

Sprzedaj, 6,50 PLN

Obniżona z: Trzymaj

24 kwietnia 2020 r., 07:30

Pierwszy krytyczny rok

2020 będzie pierwszym krytycznym rokiem dla ZE PAK. Spółka zabezpieczyła jedynie część swojego portfela generacyjnego na 2020 r., a tymczasem otoczenie stało się bardziej wymagające. Z tego powodu oczekujemy spadku EBITDA o ponad 50% r/r do 190 mln PLN w 2020 r. Kolejny punkt krytyczny nadejdzie w 2025 r. – bez wsparcia z tytułu KDT i z rynku mocy, EBITDA spółki może spaść do zaledwie 70-80 mln PLN. Obniżamy naszą rekomendację do SPRZEDAJ z ceną docelową 6,5 PLN.

EBITDA w 2020 r. spadnie o ponad 50%

ZE PAK nie zabezpieczył w pełni rocznych kontraktów terminowych w 2019 r. i liczył na korzystniejsze otoczenie w 2020 r. Niestety, sytuacja się pogorszyła – zużycie energii spadło o 2% r/r w 1Q20, a produkcja farm wiatrowych i import netto wzrosły (odpowiednio o +11% r/r i o +58% r/r w 1Q20). Czynniki te wywierają presję na aktualne marże – np. modelowy CDS spot obniżył się z 14 PLN/MWh w 2019 r. do -30 PLN/MWh w 1Q20. Generalnie oczekujemy spadku EBITDA o ponad 50% r/r do 190 mln PLN w 2020 r.

Stare wady trzymają się mocno

Spółka w dalszym ciągu nie uzyskała pozwolenia na budowę nowej kopalni odkrywkowej w Ościskowie – zarząd oczekuje, że jej produkcja wyniesie ok. 2,5 mln t rocznie w latach 2024-2036 (31,3 mln t rezerw), w porównaniu do szacowanego przez nas rocznego zużycia węgla na poziomie 5-6 mln ton. Ponadto bieżącą rentowność znacznie wspierają dopłaty z tytułu KDT (ok. 160 mln PLN rocznie w 2021-23 r.), a dodatkowo zwiększy ją wsparcie z rynku mocy (540 mln PLN w 2021-24 r.). W efekcie wyniki ZE PAK w długim terminie znajdą się pod znaczną presją, jeżeli nie pojawią się jakieś nowe programy wsparcia – taki scenariusz jest skomplikowany dla najmniej ekologicznych elektrowni opartych o węgiel brunatny.

Żadnych szczegółów na temat zielonej transformacji

Nadal czekamy na ogłoszenie przez ZE PAK bliższych informacji na temat zielonej transformacji. Jak na razie spółka zakupiła niewielki hydrolizer (5 MW) i podpisała umowę na przebudowę kotła 50 MW pod kątem spalania biomasy (90 mln PLN). Zielona transformacja może być dla spółki trudna – np. budowa farm wiatrowych o mocy 100 MW kosztowałaby ok. 600-700 mln PLN.

mln PLN	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 305	2 878	2 820	2 529	2 507
EBITDA	90	394	190	298	239
EBIT	-477	-424	43	174	114
Zysk netto	-460	-445	30	137	89
P/E	nm	nm	12,9	2,8	4,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,1	1,7	3,0	1,6	1,7
EPS	-9,05	-8,76	0,59	2,69	1,75
DPS	1,20	0,00	0,00	0,20	0,30
FCF	-	-	112	93	86
CAPEX	72	35	100	170	135

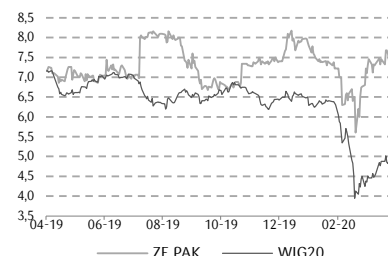
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	7,66
Upside	-15%
Liczba akcji (mn)	50,80
Kapitalizacja (mln PLN)	389,13
Free float	39%
Free float (mln PLN)	152
Free float (mln USD)	36
EV (mln PLN)	567,74
Dług netto (mln PLN)	-396,27

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

Akcjonariusze	% Akcji
Zygmunt Solorz-Żak	60,92
OFE PZU Złota Jesień	9,10
OFE NN	5,02
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa	
Trzymaj	04-12-19	7,80
Trzymaj	26-07-19	7,50

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	15,7%	12,6%
3 miesiące	-24,5%	-2,8%
6 miesięcy	-26,4%	11,3%
12 miesięcy	-31,3%	6,1%
Min 52 tyg. PLN		5,60
Max 52 tyg. PLN		8,18
Średni dzienny obrót mln PLN		0,13

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

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

P - Prognozy DM PKO BP

Czynniki ryzyka:

- Otoczenie regulacyjne (w tym unijna polityka klimatyczna)
- Ceny prądu na dynamicznie zmieniającym się rynku (rynek mocy od 2021 r., wzrost importu, rosnący udział OZE)
- Ryzyko wolumenów produkcji
- Niedopasowanie horyzontu operacyjnego elektrowni i odkrywki (w tym ryzyko niezyskania pozwolenia na wydobycie)
- CAPEX i zwrot z inwestycji wynikających między innymi z zielonej transformacji.

Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF.

Zgodnie z naszymi wyliczeniami wartość godziwa ZE PAK wynosi 6,5 PLN za akcję.

Nasz model DCF obejmuje prognozę wszystkich kluczowych parametrów spółki do 2025 r. W drugim etapie zakładamy tempo wzrostu na poziomie 0%.

Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka dla PLN przyjęta jest na poziomie 2,5%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji skarbowych. Beta przyjęta jest na poziomie 1.2x z uwagi na zwiększone ryzyko regulacyjne związane z działalnością ZE PAK (niezbędne koncesje na produkcję z nowych złóż węgla brunatnego, unijne regulacje dotyczące CO₂, wymogi środowiskowe). Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 6%. Zdyskontowaliśmy wszystkie wolne przepływy pieniężne spółki na dzień 31 grudnia 2019 r. i dodaliśmy dług netto skorygowany o MSSF 16 oraz opłaty z tytułu CO₂ za rok 2019, a także uwzględniliśmy rezerwę na rekultywację.

Model DCF							
młn PLN	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
EBIT	43.1	173.7	114.1	-36.3	-26.2	-39.3	37.1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	34.9	140.7	92.4	-29.4	-21.2	-31.8	30.0
CAPEX	100.0	170.0	135.0	135.0	105.0	40.0	40.0
Amortyzacja (bez leasingu)	140.6	118.3	119.3	119.9	119.6	116.4	40.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-36.7	-3.5	-9.0	-5.5	1.2	12.4	0.0
FCF	112.15	92.6	85.8	-39.0	-7.8	32.2	30.0
WACC	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Współczynnik dyskonta	0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.57	
DFCF	102.23	76.9	65.0	-26.9	-4.9	18.5	
Wzrost w fazie II	0.0%						
Suma DFCF - Faza I	230.7						
Suma DFCF - Faza II	177.7						
Wartość Firmy (EV)	408.4						
Dług netto (bez leasingu, znorm. o rezerwę CO ₂)	10						
Rezerwa rekultywacyjna	102						
Udziały mniejszości	2						
Wartość godziwa	294.4						
Liczba akcji (młn szt.)	50.8						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	5.8						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	6.5						
Cena bieżąca	7.66						
Dywidenda	0.0						
Oczekiwana stopa zwrotu	-15%						

Źródło: prognozy DM PKO BP

Główne założenia wyceny:

- Wyłączenie bloków 3, 4 i 6 w elektrowni Pątnów I oczekiwane jest w 2020 r. (średnio w połowie roku). W średnim terminie oczekujemy spadku wolumenu produkcji do poziomu poniżej 4,7 TWh.
- Wsparcie z rynku mocy w latach 2021-2024 spodziewane jest na poziomie 540 mln PLN, a wynagrodzenie z tytułu zakończenia KDT powinno sięgnąć łącznie 490 mln PLN w okresie 2020-2022.
- Oczekujemy stopniowego wzrostu cen CO₂ ze średniego poziomu 21 EUR w 2020 r. do 26 EUR w 2025 r. Praktycznie cała nadwyżka kosztów CO₂ przenoszona jest na ceny energii, podobnie jak oczekiwane niższe ceny węgla kamiennego w średnim terminie.
- Kurs EUR/PLN prognozowany na poziomie 4.4-4.5.
- Średnioterminowa inflacja kosztów założona na poziomie 2%.
- Spodziewamy się realizacji inwestycji w Koninie w 2020-2021 r. i budowy nowej kopalni odkrywkowej w Ościstowie, a także ogólnej modernizacji elektrowni Pątnów II (wraz z jej dostosowaniem do wymogów BAT) w 2024 r.
- Oczekujemy zakończonej sukcesem reorganizacji działalności wydobywczej spółki, w tym w szczególności stopniowego ograniczenia liczby odkrywek.
- Nasza wycena sporządzona jest zgodnie z wymogami sprzed wprowadzenia MSSF 16, co oznacza, że koszty leasingu obniżają FCFF, a dług netto nie obejmuje zobowiązań leasingowych.

WACC	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
Stopa wolna od ryzyka	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Premia rynkowa	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
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	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Koszt długu	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
Waga kapitału własnego	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Waga długu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
WACC	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
WACC	6.54	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
	8.7%	6.5	6.8	7.0	7.3	7.6
	9.2%	6.4	6.5	6.8	7.0	7.3
	9.7%	6.2	6.4	6.5	6.8	7.0
	10.2%	6.0	6.2	6.4	6.5	6.8
	10.7%	5.9	6.0	6.2	6.4	6.5

