

ENERGA SA – „Prawdopodobnie najtańsza” spółka infrastrukturalna na świecie z wysokiej klasy aktywami

Autor: Filip Szubert, akcjonariusz Energa SA



Materiał powstał w ramach współpracy z fundacją To Co Najważniejsze, która reprezentuje ponad tysiąc poszkodowanych, drobnych akcjonariuszy Energa SA

Zastrzeżenia prawne i ujawnienia

Niniejszy materiał nie stanowi oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi też porady w dziedzinie finansów ani inwestycji.

Treść poniższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb Czytelnika oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza analiza nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych.

Autor analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Przed podjęciem decyzji o inwestycji w jakikolwiek instrument finansowy rekomenduje się konsultację z licencjonowanym doradcą inwestycyjnym.

Wszystkie dane/informacje zawarte w opracowaniu opierają się na danych/informacjach dostępnych publicznie. Wszystkie szacunki i prognozy zostały przygotowane z najwyższą starannością, ale mogą nie odzwierciedlać rzeczywistości i przyszłych wyników. Autor jest mniejszościowym udziałowcem spółki Energa, co mogło mieć wpływ na przedstawione szacunki/prognozy i poglądy, co w szczególności dotyczy wszelkich informacji o wycenach. Przedstawione w materiale wyceny opierają się na powszechnie przyjętych i szeroko stosowanych metodach analizy fundamentalnej, takich jak metoda skorygowanej wartości księgowej, metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), metoda wyceny porównawczej do podobnych spółek notowanych na giełdach lub do transakcji przejęć dotyczących podobnych spółek oraz metoda wyceny przez sumę części składowych (SoTP).

Niniejsze opracowanie nie jest i w żadnym wypadku nie powinno być traktowane jako porada prawna. Ze względu na strukturę akcjonariatu Energa SA, rekomenduje się konsultację prawną dotyczącą możliwych działań głównego akcjonariusza Orlen SA (posiadającego 90,9% akcji i 93,3% głosów na WZA) i ich wpływu na sytuację akcjonariuszy mniejszościowych Energa SA.

Za sporządzenie niniejszego materiału Autor nie otrzymał i nie otrzyma w przyszłości żadnego wynagrodzenia od Fundacji To Co Najważniejsze, ani też od nikogo innego.

Kursy akcji do obliczeń (jeżeli nie jest to wskazane inaczej w materiale) zostały ustalone na podstawie zamknięcia notowań GPW w dniu **05.11.2025**, w szczególności dla: Energa – 15,54 PLN, Tauron – 10,46 PLN, PGE – 11,7 PLN i Enea – 22,80 PLN.

Autor materiału: Filip Szubert (akcjonariusza spółki Energa SA). Materiał powstał we współpracy z **Fundacją To Co Najważniejsze**, która reprezentuje ponad tysiąc poszkodowanych, drobnych akcjonariuszy Energa SA

Filip Szubert – posiada 25-letnie doświadczenie jako doradca biznesowy przy fuzjach i przejęciach (M&A) i w inwestycjach kapitałowych. Pracował w bankowości inwestycyjnej/działach M&A Citibank i BRE Corporate Finance, firmie doradczej McKinsey & Co. oraz jako Dyrektor Inwestycyjny w funduszu private equity Penta Investments. Absolwent Politechniki Warszawskiej i studiów MBA na Kellogg School of Management. Ukończył cykl egzaminacyjny Chartered Financial Analyst (CFA).

Dane kontaktowe:

- Filip Szubert: fszubert@gmail.com.

- Fundacja „To co najważniejsze”: biuro@tcn.org.pl

Podsumowanie (1/2)

SYTUACJA FINANSOWA ENERGI

Energa jest **wysokiej jakości spółką infrastrukturalną**, która koncentruje się na “czystych”, regulowanych i wspieranych aktywach – **dystrybucji energii, energii odnawialnej (OZE) i elektrowniach gazowo-parowych CCGT (jako źródło tymczasowe)**. Nie ma znaczącej ekspozycji na węgiel pod względem aktywów, EBITDA i lokalizacji/liczby pracowników, a bilans nie zawiera aktywów osieroconych lub które mogą wkrótce okazać się osierocone.

Energa właśnie kończy „**Fazę I**” dużego, transformacyjnego programu inwestycyjnego (**22,5 mld PLN** całkowitych nakładów inwestycyjnych/wydatków M&A w porównaniu z 6 mld PLN amortyzacji w latach 2021-2025P), która **podwoiła wartość aktywów trwałych Energa** i będzie **silnie wspierała wzrost EBITDA** w latach 2026-2027. **W 2026 r. rozpocznie się eksploatacja nowych aktywów wytwórczych – 2 nowych elektrowni gazowo-parowych CCGT** oraz nabytych projektów OZE. Wszystkie **elektrownie CCGT** Energi uzyskały w aukcjach Rynku Mocy **atrakcyjne, najwyższe w ostatnich latach** stawki wsparcia na 17 lat.

W wyniku uruchamianych inwestycji wytwórczych i systematycznego, ok. 50% wzrostu wartości regulacyjnej aktywów w dystrybucji **należy oczekiwać wzrostu EBITDA z poziomu ok. 2 mld PLN w 2020 roku do ok. 5-7mld PLN rocznie w latach 2026-2030.**

Poziom zadłużenia netto jest komfortowy i wynosi **3,2xEBITDA w 2025 r.**, a według prognoz spadnie do **2,5xEBITDA w 2028 r.**, pomimo planu nakładów inwestycyjnych w wysokości około 30 mld PLN na lata 2026-2030. **Bardzo dobra sytuacja finansowa i odporność modelu biznesowego Energa** została potwierdzona przez **agencję ratingową Fitch** i będzie silnie wspierana przez około **10 mld PLN preferencyjnego finansowania oprocentowanego na 0,5% na 25 lat z otrzymanego w ramach KPO kredytu**

WYCENA ENERGI

Obecna **wycena „rynkowa”** Energii na GPW **zupełnie nie odzwierciedla wartości wewnętrznej jej aktywów** z powodu:

- **Niskiej płynności akcji Energa** po nabyciu przez Orlen 90,1% akcji w 2020 r.
- **Ryzyka podjęcia przez Orlen działań** zmniejszających bieżące zyski Energa oraz potencjalnie **niekorzystnej dla akcjonariuszy mniejszościowych propozycji rozwiązania sytuacji** - brak jasności co do przyszłości firmy Energa i jej akcji na GPW
- **Efektu zakotwiczenia ceny na poziomie 8,35 PLN** – w 2020 r. Skarb Państwa sprzedał w środku pandemii akcje Energa do Orlenu znacznie poniżej ich wartości godziwej, a Orlen zmusił innych inwestorów do sprzedaży swoich akcji pod groźbą wycofania Energii z GPW*
- **Braku pokrycia analitycznego**
- **Braku polityki dywidendowej** lub jakichkolwiek wskazówek dotyczących dywidendy w przyszłości

* Szerzej na ten temat w uzasadnieniu wyroku w sprawie „delistingowej Energa” – wyrok Sądu Okręgowego w Gdańsku, sygnatura akt IX GC 1164/20

Podsumowanie (2/2)

WYCENA ENERGII – cd.

W oparciu o wszystkie możliwe metody wyceny **wartość netto aktywów Energa** można oszacować na **40-60 PLN za akcję** w porównaniu z aktualną ceną ok. 15 PLN. Nawet przy uwzględnieniu „polskiego dyskonta energetycznego na GPW” porównywalna wycena akcji Energa w stosunku do innych polskich spółek z **tej branży wynosi 30-40 PLN**. Należy zauważyć, że **średnia z wszystkich metod wycen – około 47 PLN** – oznacza wskaźnik wynoszący **zaledwie 6,6-krotność oczekiwanej EBITDA w 2027 r.** (pierwszy rok pełnego efektu inwestycji z „Fazy I”) co jest wartością zdecydowanie poniżej mnożników po których **PGE za zgodą MAP odkupił w 2023 roku** porównywalną spółkę **PKP Enegetyka** od prywatnego funduszu zagranicznego (**7,7xEBITDA**)

DECYZJA ORLENU WOBEC ENERGII

Orlen powinien jak najszybciej podjąć decyzję dotyczącą przyszłości Energi ponieważ obecna sytuacja nie pozwala na skuteczne zarządzanie segmentem energetycznym Orlenu (brak jasnego podziału odpowiedzialności, brak realizacji synergii i problemy z koordynacją) i utrudnia realizację planów Orlenu dotyczących szybkiego rozwoju najważniejszego segmentu w nowej strategii (**a od ogłoszenia nowej strategii Orlenu minął już prawie rok**).

W przypadku **scenariusza pozostawienia Energa na giełdzie i aportu aktywów energetycznych Orlenu w zamian za nowe akcje Energa** niezbędne jest równoczesne przeprowadzenie **wtórnej oferty publicznej (SPO) do inwestorów kapitałowych lub pozyskanie nowego inwestora finansowego typu EBOR lub fundusz infrastrukturalny na pakiet rzędu 5-10%**. Umożliwi to uniknięcie przekroczenia 95% głosów na WZA przez Orlen. Kluczowe czynniki sukcesu dla tej operacji to:

- Mechanizm ustalania ceny emisyjnej wszystkich nowych akcji (także tych pod aport od Orlenu) oparty na **rzeczywistych warunkach rynkowych** (np. book building w trakcie SPO, negocjacje z inwestorem finansowym)
- Nowa, jasna **polityka dywidendowa** musi być częścią SPO/transakcji z inwestorem finansowym
- Podjęcie działań w celu „**urynkowania**” **obecnych notowań Energa przed rozpoczęciem SPO** (jasna komunikacja zamiarów Orlen wobec Energa, uruchomienie pokrycia analitycznego Energa, działania IR/PR)

AKCJE ENERGIA - GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Inwestycja w Energę wiąże się z **szeregiem ryzyk**. Jednak biorąc pod **uwagę znaczny margines bezpieczeństwa** w wycenie aktywów, **największym ryzykiem jest nieuczciwe działanie większościowego akcjonariusza Orlenu wobec akcjonariuszy mniejszościowych**. Potencjalne niekorzystne działania Orlenu mogą obejmować m.in: wezwanie, a następnie wykup przymusowy poniżej wartości godziwej, nieuczciwy parytet w potencjalnej fuzji Energa-Orlen, emisję nowych akcji (w zamian za aktywa/kredyty od Orlenu) poniżej wartości księgowej/godziwej lub przedłużenie obecnej sytuacji z ograniczoną płynnością na GPW i brakiem wypłat dywidendy dla akcjonariuszy mniejszościowych.

ENERGA – OPIS GRUPY I SYTUACJA FINANSOWA

Energa – „prawdopodobnie najtańsza” spółka infrastrukturalna na świecie z wysokiej klasy aktywami

- 1

WYSOKIEJ KLASY AKTYWA

- Około **34 mld PLN*** „zdrowych” **aktywów energetycznych** – w pełni regulowana dystrybucja energii, moce wytwórcze OZE i wsparte rynkiem mocy nowe bloki CCGT. **Brak znaczących aktywów węglowych**
 - **~90% udział segmentów Dystrybucji Energii i Wytwarzania z OZE** w EBITDA 2025P
 - Oczekiwane **korzystne regulacje i otoczenie rynkowe** w nadchodzących latach, umożliwiające dalszy szybki rozwój i uzyskanie zwrotu z aktywów dystrybucyjnych powyżej kosztu kapitału i atrakcyjne wsparcie z rynku mocy
- 2

“FAZA I” PROGRAMU INWESTYCYJNEGO PRAWIE ZAKOŃCZONA

- **”Faza I” programu inwestycyjnego (22,5 mld PLN w latach 2021–2025P) jest praktycznie zakończona** wraz z uruchomieniem dwóch nowych elektrowni gazowo-parowych CCGT i nowych mocy OZE **w 2026 r.** (w sumie ponad **2000 MW** nowych mocy wytwórczych)
 - **Inwestycje w aktywa o stabilnych, atrakcyjnych zwrotach** (dystrybucja energii, wspierane CCGT i aktywa OZE)
- 3

PREFERENCYJNE KREDYTY I MOCNY RATING

- **~10 mld PLN w preferencyjnym kredycie z KPO oprocentowanym 0,5% na 25 lat** (wartość “dotacji” ok. 6 mld PLN)
 - Pomimo finalizacji “Fazy I” programu **inwestycyjnego dług netto na akceptowalnym poziomie 3,2x EBITDA 2025P**, a przy wsparciu kredytu KPO przewiduje się jego spadek do **2,5x EBITDA w 2028r**
 - **Bardzo dobra sytuacja finansowa i odporność modelu biznesowego** Energa została potwierdzona wielokrotnie przez agencję **ratingową Fitch** (także samodzielnie - niezależnie od wsparcia Grupy Orlen)
- 4

ESG – BARDZO WYSOKA OCENA

- Zrównoważony rating agencji Fitch „2” (66/100) – **„Dobry profil ESG”**

BARDZO NISKIE WSKAŹNIKI WYCENY	C/WK'25 C/WK'25 skorygowana*	C/Z				EV / EBITDA**		
		0,49	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
		0,39	4,8	3,4	3,1	5,1	4,1	3,8

* Skorygowane o elektrownie wodne i elektrownie szczytowo-pompowe, które nie są w znaczący sposób ujęte w bilansie, a generujemy znaczące zyski i cash-flow

** Liczony zgodnie z MSR 17, uwzględnia 950 mln udziałów mniejszości w CCGT Ostrołęka – spółka ta jeszcze bez wpływu na EBITDA 2025P, rozpocznie funkcjonowanie w 2026 roku

Źródło: Informacje firmy Energa do I półrocza 2025 r., własne prognozy na lata 2025–2027, raport ratingowy agencji Fitch dla Tauron SA z dnia 29.09.2025 (www.fitchratings.com)

ENERGA – Najważniejsze informacje finansowe

Aktywa
trwale
2025P

~34 mld PLN

Skorygowana wartość*
rzeczowych aktywów
trwałych (koniec 2025 r.)

