

Trzymaj, 10,20 PLN

Podniesiona z: Sprzedaj

01 października 2020 r., 07:30

Pionier

ZE PAK dziś ogłosi swoją zieloną strategię. Zarząd sygnalizował już wcześniej porzucenie projektu nowej odkrywki w Ościstowie, co oznacza krótsze życie istniejących aktywów wytwórczych. Ponadto spółka podpisała umowę budowy 70MW projektu fotowoltaicznego. To daje przedsmak nadchodzącej realokacji kapitału z węgla do OZE. Obecnie widzimy zagrożenia i szanse jako dość zbilansowane, dlatego podnosimy naszą rekomendację do TRZYMAJ z ceną docelową 10.2 PLN.

Wymagające środowisko biznesowe

ZE PAK narzekał na niskie marże już w 4Q19 i nie zabezpieczył w całości portfela na 2020, dlatego 25% spadek YTD spreadu cen energii i CO2 musiał być dla spółki niemiłą niespodzianką. Obniżamy naszą prognozę EBITDA 2020 ze 190 mln PLN do 112 mln PLN.

Zielony zwrot przed nami

Spółka jest najmniej ekologicznym producentem energii w Polsce, gdyż posiada niemal wyłącznie aktywa opalane węglem brunatnym. Już od jakiegoś czasu zarząd oraz właściciele spółki wyrażali swoje zainteresowanie przemodelowaniem biznesu w stronę zielonej energetyki. Ten dzień w końcu nadszedł i ZE PAK dziś pokaże elementy swojego pomysłu na przyszłość. Nowa odkrywka została już porzucona i oznacza to konieczność dopasowania aktywów wytwórczych – bardziej efektywny Pątnów II będzie pracował do 2030, natomiast Pątnów I zostanie wyłączony w 2024.

OZE, wodór, fundusze unijne za rogiem?

70 MW instalacja fotowoltaiczna będzie pierwszym nowym zielonym projektem, a wydatki będą ponoszone jeszcze w 2020 (łącznie 164 mln PLN netto). Następne inwestycje OZE są bardzo prawdopodobne, natomiast w międzyczasie ZE PAK złożył wniosek o dofinansowanie do wartego 395 mln PLN projektu wodorowego. Naszym zdaniem pokazuje to potencjalne kierunki rozwoju spółki (OZE, wodór, poszukiwanie wsparcia UE), aczkolwiek szczegóły nie są znane. Z drugiej strony, potencjalny ogromny podmiot, który może powstać o wydzieleniu aktywów węglowych ze spółek państwowych może ograniczać wsparcie dla Pątnowa II po Rynku Mocy i roku 2025.

| mln PLN | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 2 305 | 2 878 | 2 168 | 1 874 | 1 903 |
| EBITDA | 90 | 394 | 112 | 173 | 141 |
| EBIT | -477 | -424 | -338 | 45 | 22 |
| Zysk netto | -460 | -445 | -339 | 34 | 16 |
| P/E | nm | nm | nm | 15,0 | 31,4 |
| P/BV | 0,3 | 0,3 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| EV/EBITDA | 5,1 | 1,3 | 4,7 | 3,5 | 3,6 |
| EPS | -9,05 | -8,76 | -6,68 | 0,67 | 0,32 |
| DPS | 1,20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,30 |
| FCF | - | - | -160 | -95 | 108 |
| CAPEX | 72 | 35 | 115 | 255 | 20 |

P - Prognozy DM PKO BP

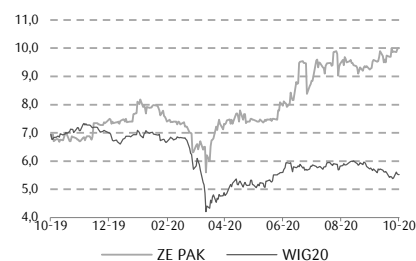
| Informacje | |
|-------------------------|---------|
| Kurs akcji (PLN) | 10,00 |
| Upside | 2% |
| Liczba akcji (mn) | 50,80 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 508,00 |
| Free float | 37% |
| Free float (mln PLN) | 188 |
| Free float (mln USD) | 49 |
| EV (mln PLN) | 519,63 |
| Dług netto (mln PLN) | -358,61 |