Źródło: DM PKO BP

Analiza porównawcza

Wskaźniki spółek porównywalnych

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
PGE	9.0	3.2	3.5	3.4	2.5	2.7
Energa	6.0	6.0	-	4.5	4.4	4.2
Enea	2.8	2.1	2.8	2.8	2.5	2.6
Tauron	2.8	1.9	2.6	4.7	4.1	4.2
CEZ	11.5	13.0	12.5	5.6	5.8	5.6
Engie	10.5	8.5	7.8	5.5	5.1	4.8
Iberdrola	16.0	15.1	14.2	10.3	9.7	9.1
EDF	11.9	10.9	9.4	4.4	4.2	4.0
Innogy	28.7	26.2	21.2	10.7	10.4	10.2
E.ON	13.6	12.0	9.9	7.5	7.2	6.9
Verbund	24.4	25.6	24.3	12.7	12.7	12.5
RWE	15.2	12.5	12.6	5.2	4.6	4.5
Mediana	11.7	11.5	9.9	5.3	4.9	4.7
ZE PAK (PKO BP)	12.9	2.8	4.4	3.0	1.6	1.7
Premia/dyskonto	11%	-75%	-56%	-44%	-66%	-63%

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

ZE PAK notowane jest ze znacznym dyskontem wobec podmiotów porównawczych. Uważamy je za uzasadnione z uwagi na wysoki udział programów wsparcia w EBITDA, portfel produkcyjny cechujący się dużą emisyjnością i stosunkowo wysoki koszt kapitału na skutek ryzyk regulacyjnych.

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	2 820	2 529	2 507	2 399
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-4 651	-2 241	-2 035	-2 628	-3 186	-2 659	-2 239	-2 279	-2 323
Zysk brutto ze sprzedaży	-1 703	463	408	-323	-308	162	290	228	76
EBITDA	494	594	512	90	394	190	298	239	90
Koszty sprzedaży	0	0	0	0	0	-192	-299	-239	-55
Koszty ogólnego zarządu	-5	-4	-4	-4	-5	-5	-5	-5	-5
Zysk z działalności operacyjnej	-1 796	371	290	-477	-424	43	174	114	-36
Zysk przed opodatkowaniem	-1 833	308	259	-515	-440	38	171	111	-39
Podatek dochodowy	-47	-58	-75	52	-6	-7	-32	-21	0
Zyski (straty) mniejszości	1	3	0	-3	-1	0	1	1	0
Zysk (strata) netto	-1 881	248	183	-460	-445	30	137	89	-39
Bilans	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa Trwałe	3 714	3 705	3 451	2 968	2 182	2 135	2 181	2 191	2 200
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	1 913	1 959	1 969	1 978
Pozostałe aktywa długoterminowe	221	191	160	173	163	163	163	163	163
Aktywa Obrotowe	1 260	1 099	1 007	902	936	952	994	1 066	999
Zapasy	158	105	98	109	104	87	73	75	76
Należności	268	246	253	354	229	224	201	199	191
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	374	321	298	97	189	189	189	189	189
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	460	427	358	341	415	453	531	604	544
Aktywa razem	4 974	4 804	4 458	3 870	3 118	3 088	3 175	3 257	3 199
Kapitał Własny	1 885	2 090	2 210	1 687	1 176	1 207	1 333	1 407	1 353
Zobowiązania	3 089	2 715	2 248	2 184	1 942	1 881	1 842	1 850	1 846
Zobowiązania długoterminowe	1 830	1 447	1 249	974	988	940	936	936	934
Kredyty i pożyczki	925	588	303	59	85	36	33	32	31
Pozostałe rezerwy	905	859	946	915	904	904	904	904	904
Zobowiązania krótkoterminowe	1 260	1 268	1 000	1 210	953	941	906	914	912
Kredyty i pożyczki	387	422	350	361	47	20	18	18	17
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	3 088	3 175	3 257	3 199
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	467	536	479	367	448	214	266	224	92
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-415	-184	-58	-61	19	-100	-170	-135	-135
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-24	-387	-447	-325	-356	-75	-16	-16	-17
Wskaźniki (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
ROE	-65,9%	12,5%	8,5%	-23,6%	-31,1%	2,5%	10,8%	6,5%	-2,8%
Dług netto	850,6	582,5	294,1	79,0	-283,0	-396,3	-480,7	-553,9	-496,3

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biurowe Analiz Rynkowych

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

Biurowe Strategicznych Klientów Indywidualnych

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

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych 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 sporządzanie rekomendacji. 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. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie 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

Rekomendacja 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:

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

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

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

Ujawnienia

Rekomendacja 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.

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

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez 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	1536,07	9,5	10,0	15,6	4,0	7,3	8,0	Małgorzata Żelazko
Apator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	547,3	10,7	8,2	8,4	7,0	5,6	5,52	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	285,30	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,50	7,0	389,13	nm	nm	12,9	5,1	1,7	3,0	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25,00	23,8	1536,07	9,5	10,0	15,6	4,0	7,3	8,0	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,4	389,13	nm	nm	12,9	5,1	1,7	3,0	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2019-12-05	22,5	21,10	547,3	10,7	8,2	8,4	7,0	5,6	5,52	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-12-16	100,00	60,2	285,30	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-03-16	27,20	25	1536,07	9,5	10,0	15,6	4,0	7,3	8,0	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Sprzedaj	2020-04-24	6,50	7,66	389,13	nm	nm	12,9	5,1	1,7	3,0	Andrzej Rembelski