Dług
netto
2025P

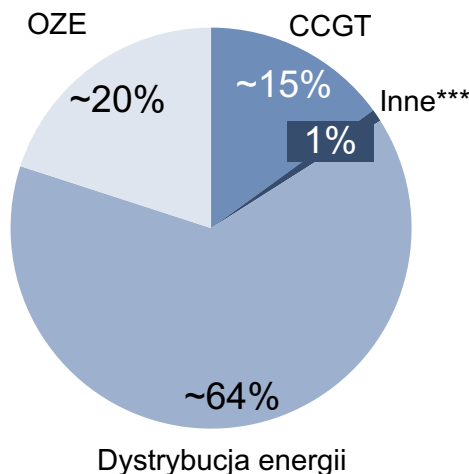
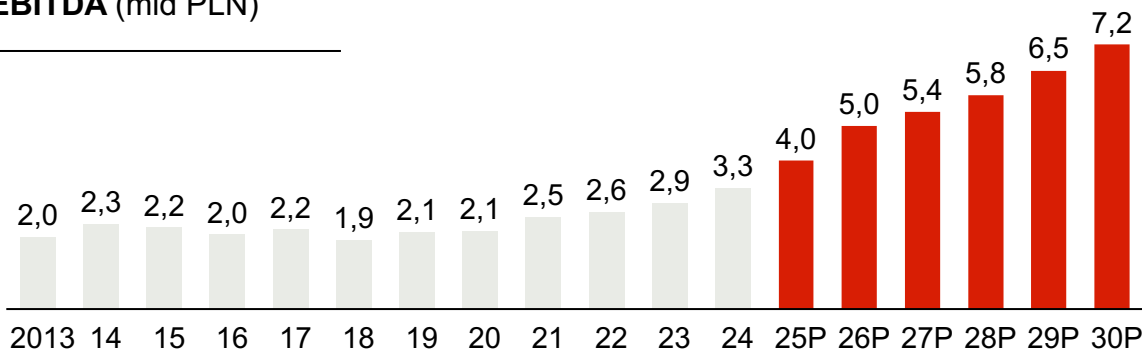
12,6 mld PLN**

($\approx 3,2 \times \text{EBITDA}'2025\text{P}$)

Kapitalizacja **6,4 mld PLN**

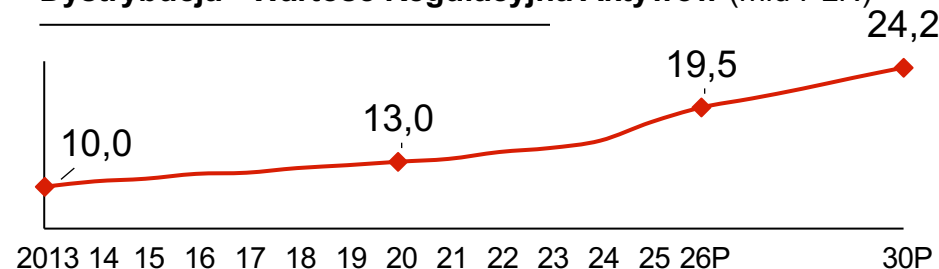
EV**** **20,0 mld PLN**

EBITDA (mld PLN)

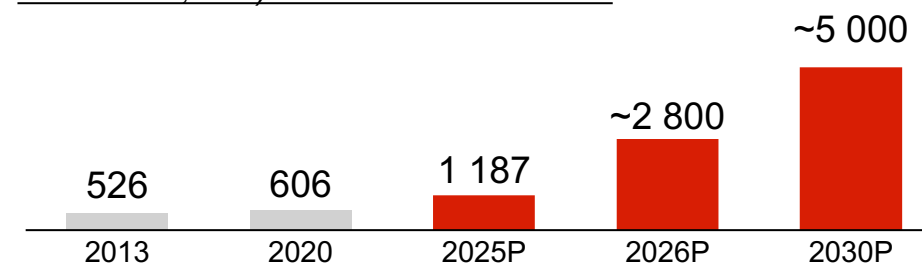


- Na bilansie **nie ma aktywów węglowych**. Jedyna elektrownia węglowa (Ostrołęka B) jest **całkowicie odpisana i zostanie zastąpiona** przez finalizowaną jednostkę CCGT w Ostrołęce
- „Faza 2” Planu Inwestycyjnego na lata 2026-2030 – ok. 30 mld PLN***** jest w całości skoncentrowana na dystrybucji energii, OZE oraz wspieranych CCGT i magazynach energii

Dystrybucja - Wartość Regulacyjna Aktywów (mld PLN)



Aktywa wytwórcze bez węgla i biomasy (moc netto na koniec roku, MW)



* Skorygowane o elektrownie wodne i elektrownie szczytowo-pompowe (~3,6 mld PLN), które nie są znacząco ujęte w bilansie, ale generują znaczne zyski i wolne przepływy pieniężne

** Bez leasingu (wynajmu długoterminowego)

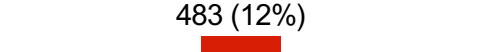
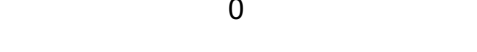
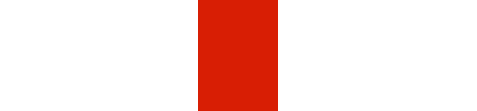
*** Segmenty obrotu energią i ciepła

**** Wartość przedsiębiorstwa oparta na aktualnej cenie akcji i oczekiwanej wartości długu netto na koniec 2025 r., w tym 0,95 mld PLN udziału mniejszościowego Orlenu w CCGT Ostrołęka

***** Średnio 6 mld PLN rocznie. Zakłada się zinflacyjny plan nakładów inwestycyjnych dla sieci uzgodniony z URE, 2 nowe bloki CCGT w 2029 r. w oparciu o podpisane umowy oraz inwestycje 1 mld PLN rocznie w OZE/magazyny

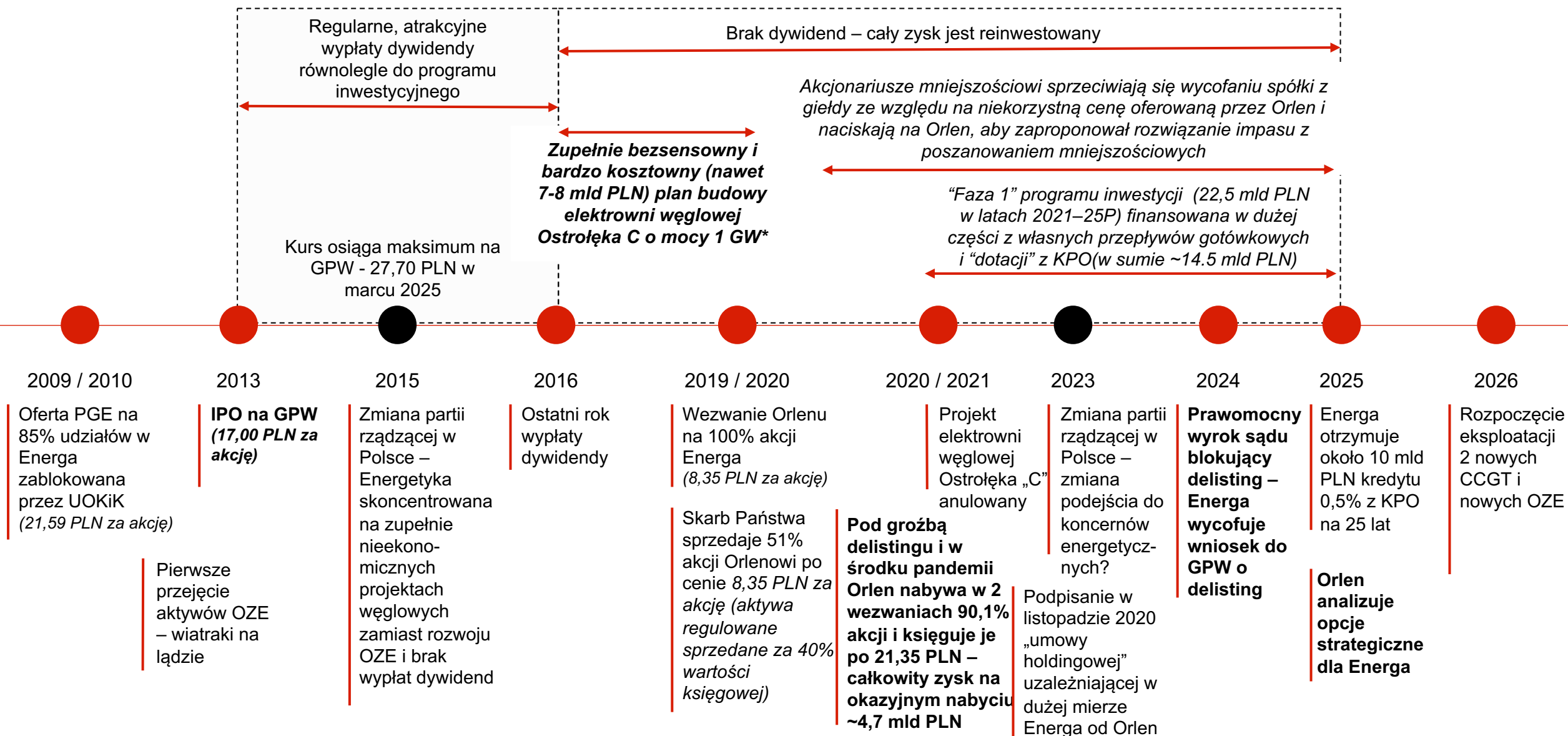
Źródło: Informacje spółki za lata 2013–2025 r. (do 1-szego półrocza); własne prognozy na lata 2025P–2030P

ENERGA skupia się na dystrybucji energii, OZE i wspieranych aktywach przejściowych

	 Dystrybucja energii	 Aktywa związane z energią odnawialną (OZE)	 Elektrownie CCGT jako wspierane źródło przejściowe
Opis	- Trzecia co do wielkości sieć dystrybucji energii w Polsce - Wartość Regulacyjna Aktywów (WRA) 2025 – 17,7 mld PLN 200 000 km linii energetycznych	- Całkowita zainstalowana moc 1041 MW - Energia wodna: 202 MW - Elektrownie szczytowo-pompowe: 157 MW - Energia wiatrowa na lądzie: 320 MW - Fotowoltaika: 362 MW - Projekty w różnych fazach rozwoju – 1100 MW	- Dwie nowe, bardzo wydajne elektrownie, które zostaną otwarte w 2026 r.: - Elektrownia Ostrołęka CCGT – 745 MW - Grudziądz I CCGT – 560 MW - Dwie dodatkowe elektrownie wspierane przez rynek mocy rozpoczynają budowę, a ich ukończenie planowane jest na 2029 r.: - Grudziądz II CCGT – 560 MW - Gdańsk CCGT – 561 MW
EBITDA 2025P* mln PLN (udział %)	3 132 (77%) 	483 (12%) 	0 
EBITDA 2027P* mln PLN (udział %)	3 411 (64%) 	963 (18%) 	766 (14%) 
Działalność regulowana			
Mechanizm wsparcia	Regulowany monopol naturalny z dopuszczalnym zwrotem ustalonym przez URE na podstawie szacunkowego kosztu kapitału	Wysokie ceny CO₂ wspierane przez politykę klimatyczną UE	Roczne płatności z rynku mocy przez 17 lat działalności (korygowane co roku o inflację) w celu pokrycia kosztów stałych, odsetek i obsługi zadłużenia. Roczne przychody od 2016 roku 486 mln PLN i dodatkowe roczne przychody od 2029 roku 561 mln PLN

* Udział innych rodzajów działalności w EBITDA 2025P – dostawy energii 6%, ciepło 1%, elektrownia węglowa 3%
Źródło: Informacje Energa SA, własne prognozy na lata 2025 i 2027

Historia ENERGA na GPW – jak doszło do obecnej, kuriozalnej sytuacji?