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

| Akcjonariusze | % Akcji |
|----------------------|---------|
| Zygmunt Solorz-Żak | 63,00 |
| OFE PZU Złota Jesień | 9,10 |
| - | - |
| - | - |

| Poprzednie rekom. | Data i cena docelowa |
|-------------------|----------------------|
| Sprzedaj | 24-04-20 6,50 |
| Trzymaj | 04-12-19 7,80 |

Kurs akcji



| | WIG20 | Spółka |
|------------------------------|-------------------|--------|
| 1 miesiąc | -3,4% | 7,8% |
| 3 miesiące | -5,1% | 13,1% |
| 6 miesięcy | 13,2% | 37,0% |
| 12 miesięcy | -21,2% | 44,1% |
| Min 52 tyg. PLN | | 5,60 |
| Max 52 tyg. PLN | | 10,00 |
| Średni dzienny obrót mln PLN | Invalid operation | |

| Analityk | |
|----------------------------|--|
| Andrzej Rembelski, CFA | |
| +48 666 820 870 | |
| andrzej.rembelski@pkobp.pl | |

| Adres: | |
|-----------------|--|
| BM PKO BP | |
| ul. Puławska 15 | |
| 02-515 Warszawa | |

Czynniki ryzyka:

- Otoczenie regulacyjne (wliczając politykę klimatyczną UE)
- Ceny prądu na dynamicznie zmieniającym się rynku
- Ryzyko wolumenów produkcyjnych
- CAPEX i rentowność nowych projektów związanych z zielonym zwrotem

Główne założenia:

- Zakładamy wyłączenie Pątnowa I na koniec 2024. Założyliśmy też 70 mln PLN wydatków na dopasowanie Pątnowa II do wymogów BAT w 2024.
- 70MW farma PV zostanie uruchomiona w połowie 2021.
- Rosnące ceny CO2 będą odzwierciedlane w cenach
- EURPLN przyjęliśmy w przedziale 4.35-4.4x.
- ZE PAK otrzyma 340 mln z rekompensat KDT w latach 21-22.
- Spółka zrestrukturyzuje swoje operacje górnicze i dopasuje je do zapotrzebowania na paliwo.

Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF.

Według nas wartość godziwa akcji ZE PAK to 10.2 PLN.

Szczegółowo modelujemy parametry modelu do 2025 roku, a następnie przyjmujemy stopę wzrostu w nieskończoności na poziomie 0.5%.

Stosujemy stopę dyskonta opartą o WACC. Stopa wolna od ryzyka wynosi 2%, co odzwierciedla oczekiwaną rentowność 10-letnich obligacji. Beta przyjęliśmy na poziomie 1x, natomiast premię za ryzyko w wysokości 6%. Zdyskontowaliśmy wszystkie przepływy na 31 grudnia 2020 i dodaliśmy dług netto znormalizowany o leasingi i rezerwy CO2.

| Model DCF | | | | | | | |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| mIn PLN | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2025P< |
| EBIT | -337.6 | 44.7 | 22.4 | -19.0 | -1.9 | 17.7 | 46.7 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | -273.4 | 36.2 | 18.1 | -15.4 | -1.5 | 14.3 | 37.9 |
| CAPEX | 115.0 | 255.0 | 20.0 | 20.0 | 90.0 | 20.0 | 70.0 |
| Amortyzacja | 153.3 | 122.6 | 112.7 | 106.0 | 102.1 | 98.5 | 70.0 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | -80.7 | -7.4 | -3.6 | -7.5 | -0.3 | -18.5 | 0.5 |
| Leasing | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| FCF | -160.4 | -94.8 | 108.4 | 72.1 | 4.8 | 105.3 | 31.3 |
| WACC | 7.9% | 7.2% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| Współczynnik dyskonta | 0.00 | 0.93 | 0.86 | 0.80 | 0.74 | 0.69 | |
| DFCF | 0.00 | -88.4 | 93.6 | 57.6 | 3.6 | 72.1 | |
| Wzrost w fazie II | 0.5% | | | | | | |
| Suma DFCF - Faza I | 138.6 | | | | | | |
| Suma DFCF - Faza II | 286.3 | | | | | | |
| Wartość Firmy (EV) | 424.9 | | | | | | |
| Dług netto (bez leasingu, znorm. o rezerwę CO2) | -66 | | | | | | |
| Rezerwa rekultywacyjna | 0 | | | | | | |
| Udziały mniejszości | 2 | | | | | | |
| Wartość godziwa | 488.2 | | | | | | |
| Liczba akcji (mIn szt.) | 50.8 | | | | | | |
| Wartość godziwa na akcję na 31.12.2020 | 9.6 | | | | | | |
| Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN) | 10.2 | | | | | | |
| Cena bieżąca | 10.0 | | | | | | |
| Dywidenda | 0.0 | | | | | | |
| Oczekiwana stopa zwrotu | 2% | | | | | | |

