15.1	14.8	4.9	5.1	5.3	6.8	0.1
E.ON SE	30 586.47	9.2	8.9	9.1	12.8	12.5	13.0	4.6	4.7	4.9	5.7	0.0
TERNA-RETE ELETTRICA NAZIONALE	15 858.84	12.8	12.3	12.3	18.5	17.3	16.6	4.3	4.4	4.6	4.8	0.1
RED ELECTRICA CORPORACION SA	8 914.29	9.4	10.9	10.9	13.5	17.5	17.4	6.1	5.1	5.2	3.8	-0.1
ELIA GROUP SA/NV	9 130.67	14.3	14.4	12.5	28.9	30.0	28.0	1.6	1.6	1.7	4.1	0.1
REDES ENERGETICAS NACIONAIS	1 788.07	8.5	8.6	8.5	14.7	14.8	14.8	5.6	5.6	5.6	4.1	0.0
SNAM SPA	17 066.44	14.0	12.9	12.4	15.2	13.9	13.5	5.5	5.7	5.4	6.3	0.1
ITALGAS SPA	4 718.54	9.7	8.9	8.7	11.7	10.2	9.9	5.6	6.1	6.4	5.4	0.1
ENAGAS SA	4 740.71	11.0	11.6	12.4	15.7	19.4	21.8	9.6	9.2	8.6	5.9	-0.1
FLUXYS BELGIUM	2 016.56	8.6	8.4	8.1	25.6	25.6	n.a.	4.9	4.9	4.9	2.6	0.0
VEOLIA ENVIRONNEMENT	20 279.62	6.3	5.8	5.4	15.4	13.0	11.8	4.5	5.2	5.9	3.2	0.2
UNITED UTILITIES GROUP PLC	8 316.93	17.6	15.5	14.4	n.a.	35.5	21.0	4.3	4.6	4.7	7.5	n.a.
SEVERN TRENT PLC	8 342.96	15.3	14.9	13.7	56.0	34.0	22.6	3.7	4.0	4.2	7.3	0.5
PENNON GROUP PLC	2 593.31	17.2	15.5	13.5	131.7	48.0	21.9	4.9	5.1	5.4	7.3	1.2
AB IGITIS GRUPE - REG S GDR	1 455.02	6.1	6.9	6.9	7.3	8.4	8.6	6.4	6.6	6.8	1.8	-0.1
Mediana		11.0	11.6	12.0	15.6	17.3	15.7	4.9	5.1	5.3	5.4	0.1
Kogeneracja		11.1	6.3	3.3	-17.0	11.6	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Premia/dyskonto) vs. spółki porównywane</i>		1%	-46%	-73%	-209%	-33%	-80%	0%	0%	0%	0%	0%
Implikowana wycena		26.9	116.4	276.4	-25.2	40.8	134.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research



Podstawowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (PLN mn)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	1 435	1 812	3 444	2 840	2 971	3 090
EBITDA	253	364	134	250	425	583
EBIT	67	161	-50	74	196	363
Koszty finansowe netto	6	29	23	-28	-35	-52
Zysk przez opodatkowaniem	73	190	-27	46	161	311
Podatek	-16	-38	5	-9	-31	-59
Zysk netto	56	150	-24	35	128	249
Zysk netto na akcję (PLN)	3.78	10.04	-1.61	2.36	8.58	16.74

Bilans (PLN mn)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Aktywa obrotowe ogółem	1 201	1 167	1 173	1 493	1 301	1 594
Gotówka i ekwiwalenty	22	5	12	331	139	433
Pozostałe	1179	1162	1162	1162	1162	1162
Aktywa trwałe razem	2 006	2 364	2 931	3 049	2 997	2 955
Aktywa trwałe	1 661	2 043	2 610	2 729	2 676	2 634
Pozostałe	345	321	321	321	321	321
Aktywa ogółem	3 207	3 531	4 104	4 542	4 297	4 549

Kapitał własny akcjonariuszy	1 740	1 883	1 859	1 894	2 022	2 271
Mniejszości	7	9	12	14	17	19
Zobowiązania długoterminowe	684	613	1 208	1 608	1 233	1 233
Długoterminowe zadłużenie	56	105	700	1100	1100	1100
Inne zobowiązania długoterminowe	628	508	508	508	133	133
Zobowiązania krótkoterminowe	777	1 026	1 026	1 026	1 026	1 026
Krótkoterminowe zadłużenie	2	8	8	8	8	8
Inne zobowiązania krótkoterminowe	774	1 019	1 019	1 019	1 019	1 019
Pasywa ogółem	3 207	3 531	4 104	4 542	4 297	4 549
Dług netto	473	482	1 071	1 152	968	675

Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Zysk netto przed opodatkowaniem	73	190	-27	46	161	311
Amortyzacja	186	203	184	176	229	220
Pozostałe	22	33	5	-9	-405	-59
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	280	426	162	213	-16	472
Nakłady inwestycyjne	-325	-549	-751	-294	-176	-178
Pozostałe	-14	-81	0	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-339	-630	-751	-294	-176	-178
Wyplacone dywidendy						
Pozostałe	67	192	595	400	0	0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	67	187	595	400	0	0
Zmiana gotówki	8	-17	6	319	-192	294
Gotówka na koniec okresu	22	5	12	331	139	433
Dywidenda na akcję (zł)	0.00	-0.32	0.00	0.00	0.00	0.00

Wskaźniki wzrostu r/r

Przychody	21%	26%	90%	-18%	5%	4%
EBITDA	-21%	44%	-63%	86%	70%	37%
EBIT	-57%	141%	-131%	-249%	163%	85%
Zysk netto	-55%	166%	-116%	-246%	263%	95%
EPS	-55%	166%	-116%	-246%	263%	95%

Marże

EBITDA	17.6%	20.1%	3.9%	8.8%	14.3%	18.9%
Marża EBIT	4.7%	8.9%	-1.4%	2.6%	6.6%	11.7%
Marża netto	3.9%	8.3%	-0.7%	1.2%	4.3%	8.1%
ROE	3.3%	8.3%	-1.3%	1.9%	6.5%	11.6%

Wskaźniki bilansowe

Wartość księgowa na akcję (zł)	116.8	126.4	124.7	127.1	135.7	152.4
Dług netto/EBITDA	1.9	1.3	8.0	4.6	2.3	1.2
Dług bankowy/kapitał własny	3.3%	6.0%	38.1%	58.5%	54.8%	48.8%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY 6 KWIETNIA 2023 R. O GODZINIE 17:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ PIERWSZY ROZPOWSZECHNIONY 11 KWIETNIA 2023 R. O GODZ. 07:40 CET
TREŚĆ NINIEJSZEGO RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ ŻADNE Z WYMIENIONYCH W NINIEJSZYM
RAPORCIE FIRM.

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 trypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.



Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo 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