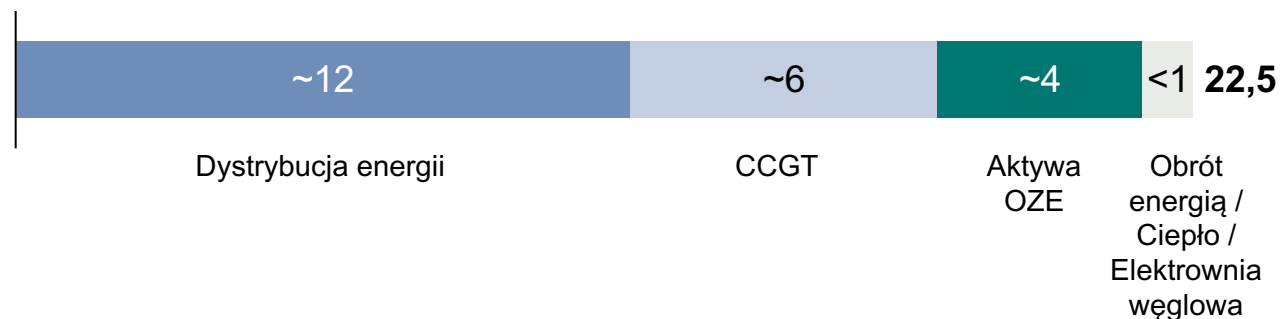
* Istnieje bardzo duże prawdopodobieństwo, że cała inwestycja musiałaby zostać odpisana już w dniu oddania do użytkowania

Źródło: Informacje publicznie dostępne

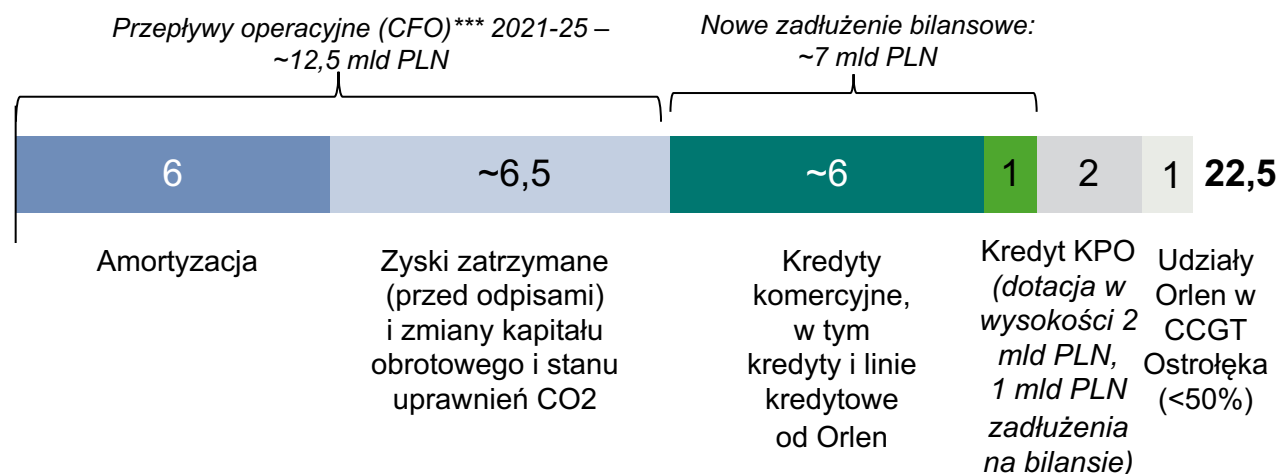
Prawie zakończona “Faza I” (2021–2025) programu inwestycyjnego znacznie wzmocniła aktywa i sytuację finansową Energi

w mld PLN

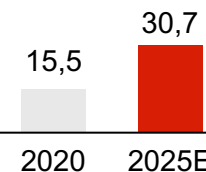
Struktura inwestycji (CAPEX i M&A) 2021–2025P



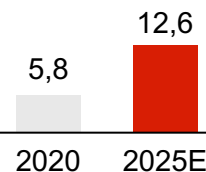
Źródła finansowania inwestycji (szacunkowo) 2021–2025P



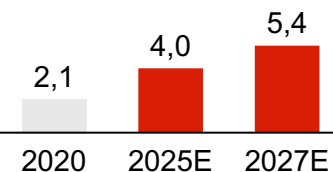
Podwojona wartość aktywów trwałych



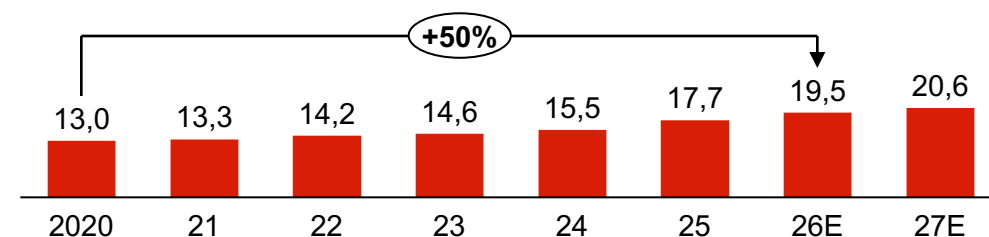
Zadłużenie netto**



EBITDA rośnie wraz z uruchamianiem aktywów



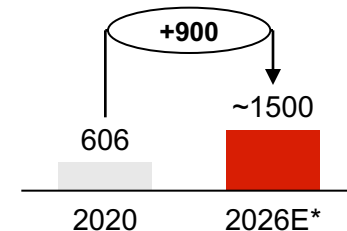
Znaczący wzrost WRA dystrybucji



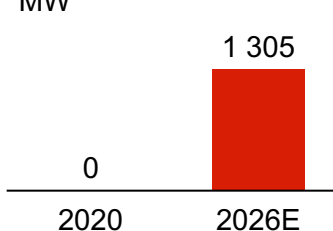
2,2 GW nowych mocy wytwórczych w OZE...

... oraz CCGT

MW



MW



* Przy założeniu braku nowych akwizycji, ** Bez leasingu *** CFO – cash flow from operations – przepływy operacyjne generowane przez spółkę po odsetkach, podatkach, zmianach NWC, rozliczeniu praw do emisji CO2, ale przed CAPEX

Źródło: Dane spółki za lata 2021–2024 oraz zwiększenie mocy produkcyjnych do 2026 r., własne prognozy finansowe na lata 2025–27

Prognozy finansowe Energa na lata 2025-2030 – szybki wzrost EBITDA dzięki finalizacji „Fazy 1” programu inwestycyjnego

(w mln PLN)

	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	CAGR 2024-2030
EBITDA (bez rozliczenia kredytu z KPO***)	3 302	4 001	4 992	5 373	5 841	6 501	7 222	14%
<i>Dystrybucja energii</i>	2 840	3 132	3 439	3 412	3 484	3 557	3 725	5%
<i>Odnawialne źródła energii (OZE)</i>	530	483	778	963	1 160	1 347	1 588	20%
<i>CCGT</i>	-	-	542	766	785	1 205	1 508	
<i>Obrót energią</i>	32	193	150	150	300	308	315	46%
<i>Ciepło</i>	27	59	59	79	111	114	117	28%
<i>Węgiel (Ostrołęka B)</i>	(44)	162	50	30	30	-	-	
								SUMA CAPEX
CAPEX	5490	5 881	6 685	6 600	5 681	5 471	5 071	40 877
								RAZEM
Zysk netto*	852	1 354	1 872	1 988	2 416	2 490	2 830	1208
<i>Zysk netto nieprzypisany Orlenowi (9,09%)</i>		123	170	181	220	241	273	
Zysk na akcję (PLN)	2,06	3,27	4,62	5,08	6,04	6,40	7,26	
Wartość księgowa na akcję (PLN)	28,5	31,8	36,4	41,5	47,5	53,9	61,2	
Szacowana wycena mnożnikowa** na akcję (PLN)	35,5	42,8	55,7	62,6	69,5	80,7	95,8	
Aktualne wskaźniki wyceny								
<i>C/Z</i>	7,6	4,8	3,4	3,1	2,6	2,4	2,1	
<i>EV/EBITDA</i>	5,7	5,1	4,1	3,8	3,5	3,1	2,8	
<i>C/WK raportowana</i>	0,60	0,49	0,43	0,37	0,33	0,29	0,25	

* Po udziałach mniejszości, dla 2024 – oczyszczony wg zdarzeń jednorazowych (odpisy) wg prezentacji wynikowej Energa SA ** Wycena SotP - na podstawie typowych wskaźników wyceny rynkowej dla poszczególnych segmentów – dystrybucja 8xEBITDA, OZE 9xEBITDA, CCGT 6xEBITDA, obrót 4xEBITDA, ciepło 6xEBITDA, węgiel – 0

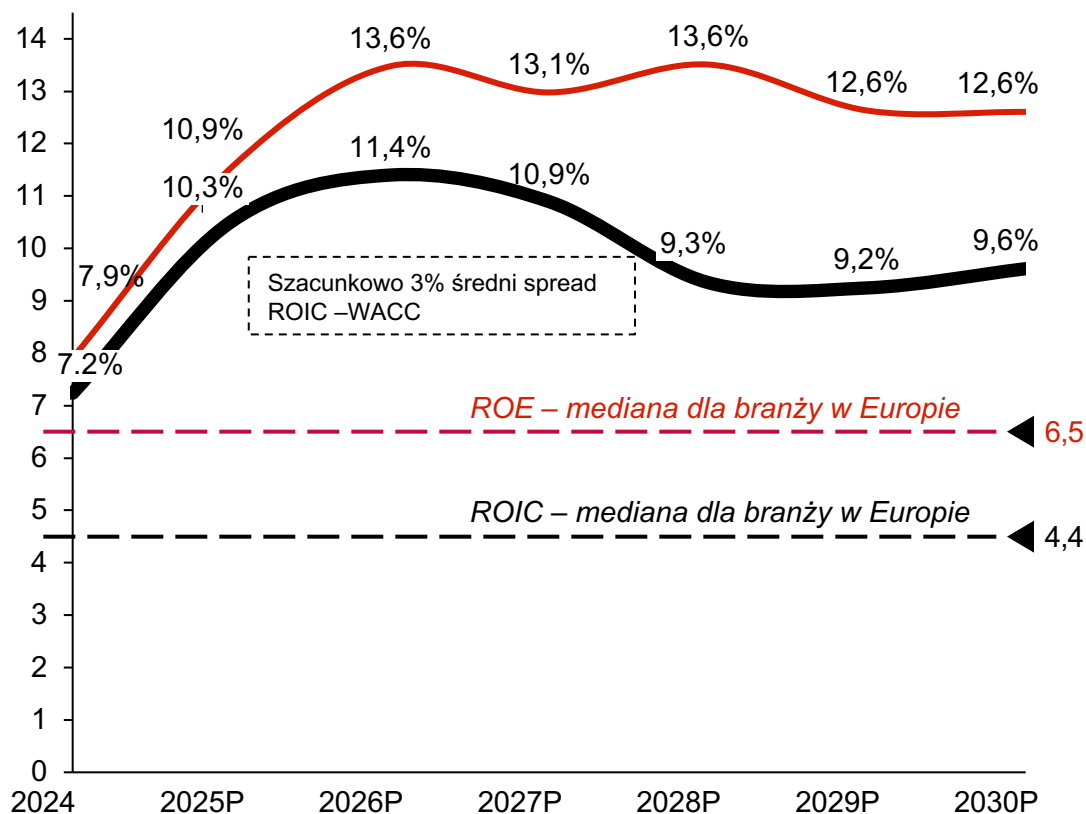
*** Bez wpływu rozliczenia kredytu KPO na EBITDA – rozliczenie w czasie dotacji nie powiększyło EBITDA segmentu Dystrybucja, ale zostało uwzględnione w zysku netto

Źródło: Sprawozdania finansowe Energa 2024 I H1 2025 oraz własne prognozy na lata 2025-2030

Aktywa Energa generują atrakcyjne zwroty, a kredyt z KPO zmniejszy zadłużenie pomimo programu inwestycyjnego o wartości 30 mld PLN+

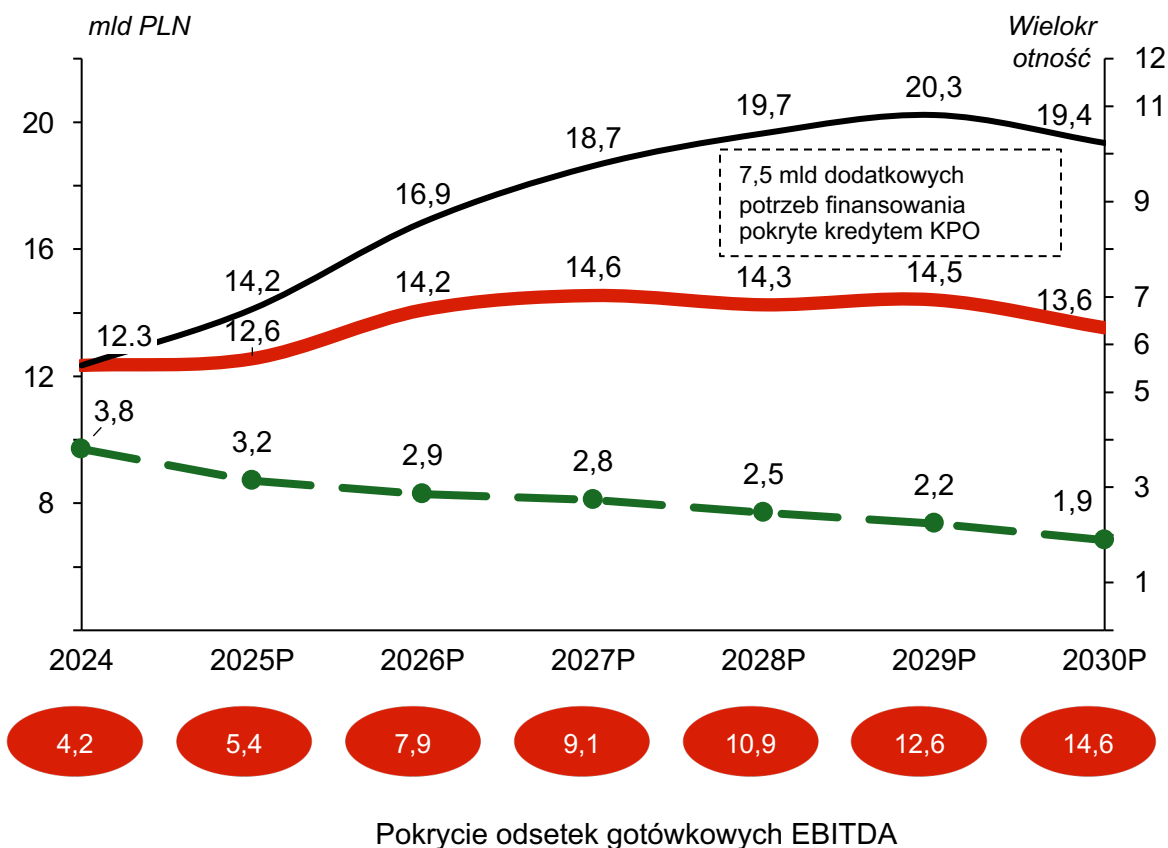
RENTOWNOŚĆ AKTYWÓW I KAPITAŁU (%)

— ROE — ROIC



ZADŁUŻENIE FINANSOWE* (mld PLN)