Źródło: prognozy DM PKO BP

| WACC | | | | | | | |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2025P< |
| Stopa wolna od ryzyka | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| Premia rynkowa | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Premia za ryzyko długu | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| Stopa podatkowa | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% |
| Koszt kapitału własnego | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| Koszt długu | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% |
| Waga kapitału własnego | 97.8% | 84.1% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| Waga długu | 2.2% | 15.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| WACC | 7.9% | 7.2% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

| | | Wzrost w fazie II | | | | |
|------|------|-------------------|------|------|------|------|
| | | -0.5% | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% |
| WACC | 7.0% | 10.2 | 10.6 | 11.1 | 11.7 | 12.4 |
| | 7.5% | 9.8 | 10.2 | 10.6 | 11.1 | 11.7 |
| | 8.0% | 9.5 | 9.8 | 10.2 | 10.6 | 11.1 |
| | 8.5% | 9.2 | 9.5 | 9.8 | 10.2 | 10.6 |
| | 9.0% | 8.9 | 9.2 | 9.5 | 9.8 | 10.2 |

Źródło: DM PKO BP

Wskaźniki spółek porównywalnych

| Spółka | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | 2020P | 2021P | 2022P | 2020P | 2021P | 2022P |
| PGE (Bloomberg) | 12,5 | 5,6 | 6,0 | 3,9 | 3,1 | 3,0 |
| Energa (Bloomberg) | 8,3 | 8,2 | 9,8 | 5,5 | 5,1 | 5,1 |
| Enea (Bloomberg) | 2,7 | 2,4 | 2,4 | 3,1 | 2,8 | 2,8 |
| Tauron (Bloomberg) | 5,9 | 3,6 | 3,1 | 5,4 | 4,6 | 4,3 |
| CEZ (Bloomberg) | 10,5 | 11,3 | 10,1 | 5,3 | 5,7 | 5,6 |
| Engie | 15,6 | 10,6 | 9,8 | 6,3 | 5,6 | 5,4 |
| Iberdrola | 18,7 | 17,6 | 16,6 | 10,9 | 10,2 | 9,7 |
| EDF | 19,1 | 16,3 | 14,4 | 5,2 | 4,8 | 4,6 |
| E.ON | 15,4 | 13,4 | 10,7 | 8,5 | 8,1 | 7,6 |
| Verbund | 29,5 | 28,4 | 25,3 | 14,9 | 14,3 | 13,3 |
| RWE | 19,9 | 16,2 | 16,9 | 7,8 | 7,1 | 6,9 |
| Mediana | 15,4 | 11,3 | 10,1 | 5,5 | 5,6 | 5,4 |
| ZE PAK (PKO BP) | nm | 15,0 | 31,4 | 5,6 | 4,1 | 4,3 |
| Premia/dyskonto | nm | 32% | 211% | 2% | -27% | -20% |