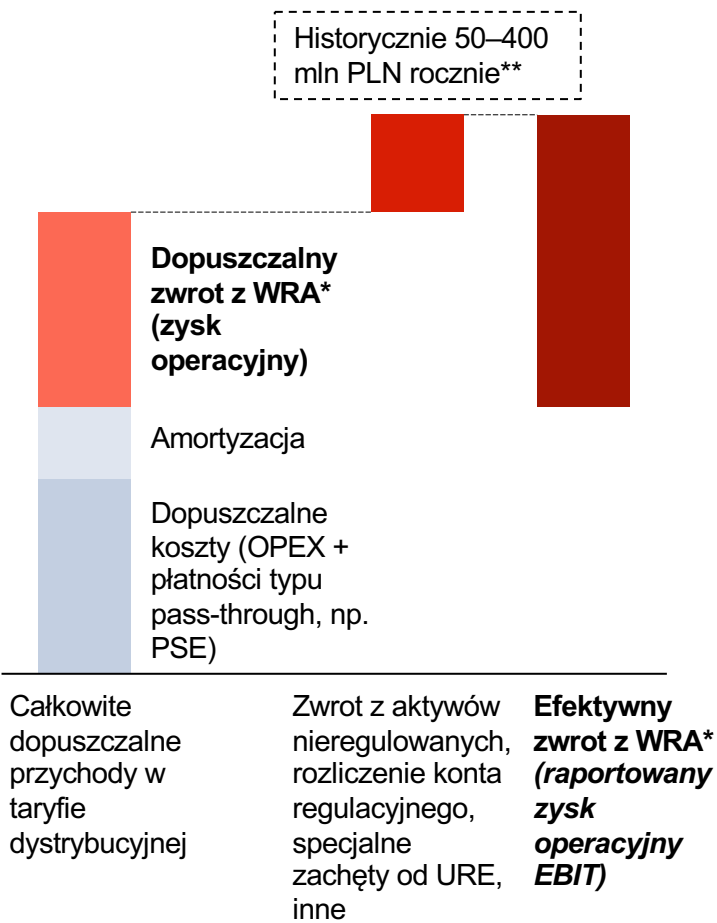
— Dług netto (raportowany) — Dług netto (raportowany) / EBITDA** — Dług netto (nominalny)



* Zadłużenie netto bez leasingu **EBITDA po odliczeniu kosztów leasingu
Źródło: Własne obliczenia i prognozy, fiscal.ai dla średnich ROE/ROIC w Europie Zachodniej

Model regulacji dystrybucji energii w Polsce jest bardzo stabilny i przewidywalny

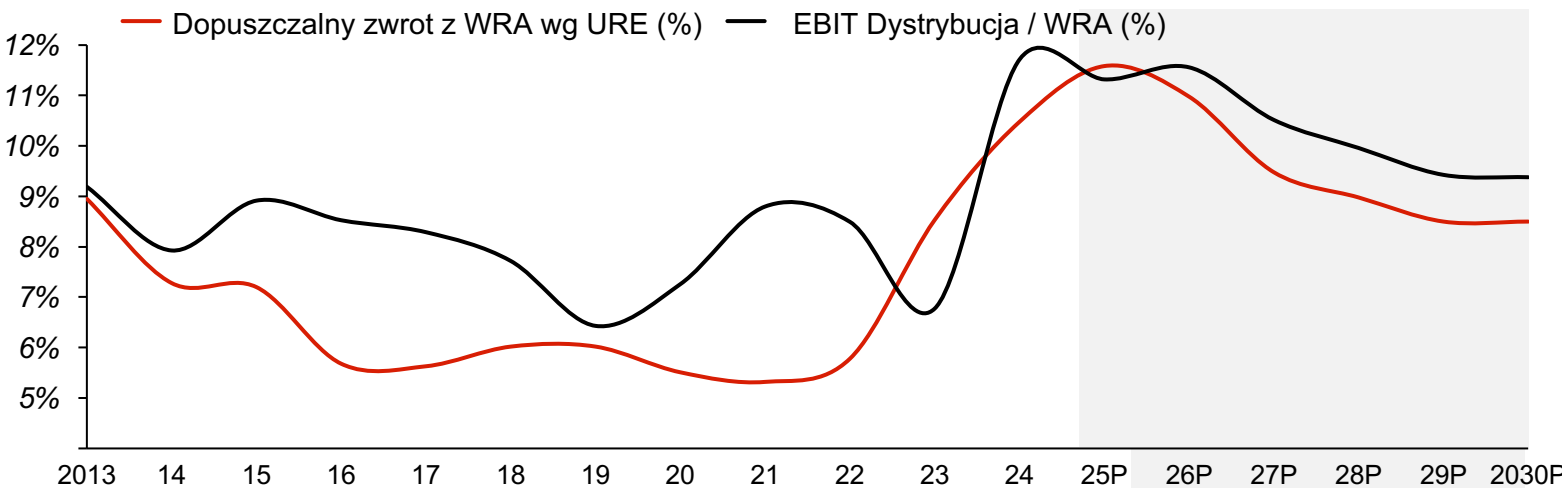
Model regulacyjny – ilustracyjnie



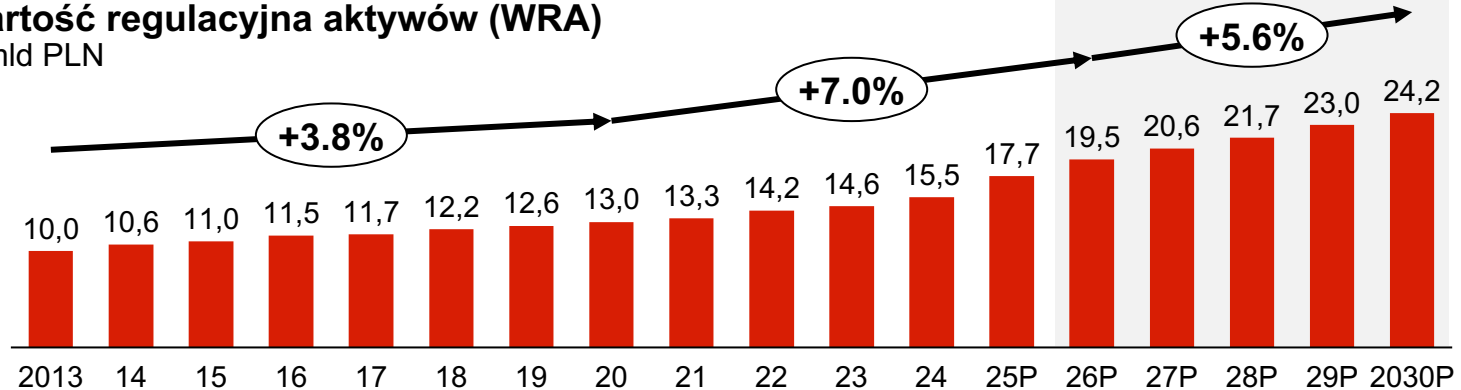
Historia i główne założenia modelu na lata 2025–30

Proгноzy **+%** CAGR

Dopuszczalny i efektywny poziom zwrotu z WRA



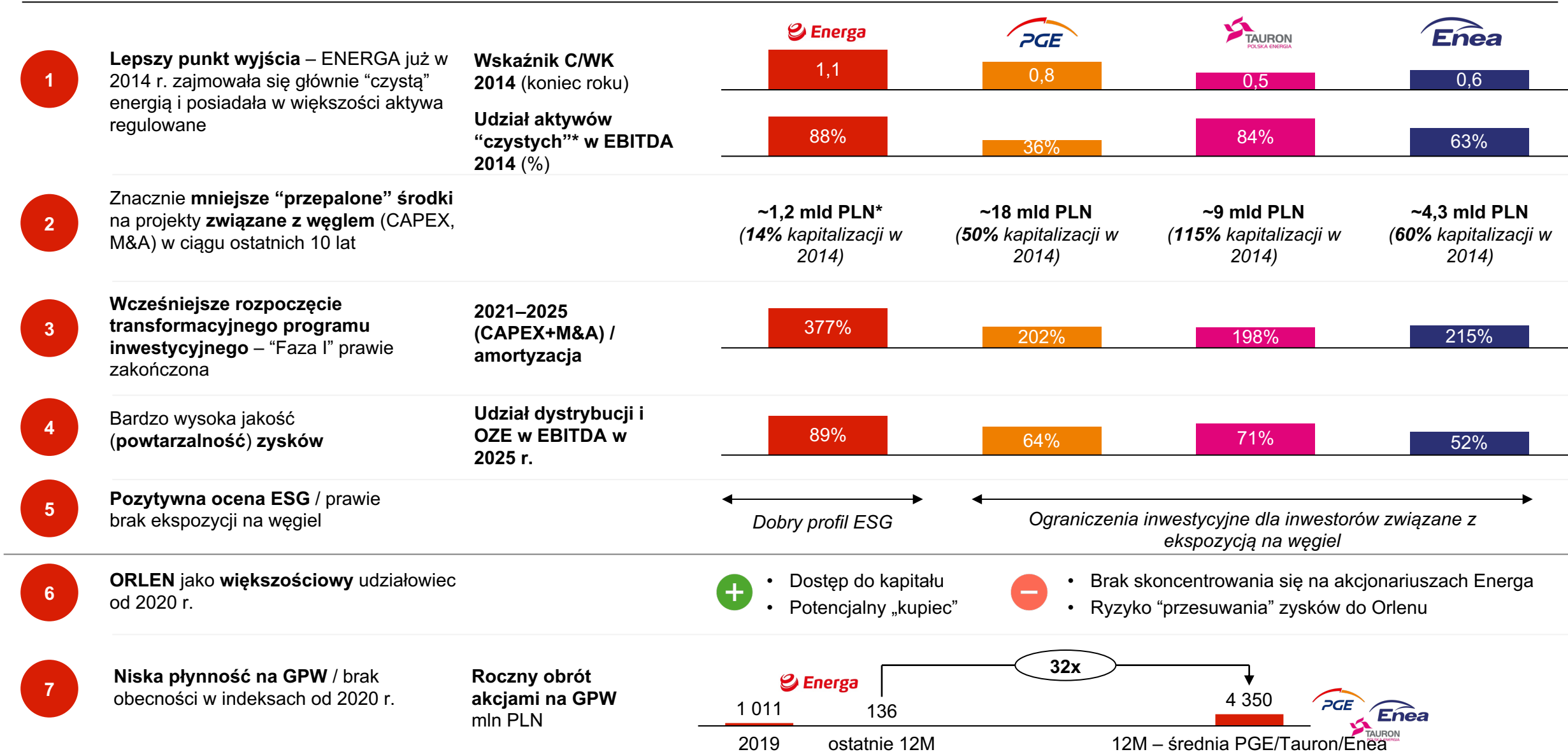
Wartość regulacyjna aktywów (WRA) w mld PLN



* WRA – wartość regulacyjna aktywów uzgodniona między operatorem systemu dystrybucyjnego I URE
** Z wyjątkiem lat 2023 i 2025P
Źródło: Sprawozdania finansowe i prezentacje Energa za lata 2013-I połowa 2025, własne prognozy na lata 2025-2030

ENERGA W PORÓWNIANIU DO INNYCH SPÓŁEK ENERGETYCZNYCH NA GPW

Czym różni się ENERGA od innych spółek energetycznych notowanych na GPW?

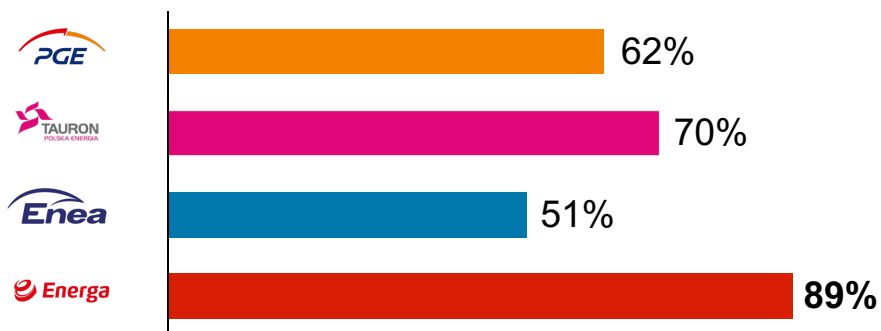


* Głównie starta na węglowej Ostrołęka C oraz inwestycja w Polską Grupę Górniczą

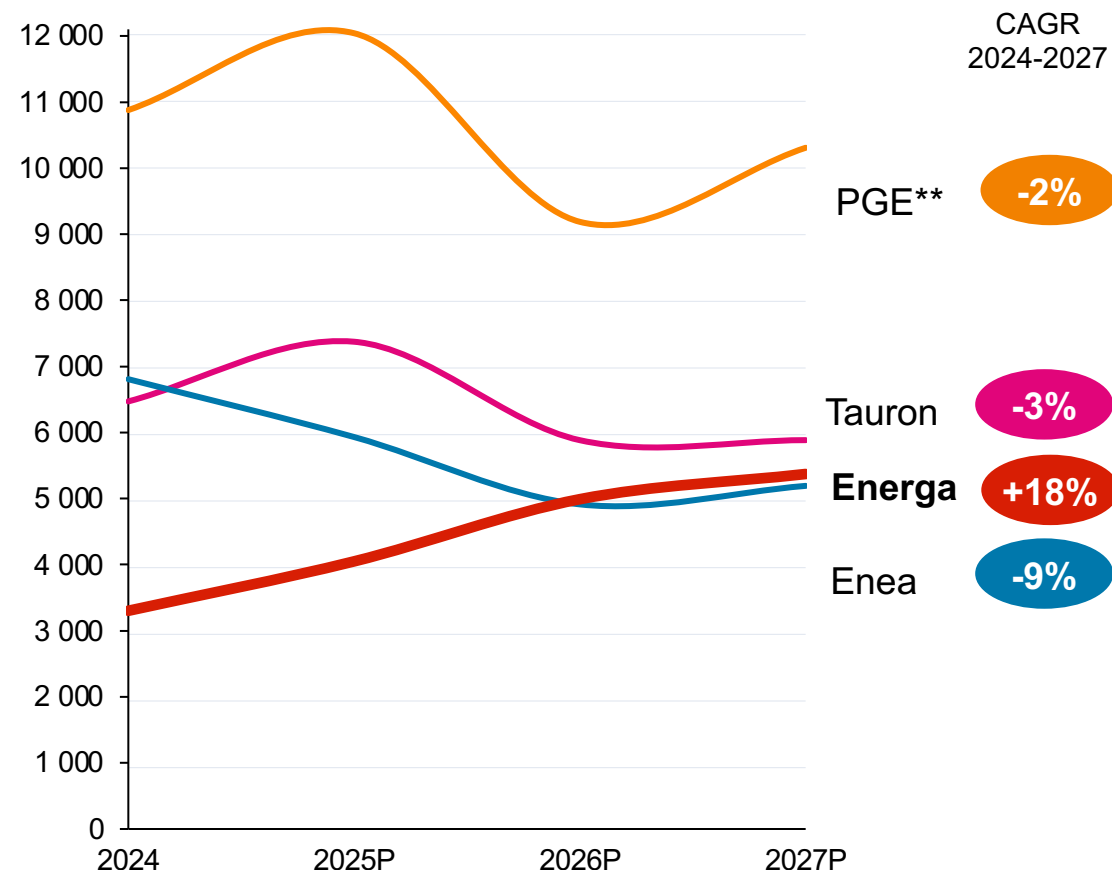
Źródło: PGE, Tauron, Enea i Energa – sprawozdania finansowe i prezentacje wyników rocznych, bankier.pl, stooq.pl, 2025 prognozy dla PGE, Tauron i Enea – Santander BM, dla Energa – własna projekcja

Energa ma najwyższą “jakość” zysków i zainwestowała znaczne środki w rentowne aktywa – EBITDA 25-27 ma najlepsze perspektywy wzrostu

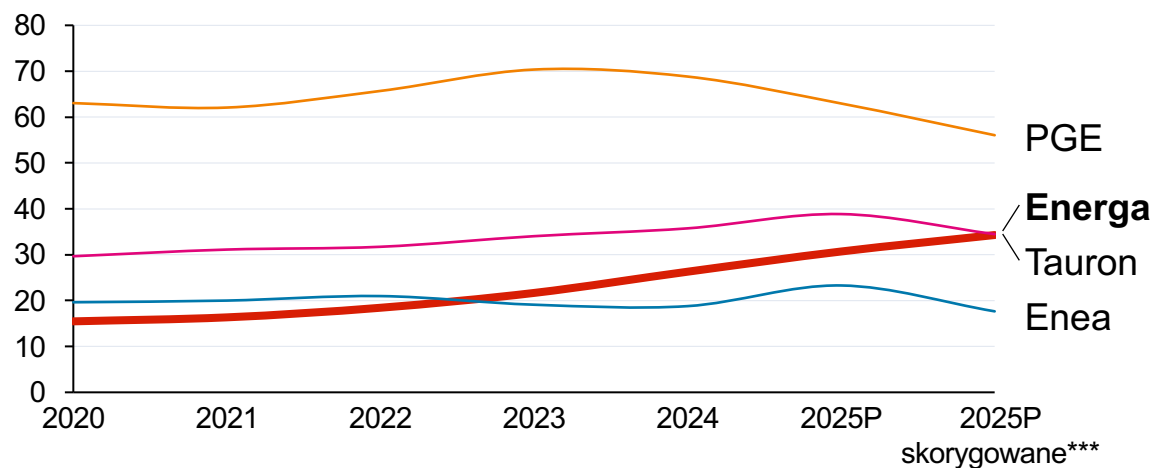
Udział segmentów dystrybucji energii i OZE w EBITDA 2025P (%)



EBITDA* 2024–2027P (mln PLN)



Rzeczowe aktywa trwałe (mld PLN)



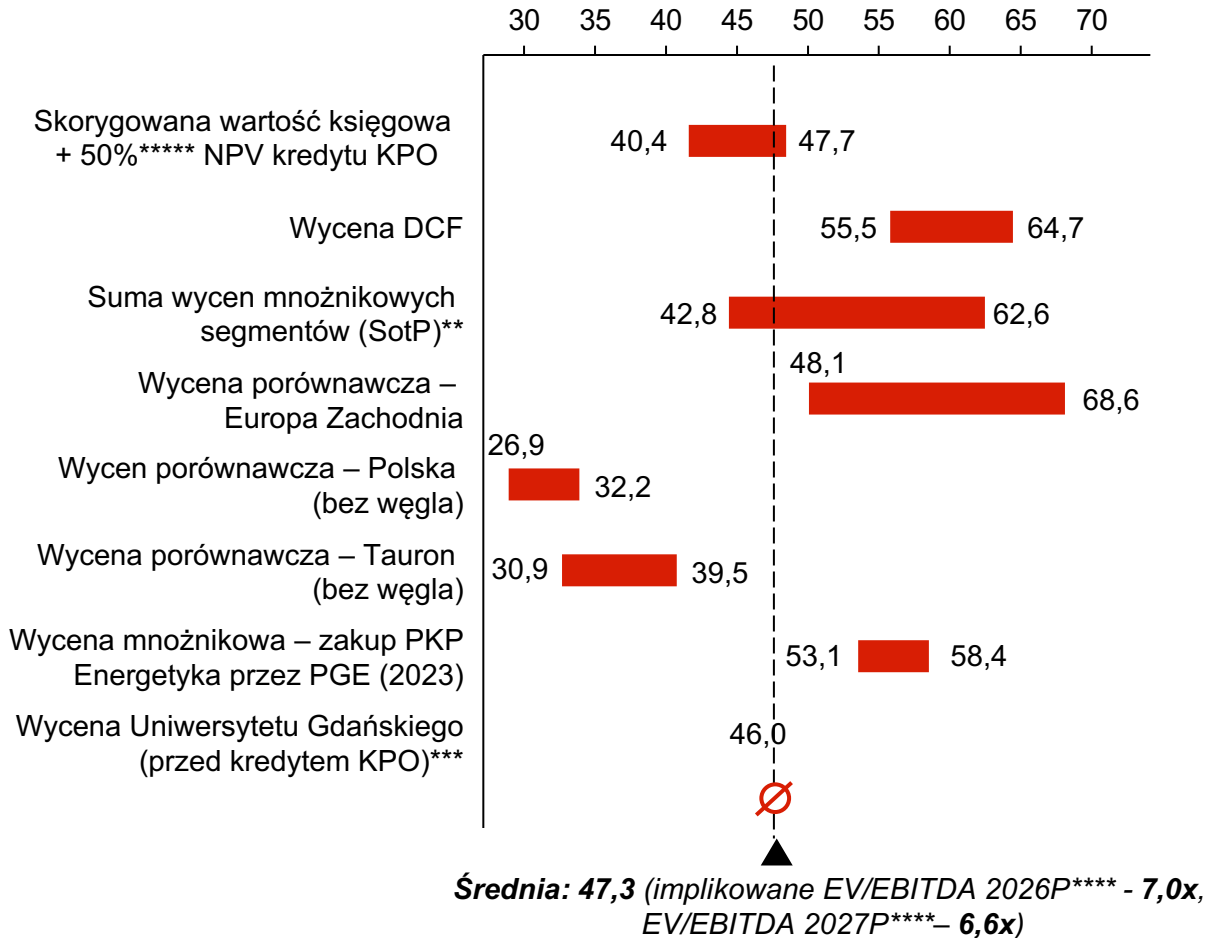
* PGE, Tauron i Enea na podstawie prognoz Santander BM skorygowane w celu zapewnienia porównywalności o efekt rozliczania kredytów z KPO na raportowaną EBITDA; Energa – własne prognozy ** PGE – EBITDA 2024 skorygowane o zdarzenia jednorazowe *** Rzeczowe aktywa trwałe skorygowane głównie o aktywa węglowe (-) i elektrownie wodne (+)
Źródło: PGE, Tauron, Enea i Energa Prezentacje roczne za 2024 r., Santander BM Prognozy PGE, Tauron, Enea na lata 2025-2027, własne prognozy Energa na lata 2025-2027

ENERGA – WYCENA GRUPY

Obecna wycena „rynkowa” akcji Energa zupełnie nie odzwierciedla wartości wewnętrznej posiadanych aktywów

PODSUMOWANIE WYCENY GRUPY ENERGA* RÓŻNYMI METODAMI

w PLN na akcję



Uproszczona wycena Energa “na serwetce” (w mld PLN)

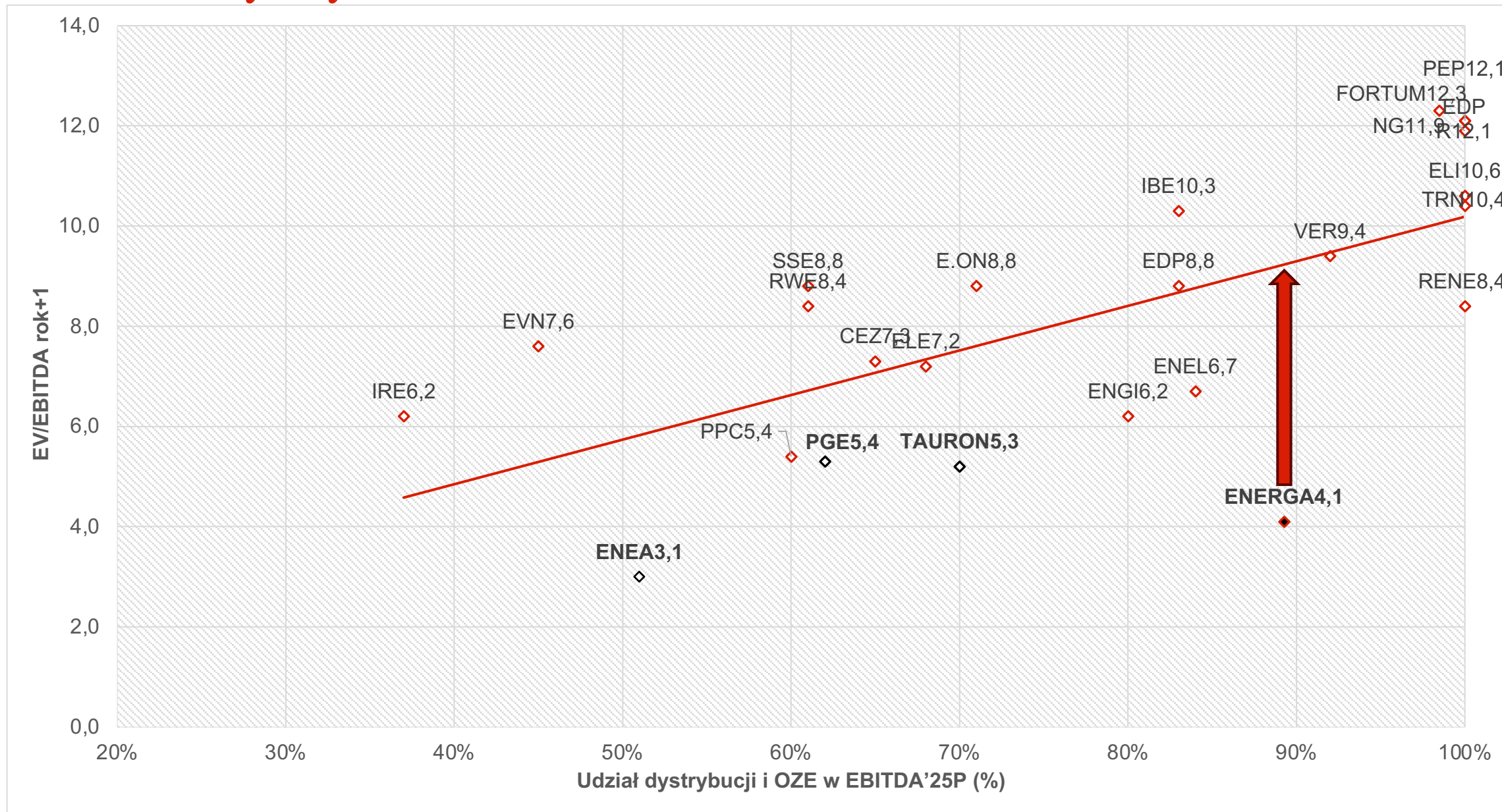
Segment	Wartość (mld PLN)
Dystrybucja (WRA 2026P)	19,0
Odnawialne źródła energii	7,5
CCGT (bez udziałów Orlen)	5,0
Obrót energią	1,0
Łączna wartość kluczowych aktywów	32,5
- Zadłużenie netto***	-13,5
Wartość kapitału własnego	19,0 (≈ 45,9 PLN/akcja)
+ 50%***** NPV kredytu KPO	3,0
Całkowita wartość kapitału własnego	22,0 (≈ 53,1 PLN/akcja)

* Wycena na dzień 31.12.2025 r. **Na podstawie typowych wskaźników wycen rynkowych dla poszczególnych segmentów – dystrybucja: 8x EBITDA, odnawialne źródła energii: 10x, elektrownie gazowo-parowe: 6x, obrót: 4x, ciepło: 6x, węgiel: 0. *** Łącznie z leasingiem *** Wycena zlecona przez Fundację To co najważniejsze i przygotowana w lutym 2025 r **** Przed MSR16

***** Zakłada „oddanie” 50-100% „dotacji” w taryfach dystrybucyjnych do odbiorców końcowych (średni oczekiwany „podział” 75% odbiorcy, 25% Energa)

Źródło: Obliczenia własne

Ze względu na strukturę wyników Energa ma potencjał do osiągnięcia bardzo wysokich mnożników wyceny



Źródło: fiscal.ai, własne analizy wsparte AI. Dane dla spółek europejskich z października 2025. Dla PGE, Tauron i Enea – prognozowane mnożniki na podstawie BM Santander, dla Energa prognozy własne

Skorygowaną wartość księgową akcji Energa można łatwo obliczyć korzystając wyłącznie z informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych Grupy Orlen

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Orlen za rok 2024, str. 99

Kapitał własny przypadający udziałom niekontrolującym

	31.12.2024	31.12.2023
Grupa Energa	1096	1 092
ENERGOP Sp. z o.o.	14	14
Grupa Polska Press	6	5
Grupa RUCH	(139)	(52)
SIGMA BIS S.A.	9	8
Pozostałe	3	31
	989	1 098

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Orlen za rok 2024, str. 83

Aktywa segmentu Energetyka

W 2024 roku wartość odpisów netto aktywów segmentu Energetyka wyniosła (449) mln PLN. Odpisy dotyczyły głównie aktywów z obszaru źródeł odnawialnych w Grupie Energa, co do których wiążące decyzje transakcyjne podejmowane były do października 2023 roku.