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów | 2 948 | 2 705 | 2 443 | 2 305 | 2 878 | 2 168 | 1 874 | 1 903 | 1 763 |
| Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów | -4 651 | -2 241 | -2 035 | -2 628 | -3 186 | -2 097 | -1 713 | -1 767 | -1 670 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | -1 703 | 463 | 408 | -323 | -308 | 71 | 161 | 137 | 93 |
| EBITDA | 494 | 594 | 512 | 90 | 394 | 112 | 173 | 141 | 93 |
| Koszty sprzedaży | -116 | -113 | -124 | -128 | -121 | -119 | -116 | -114 | -112 |
| Zysk z działalności operacyjnej | -1 796 | 371 | 290 | -477 | -424 | -338 | 45 | 22 | -19 |
| Zysk przed opodatkowaniem | -1 833 | 308 | 259 | -515 | -440 | -343 | 42 | 20 | -21 |
| Podatek dochodowy | -47 | -58 | -75 | 52 | -6 | 0 | -8 | -4 | 0 |
| Zyski (straty) mniejszości | 1 | 3 | 0 | -3 | -1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| Zysk (strata) netto | -1 881 | 248 | 183 | -460 | -445 | -339 | 34 | 16 | -21 |
| Bilans | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P |
| Aktywa Trwałe | 3 714 | 3 705 | 3 451 | 2 968 | 2 182 | 1 848 | 1 974 | 1 875 | 1 784 |
| Wartości niematerialne i prawne | 17 | 119 | 7 | 4 | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 3 475 | 3 394 | 3 285 | 2 791 | 1 960 | 1 626 | 1 752 | 1 653 | 1 561 |
| Pozostałe aktywa długoterminowe | 221 | 191 | 160 | 173 | 163 | 163 | 163 | 163 | 163 |
| Aktywa Obrotowe | 1 260 | 1 099 | 1 007 | 902 | 936 | 831 | 705 | 812 | 859 |
| Zapasy | 158 | 105 | 98 | 109 | 104 | 69 | 56 | 58 | 55 |
| Należności | 268 | 246 | 253 | 354 | 229 | 172 | 149 | 151 | 140 |
| Pozostałe aktywa krótkoterminowe | 374 | 321 | 298 | 97 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 |
| Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne | 460 | 427 | 358 | 341 | 415 | 402 | 311 | 415 | 475 |
| Aktywa razem | 4 974 | 4 804 | 4 458 | 3 870 | 3 118 | 2 679 | 2 679 | 2 688 | 2 642 |
| Kapitał Własny | 1 885 | 2 090 | 2 210 | 1 687 | 1 176 | 837 | 871 | 872 | 836 |
| Zobowiązania | 3 089 | 2 715 | 2 248 | 2 184 | 1 942 | 1 842 | 1 808 | 1 816 | 1 806 |
| Zobowiązania długoterminowe | 1 830 | 1 447 | 1 249 | 974 | 988 | 931 | 928 | 928 | 926 |
| Kredyty i pożyczki | 925 | 588 | 303 | 59 | 85 | 28 | 24 | 25 | 23 |
| Pozostałe rezerwy | 905 | 859 | 946 | 915 | 904 | 904 | 904 | 904 | 904 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 1 260 | 1 268 | 1 000 | 1 210 | 953 | 911 | 880 | 888 | 880 |
| Kredyty i pożyczki | 387 | 422 | 350 | 361 | 47 | 15 | 13 | 14 | 13 |
| Pozostałe rezerwy | 636 | 543 | 504 | 694 | 797 | 797 | 797 | 797 | 797 |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe | 513 | 427 | 396 | 598 | 695 | 695 | 695 | 695 | 695 |
| Pasywa razem | 4 974 | 4 804 | 4 458 | 3 870 | 3 118 | 2 679 | 2 679 | 2 688 | 2 642 |
| Rachunek Przepływów Pieniężnych | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej | 467 | 536 | 479 | 367 | 448 | -103 | 170 | 139 | 98 |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej | -415 | -184 | -58 | -61 | 19 | -115 | -255 | -20 | -20 |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej | -24 | -387 | -447 | -325 | -356 | -88 | -6 | -15 | -18 |
| Wskaźniki (%) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P |
| ROE | -65,9% | 12,5% | 8,5% | -23,6% | -31,1% | -33,7% | 4,0% | 1,9% | -2,5% |
| Dług netto | 850,6 | 582,5 | 294,1 | 79,0 | -283,0 | -358,6 | -273,6 | -376,7 | -440,0 |

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

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

Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

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

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

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

Stosowane metody wyceny

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

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

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

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

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

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

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

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

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

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

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

| Emitent: | Zastrzeżenie |
|----------|--------------|
| ZE PAK | - |

Objaśnienia:

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

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

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

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

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

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

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

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

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

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

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

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

| Spółka | Rekomendacja | Data rekomendacji | Cena docelowa | Cena odnośna* | Kapitalizacja (mln PLN) | P/E | | | EV/EBITDA | | | Analityk |
|------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|-------------------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|--------------------|
| | | | | | | 2018 | 2019P | 2020P | 2018 | 2019P | 2020P | |
| Asseco SEE | Kupuj | 2019-07-19 | 20.50 | 16.8 | 2356.0 | 9.5 | 10.0 | 20.9 | 4.0 | 7.3 | 10.6 | Małgorzata Żelazko |
| Apator | Trzymaj | 2019-07-22 | 24.30 | 24.3 | 602.9 | 10.7 | 13.1 | 9.9 | 7.0 | 6.5 | 6.4 | Piotr Łopaciuk |
| Mabion | Kupuj | 2019-07-26 | 105.00 | 85.5 | 460.4 | nm | nm | nm | 0.0 | 0.0 | 0.0 | Dawid Górzyński |
| ZE PAK | Trzymaj | 2019-07-26 | 7.50 | 7.0 | 508.0 | nm | nm | nm | 5.1 | 1.3 | 4.7 | Andrzej Rembelski |
| Asseco SEE | Trzymaj | 2019-11-19 | 25.00 | 23.8 | 2356.0 | 9.5 | 10.0 | 20.9 | 4.0 | 7.3 | 10.6 | Małgorzata Żelazko |
| ZE PAK | Trzymaj | 2019-12-04 | 7.80 | 7.4 | 508.0 | nm | nm | nm | 5.1 | 1.3 | 4.7 | Andrzej Rembelski |
| Apator | Trzymaj | 2019-12-05 | 22.5 | 21.10 | 602.9 | 10.7 | 13.1 | 9.9 | 7.0 | 6.5 | 6.4 | Piotr Łopaciuk |
| Mabion | Kupuj | 2019-12-16 | 100.00 | 60.2 | 460.4 | nm | nm | nm | 0.0 | 0.0 | 0.0 | Dawid Górzyński |
| Asseco SEE | Trzymaj | 2020-03-16 | 27.20 | 25 | 2356.0 | 9.5 | 10.0 | 20.9 | 4.0 | 7.3 | 10.6 | Małgorzata Żelazko |
| ZE PAK | Sprzedaj | 2020-04-24 | 6.50 | 7.66 | 508.0 | nm | nm | nm | 5.1 | 1.3 | 4.7 | Andrzej Rembelski |
| Apator | Trzymaj | 2020-04-29 | 19.5 | 19.00 | 602.9 | 10.7 | 13.1 | 9.9 | 7.0 | 6.5 | 6.4 | Piotr Łopaciuk |
| Mabion | Trzymaj | 2020-04-29 | 23 | 22.80 | 460.4 | nm | nm | nm | 0.0 | 0.0 | 0.0 | Dawid Górzyński |
| Asseco SEE | Trzymaj | 2020-06-03 | 41 | 40.40 | 2356.0 | 9.5 | 10.0 | 20.9 | 4.0 | 7.3 | 10.6 | Małgorzata Żelazko |
| MLP Group | Kupuj | 2020-07-31 | 95 | 72.50 | 1340.4 | 8.6 | 6.5 | 7.7 | 21.2 | 27.4 | 26.3 | Piotr Zybala |
| Asseco SEE | Trzymaj | 2020-08-25 | 48.5 | 48.40 | 2356.0 | 9.5 | 10.0 | 20.9 | 4.0 | 7.3 | 10.6 | Małgorzata Żelazko |
| Apator | Trzymaj | 2020-09-18 | 21.50 | 21.2 | 602.90 | 10.74 | 13.11 | 9.93 | 6.97 | 6.51 | 6.40 | Piotr Łopaciuk |
| ZE PAK | Trzymaj | 2020-10-01 | 10.2 | 10.00 | 508.0 | nm | nm | nm | 5.1 | 1.3 | 4.7 | Andrzej Rembelski |