W IV kwartale 2024 roku testy na utratę wartości aktywów w Grupie Energa uwzględniające aktualne założenia makroekonomiczne wykazały utratę wartości w wysokości (362) mln PLN.

Łączna wartość użytkowa odpisanych aktywów OZE w Grupie Energa na koniec 2024 roku wyniosła 7 691 mln PLN i została obliczona przy stopie dyskonta dedykowanej dla Polska OZE (nota 13.4.1).

W 2023 roku łączny wpływ rozpoznanych odpisów netto na majątku trwałym Grupy ORLEN segmentu Energetyka wynosił (22) mln PLN. W wyniku przeprowadzonych testów rozpoznano odpis na aktywach segmentu Energetyka w wysokości (6) mln PLN.

Pozostałe odpisy nie wynikały z testów na utratę wartości aktywów.

Aktywa segmentu Detal

W 2024 roku łączny wpływ rozpoznanych odpisów netto na majątku trwałym Grupy ORLEN segmentu Detal wynosił (205) mln PLN i dotyczył głównie utraty wartości aktywów netto ORLEN Unipetrol w wysokości (95) mln PLN.

Sprawozdanie finansowe Energa Wytwarzanie 2024

CGU Nazwa	Wartość odzyskiwalna aktywów trwałych [tys. PLN]	Majątek podlegający testowaniu – stan na 31.12.2024 [tys. PLN]	Odwrocenie odpisu w 2024 roku [tys. PLN]	Odpis w 2024 roku [tys. PLN]
Energa Wytwarzanie				
CGU Włocławek	3 874 220	53 822	0	0
CGU Żydowo	303 467	95 862	0	0
CGU MEW	121 047	114 885	0	0
CGU Karścino	224 096	131 261	0	0
CGU Karścino	244 870	163 499	0	0
CGU Bystra	81 055	73 477	0	0
CGU Myślino	137 197	65 889	0	0
CGU Parsów	126 644	99 385	0	0
CGU Przykona	262 457	109 755	0	0
CGU PV Czemikowo	12 571	10 154	0	0
CGU PV Delta	3 910	4 718	0	0
CGU PV Wielbark	195 725	192 865	0	0
CGU PV Gryf	63 582	52 852	0	0
CGU PV Samolubie 1	2 295	1 887	0	0
CGU PV Samolubie 2	2 598	1 799	0	0
CGU PV Przykona	1 328	2 309	0	0
CGU PV Czemikowo+	2 843	2 280	0	0
CGU PV Żuki	8 028	9 775	0	0
CGU PV Mitra	0	0	0	0
CGU PV Pierzchały	2 128	2 167	0	0
CGU Magazyn Energii	-448	2 939	0	0

CGU Nazwa	Wartość wyceny udziałów/akcji (wartość odzyskiwalna) [tys. PLN]	Majątek podlegający testowaniu – stan na 31.12.2024 [tys. PLN]	Odwrocenie odpisu w 2024 roku [tys. PLN]	Odpis w 2024 roku [tys. PLN]
Udziały i akcje w spółkach zależnych				
E&G sp. z o.o.	270 207	689 046	0	418 839
Energa Elektrownie Ostrołęka S.A.	185 488	0	0	0
Energa Kogeneracja Sp. z o.o.	110 799	84 240	0	0
EWS Sp. z o.o.	8 498	316	0	0
PVE 28 Sp. z o.o.	-17 761	13 415	0	13 415
VRS 14 Sp. z o.o.	-26 899	13 273	0	13 273
Wena Projekt 2 Sp. z o.o.	3 713	81 205	0	77 492

Wartość księgowa na akcję (potwierdzona przez minimum 3 audytorów)
na koniec 2024 r. – 29,25 PLN na akcję
przewidywana na koniec 2025 r. – ~32,0 PLN na akcję

+

Wartość użytkowa aktywów OZE Energa – 7,7 mld PLN
Nadwyżka wartości aktywów OZE Grupy Energa (głównie elektrownie wodne) powyżej wartości księgowej: 4,4 mld PLN, po uwzględnieniu 19% podatku CIT 3,6 mld PLN czyli około 8,6 PLN na akcję

=

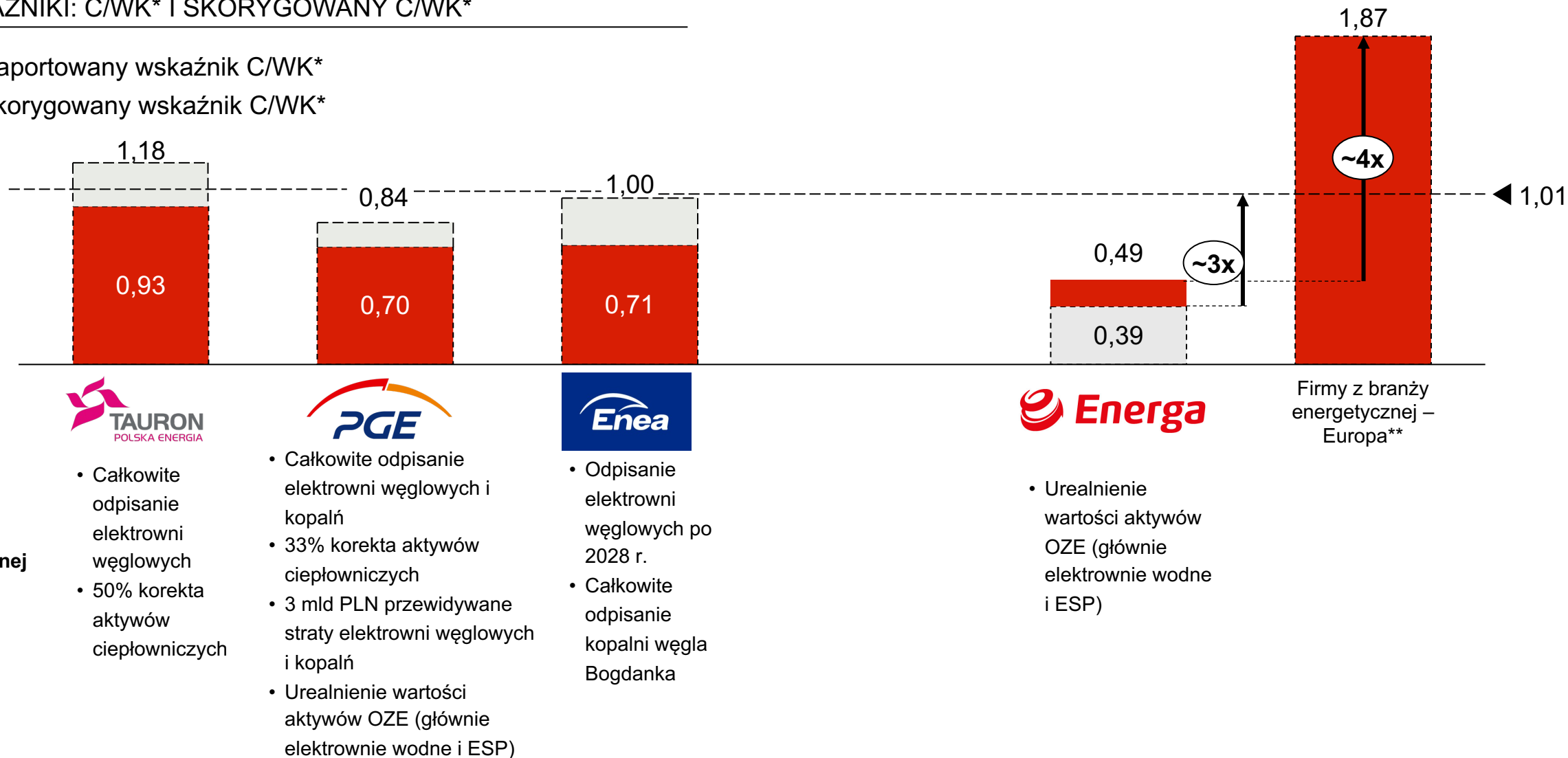
Skorygowana
wartość księgowa
na akcję 40,6 PLN

Na podstawie skorygowanej WK – prawie trzykrotne niedowartościowanie akcji Energa w porównaniu z polskimi grupami

WSKAŹNIKI: C/WK* I SKORYGOWANY C/WK*

■ Raportowany wskaźnik C/WK*

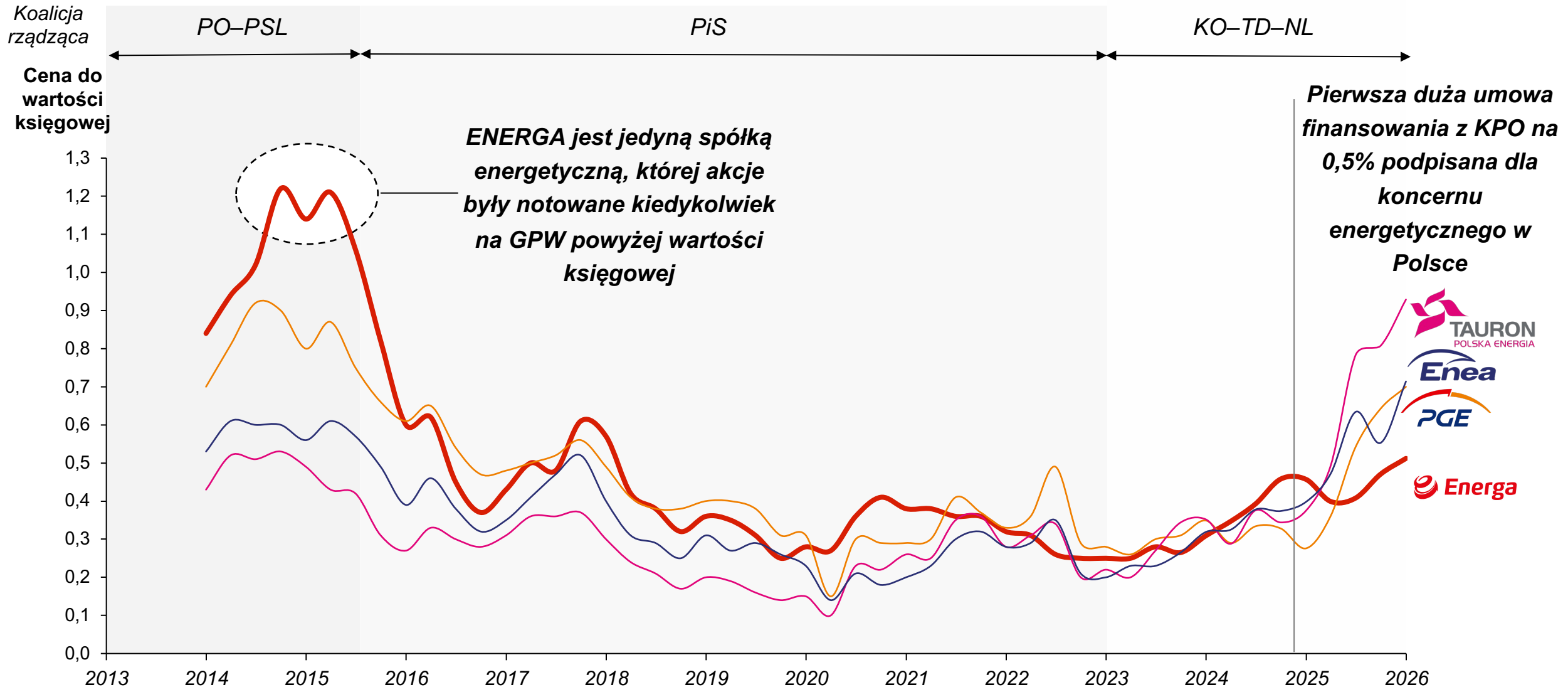
Skorygowany wskaźnik C/WK*



* Cena / wartość księgowa ** średnia dla 21 spółek europejskich

Źródło: Sprawozdania finansowe Tauron, PGE, Enea, Energa, obliczenia własne, TIKR.com

Historycznie akcje ENERGA zawsze były notowane z premią do innych spółek energetycznych notowanych na GPW



Najbliższa spółka porównywalna (Tauron) i porównywalne transakcje w Polsce – wskaźniki i implikowana wycena Energa

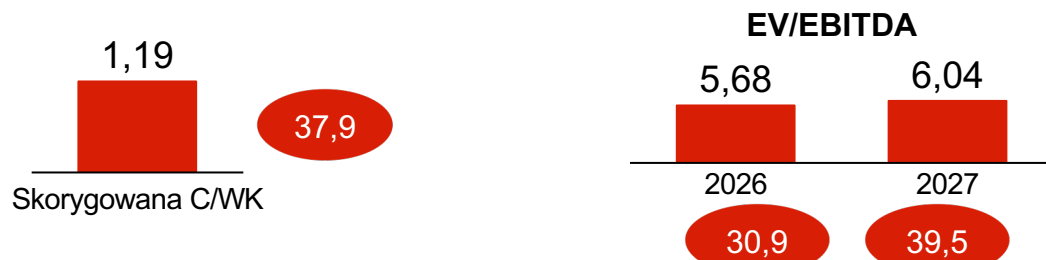


(Najbliższa spółka porównywalna w Polsce)

- Tauron jest drugą „najczystsza” (po Enerdze) spółką energetyczną w Polsce
- Po zbyciu kopalń węgla, zmniejszeniu produkcji energii z węgla i zwiększeniu udziału OZE, jest obecnie przedsiębiorstwem najbardziej porównywalnym do Energa spośród grup energetycznych notowanych na GPW

XX,X

Wycena mnożnikowa Energa
(w PLN na akcję)



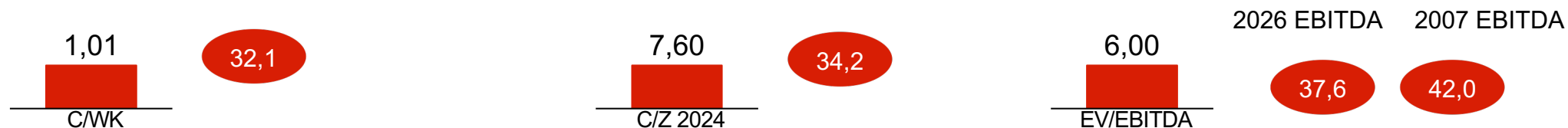
(Porównywalna transakcja)

W 2022/2023 r. PGE nabyło 100% udziałów w należącej do funduszu private equity spółce PKP ENERGETYKA. Spółka ta wykazuje znaczne podobieństwa do Energa – dominujący udział dystrybucji energii w EBITDA, jednak ma zdecydowanie mniejszy potencjał wzrostu od Energa

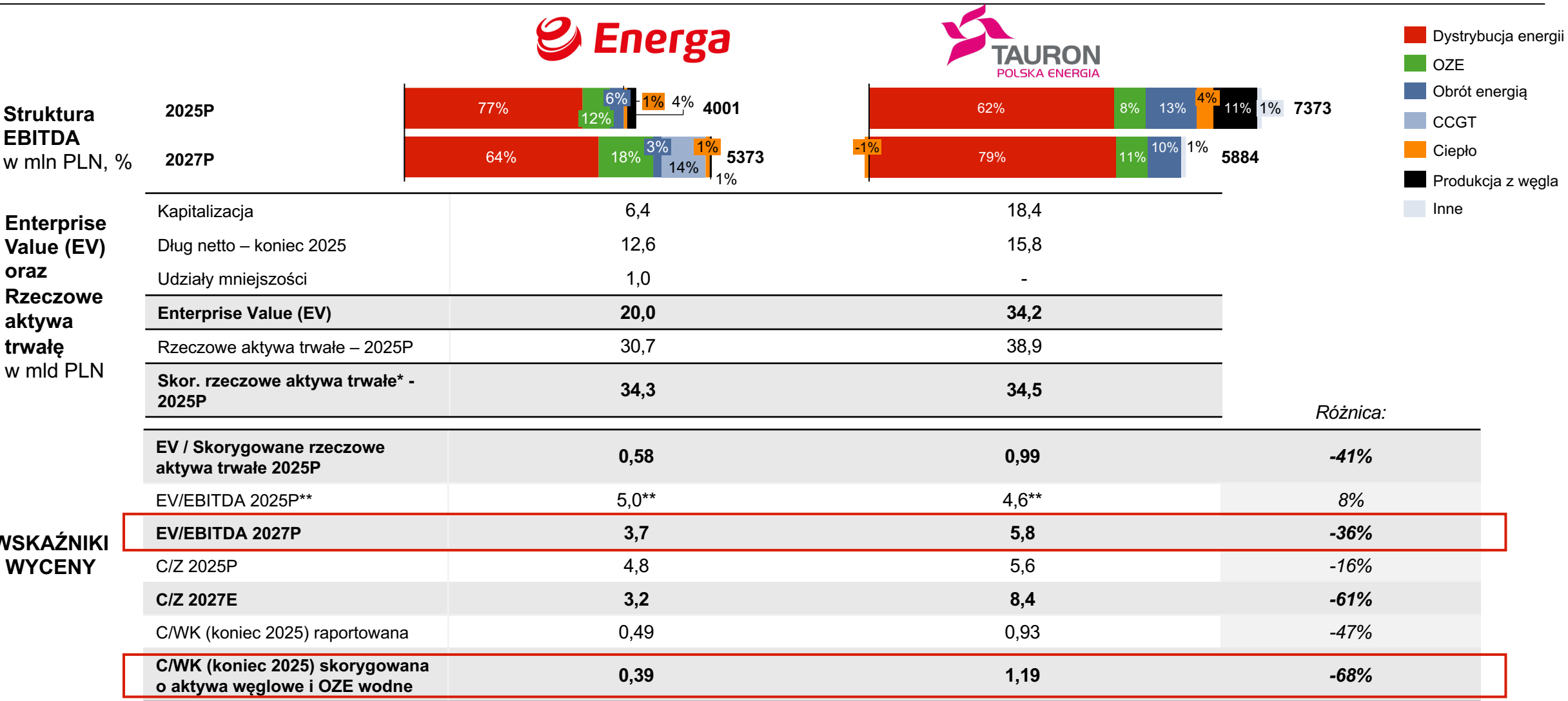


(Porównywalna transakcja)

W 2025 r. Tauron podjął decyzję o przeprowadzeniu przymusowego wykupu akcji mniejszościowych Tauron Dystrybucja (0,23%). Cena została ustalona na podstawie wyceny przeprowadzonej przez biegłego rewidenta (wybranego przez Tauron)

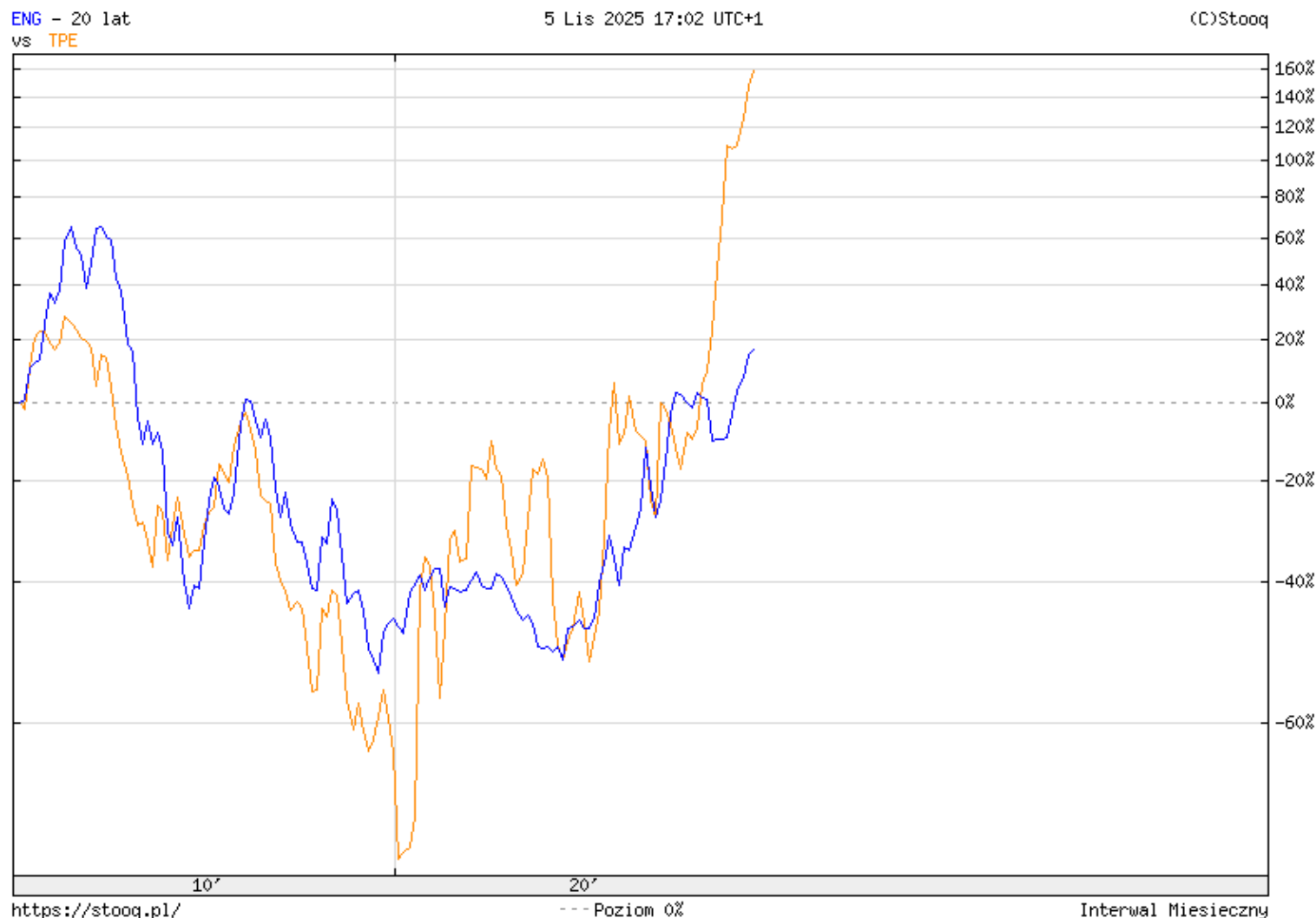


Znaczne niedowartościowanie Energa w porównaniu z najbliższą spółką porównywalną - Tauron – dyskonto akcji Energii wynosi ok. 60–70%



W 2025 r. akcje Energa znacznie pozostają w tyle za najbliższym Taurem, bez żadnego uzasadnienia biznesowego i operacyjnego

Akcje Energa w porównaniu do akcji Tauronu od debiutu Energa na giełdzie pod koniec 2013 r.



Wzrost kursu akcji w ciągu
ostatnich 12 miesięcy:

Tauron +192%

Enea +109%

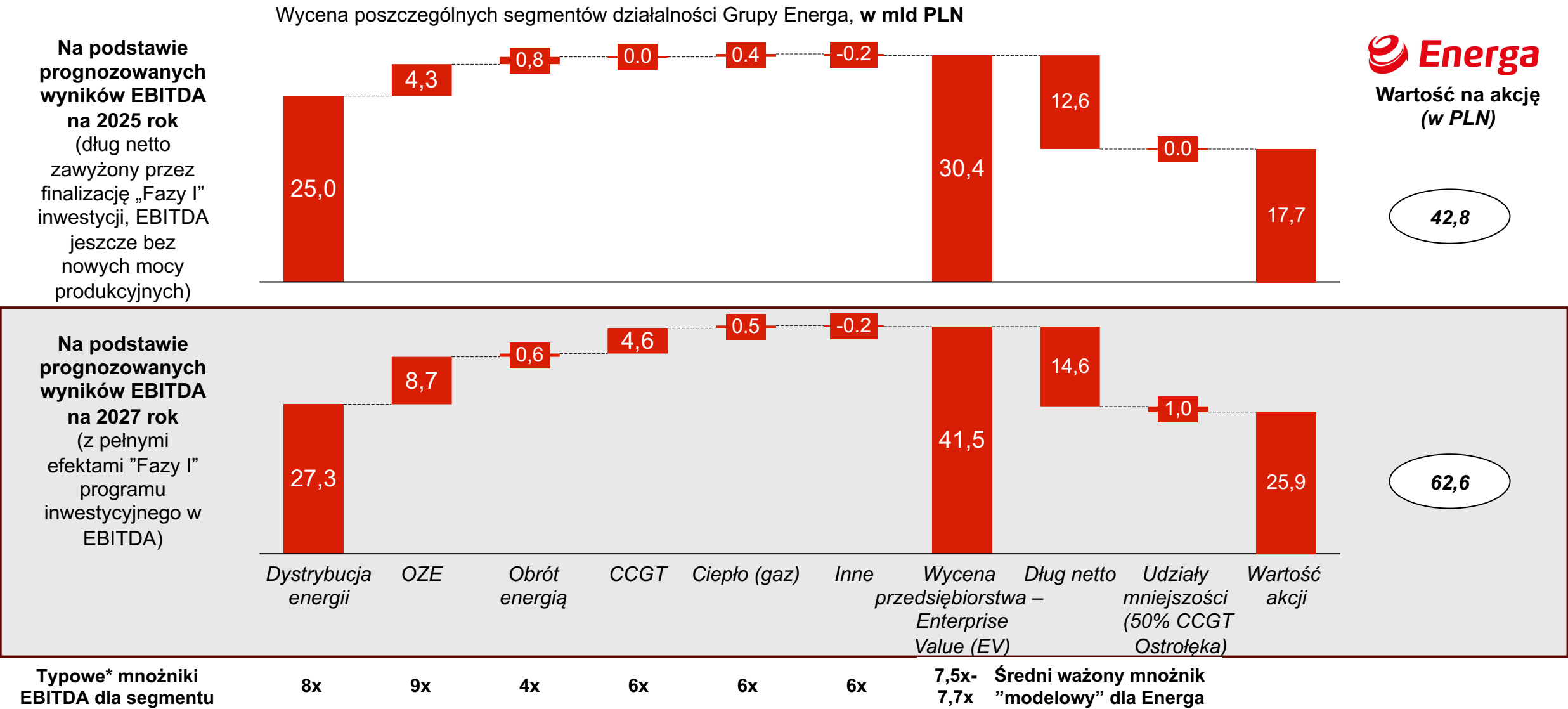
PGE +70%

Energa +19%

„Tauron i Energa mają podobne profile biznesowe, korzystając z dużego udziału regulowanej dystrybucji w EBITDA które zapewniają dobrą przewidywalność przepływów gotówkowych... Jednak Tauron ma większy udział produkcji z węgla która jest obecnie pod presją. W rezultacie oceniamy, że Energa ma bardziej odporny/powtarzalny profil działalności, co znajduje odzwierciedlenie w jej wyższej zdolności do zaciągania długu.”

Z raportu agencji Fitch dla Tauron SA, 29.09.2025

Energa - wycena oparta na typowych* mnożnikach dla poszczególnych segmentów – rok 2027 już z pełnym efektem „Fazy I” inwestycji

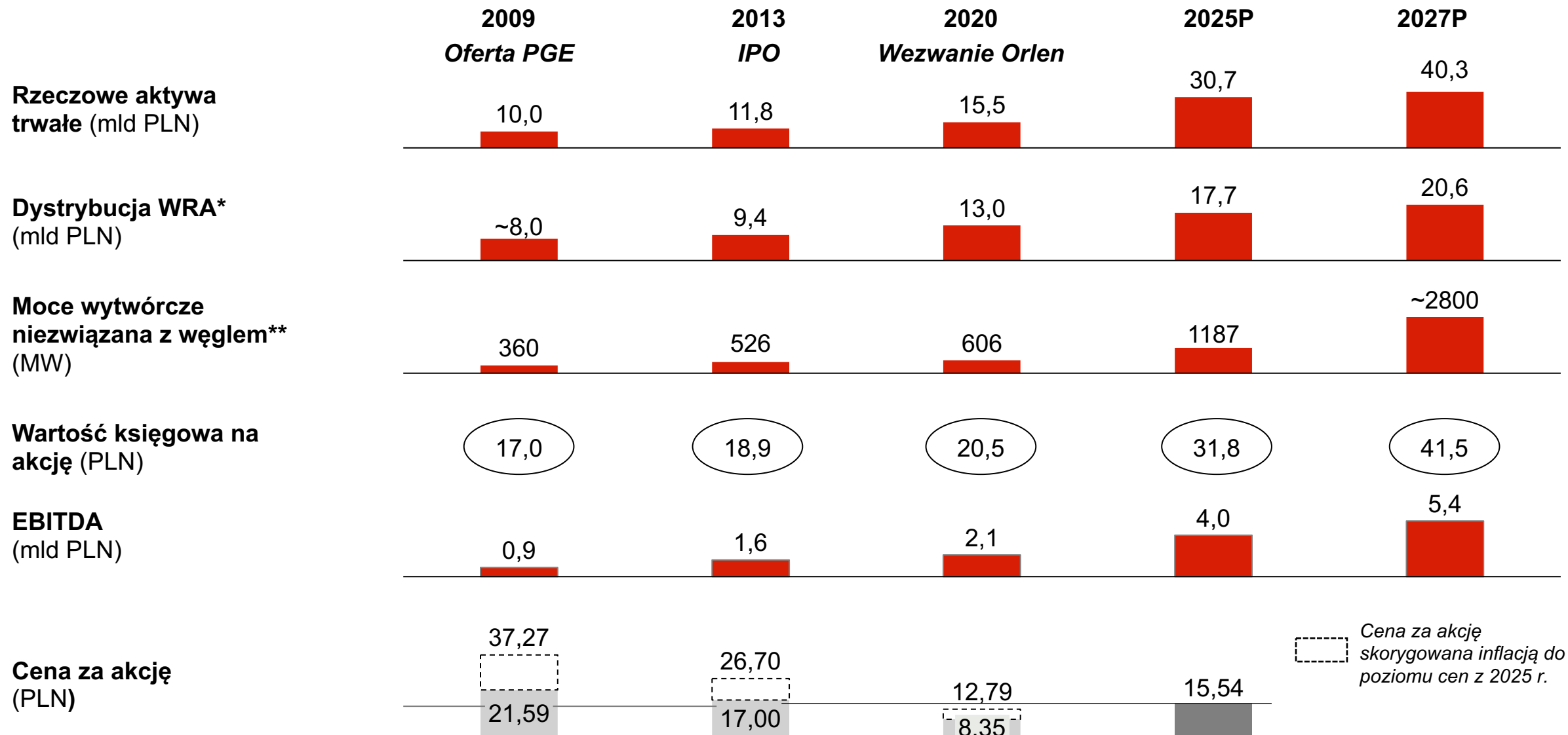


* „Typowe” – średnie wskaźniki obserwowane dla poszczególnych typów aktywów (spółki notowane, transakcje M&A) w ostatnich 10-20 latach były w przedziałach: Dystrybucja 7-9x EBITDA, OZE 8-11x, Obrót 4-10x, gazowe aktywa ze wsparciem - 6-8x, przedsiębiorstwa energetyczne zintegrowane 6-7x

Źródło: Prognozy własne dla EBITDA poszczególnych segmentów Energa

26

Szybki wzrost Energa w ostatnich latach nie znajduje żadnego odzwierciedlenia w obecnej wycenie „rynkowej”



* WRA – wartość regulacyjna aktywów, ** Moce wytwórcze niezwiązane z węglem – aktywa energii odnawialnej i elektrownie gazowo-parowe

Źródło: Dane spółki za lata 2009–2024, własne prognozy na lata 2025–27

DECYZJA ORLENU WOBEC PRZYSZŁOŚCI ENERGA

Każda z opcji dla Orlenu powinna być przeprowadzona w sposób niekrzywdzący mniejszościowych akcjonariuszy Energa

POZOSTAWIENIE SYTUACJI TAKA JAK JEST

- Najgorsze rozwiązanie dla wszystkich stron: Orlenu, Energa, akcjonariuszy mniejszościowych
- Orlen nie jest w stanie efektywnie zarządzać segmentem energetyki

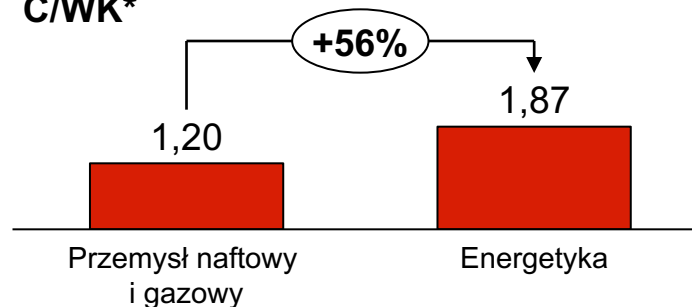
OFERTA WYKUPU MNIEJSZOŚCIOWYCH

- Cena musi odzwierciedlać rzeczywistą wartość aktywów Energa
- Wezwanie/wykup przymusowy znacznie poniżej wartości księgowej z dużym prawdopodobieństwem zostanie zakwestionowana na drodze prawnej (dokumentacja w sprawozdaniach finansowych Grupy Orlen jasno wskazuje absolutnie minimalne poziomy ceny godziwej)

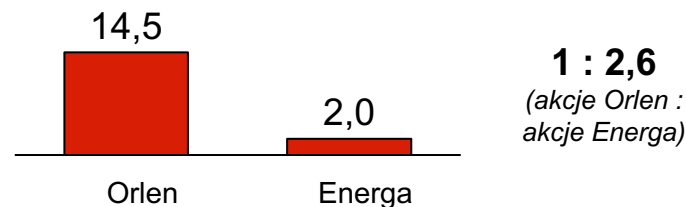
POŁĄCZENIE ENERGA Z ORLENEM

- Parytet wymiany nie powinien opierać się na wartości księgowej, ponieważ istnieje znaczna różnica w jakości aktywów między Energą, a Orlenem

Premia dla energetyki na wskaźniku C/WK*



Parytet oparty na zysku netto w 2027 r.**



Prognozowany zysk netto w 2027 r. (mld PLN)

WNIESIENIE AKTYWÓW ENERGETYCZNYCH DO ENERGA

- W celu **nieprzekroczenia 95% głosów na WZA przez Orlen** możliwe są 2 rozwiązania: równoczesna emisja nowych akcji do inwestorów giełdowych (SPO) albo pozyskanie nowego inwestora typu EBOR/fundusz infrastrukturalny na 5-10% pakiet „Nowej Energii”
- **Cena emisyjna dla nowych akcji** dla inwestorów i dla Orlen (w zamian za aport aktywów energetycznych) musi zostać ustalona w oparciu o **rzeczywiste ceny rynkowe**, a nie obecne, niereprezentatywne notowania giełdowe***

* Stosunek ceny do wartości księgowej dla 9 europejskich spółek naftowo-gazowych i 21 przedsiębiorstw energetycznych

** Konsensus prognoz oparty na biznesradar.pl z dnia 06.11.25 dla Orlenu, Energa – własna prognoza

*** Prezes Orlen SA w wypowiedzi w Gdańsku 27.10.2025 sam zasugerował, że obecne notowania akcji Energa na GPW nie są reprezentatywne dla wartości Grupy Energa

Możliwe rozwiązanie kompromisowe - SPO w połączeniu z aportem wybranych/większości aktywów energetycznych Orlenu



* Wniesienie Polskiej Spółki Gazownictwa (PSG) czyli dystrybucji gazu do Grupa Energa nie ma żadnego uzasadnienie biznesowego, a ze względu na skalę i wartość firmy może bardzo utrudnić tę operację

SPO + aport w postaci aktywów energetycznych – „Nowa Energa”

KLUCZOWE CZYNNIKI SUKCESU

- 1 Mechanizm ustalania cen** nowych akcji oparty na **rzeczywistych warunkach rynkowych** (a nie na obecnych, niereprezentatywnych notowaniach GPW)
- 2 Nowa, jasna polityka dywidendowa** musi być częścią oferty publicznej (SPO)
- 3 Przed SPO należy zminimalizować dyskonto w stosunku do wartości księgowej**
 - (Płatne) pokrycie analityczne i działania PR/IR dla Energa
 - Jasna komunikacja intencji Orlenu wobec Energa

WSZYSCY INTERESARIUSZE BĘDĄ W JAKIMŚ STOPNIU ZADOWOLENI

Lokalni politycy	- „Nowa Energa” będzie bardzo silnym podmiotem, w pewnym stopniu niezależnym od Orlenu - Energa powróci jako normalna spółka giełdowa z pełnym dostępem do rynków kapitałowych - Transakcja będzie bardzo trudna do odwrócenia
Rząd/MAP	- Wyraźny sukces: powstanie nowy, silny podmiot przy wsparciu finansowym Orlenu i rynków kapitałowych - „Nowa Energa” będzie nowym liderem transformacji energetycznej o lokalnym rodowodzie (Pomorze)
Orlen	- Orlen pozostanie głównym udziałowcem „Nowej Energi” z pełną konsolidacją finansową - Struktura zarządzania segmentem energetycznym stanie się zdecydowanie bardziej efektywna
Mniejszościowi akcjonariusze Energa	- Będą posiadać płynne akcje w spółce o ustalonym w sposób rynkowy kursie - Rozwodnienie akcji pozostanie na akceptowalnym poziomie, jeśli cena emisyjna będzie w pobliżu wartości księgowej
Rynek finansowy w Polsce	- Na GPW powstanie nowa, bardzo duża i atrakcyjna spółka z wyraźnym potencjałem do wejścia do WIG20, a nawet „top10” - Pierwszy raz w Polsce inwestorzy będą mogli inwestować w dużą, „czystą”/zgodną z ESG spółkę użyteczności publicznej o jasnej polityce dywidendowej (spółka defensywna)

ENERGA - CZYNNIKI RYZYKA

Główne ryzyka związane są z akcjonariuszem większościowym Orlen – czynniki regulacyjne i rynkowe mniej istotne dla przyszłości Energa

Ryzyka ze strony akcjonariusza większościowego

- Ryzyko podjęcia przez Orlen działań niekorzystnych dla akcjonariuszy mniejszościowych Energa w celu rozwiązania obecnej sytuacji właścicielskiej np.
 - Wezwanie (a następnie wykup przymusowy) poniżej wartości godziwej
 - Nieuczciwy parytet w potencjalnej fuzji Energa-Orlen
 - Emisja nowych akcji dla Orlen (np. za aport aktywów) poniżej wartości godziwej albo wręcz księgowej
 - Zawyżenie wartości aportu aktywów Orlen, aport nieatrakcyjnych aktywów (np. węglowych lub o b.niskiej stopie zwrotu)
 - Przedłużanie obecnej sytuacji z ograniczoną płynnością na GPW i brakiem wypłat dywidend
- Ryzyko braku współpracy/koordynacji między Grupą Energa, a Grupa Orlen (np. Energa Obrót z Orlen Ennergia) co może prowadzić do strat lub utraconych szans
- Ryzyko bieżącego “przesuwania” zysków/marży z Grupy Energa do Grupy Orlen
- Ryzyko publikacji słabych wyników kwartalnych przez nadmierną ostrożność (rezerwy, odpisy) w celu ukrycia jak najdłuższej prawdziwej wartości Grupy Energa

Ryzyka Spółki Skarbu Państwa

- Ryzyko stawiania interesu politycznego państwa/regionu ponad zwrotami dla akcjonariuszy – np. ryzyko nierentownych albo niepotrzebnych inwestycji
- Ryzyko zatrudniania niekompetentnych menedżerów z klucza partyjnego
- Ryzyko braku dywidend dla akcjonariuszy przez dłuższy okres bez uzasadnienia finansowego

Ryzyka regulacyjne

- Ryzyko zmiany polityki URE wobec operatorów systemów dystrybucyjnych – ryzyko obniżki dozwolonego zwrotu mimo ustaleń z Karty Efektywnej Transformacji z listopada 2022 roku
- Ryzyko ręcznego sterowania cenami energii dla gospodarstw domowych przez zaniżanie taryfy G poniżej kosztów zakupu spółek obrotu
- Ryzyko braku dalszego wsparcia dla węglowej Ostrołęka B

Ryzyka rynkowe / operacyjne

- Ryzyko wystąpienia utrzymujących się przez wiele lat wysokich cen gazu np. w efekcie wydarzeń geopolitycznych
- Ryzyko bardzo szybkiego rozwoju energetyki atomowej i magazynów energii wielkiej skali w Polsce
- Ryzyko diametralnej zmiany polityki klimatycznej UE i trwałej obniżki cen certyfikatów CO2
- Ryzyko opóźnień oraz przekroczenia wstępnie ustalonych budżetów dla dużych projektów inwestycyjnych w energetyce