



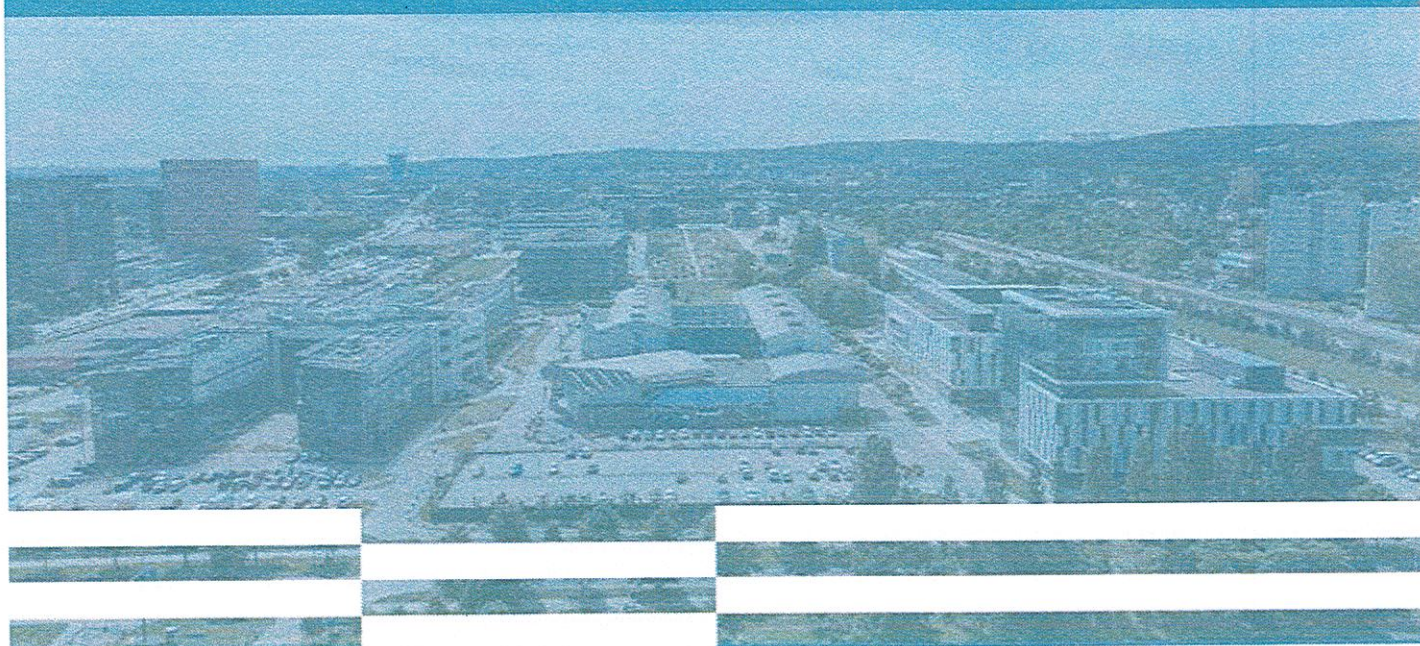
Uniwersytet
Gdański

Wycena wartości akcji Energa S.A.

Standard wartości sprawiedliwej

www.ug.edu.pl

16.12.2025 r.



Spis treści

1. Wprowadzenie	3
2. Kontekst wyceny.....	3
3. Standard wartości.....	7
4. Wycena metodą DCF.....	9
4.1 Założenia metodyczne.....	9
4.2 Szacunek wartości jednej akcji na podstawie przepływów ex-ante.....	11
5. Wycena metodą mnożnikową	13
5.1 Założenia metodyczne.....	13
5.2 Cena do wartości księgowej P/BV	13
5.3 Cena do przychodów ze sprzedaży P/S.....	15
5.4 Cena do zysku operacyjnego P/EBIT	15
6. Określenie ceny jednej akcji Energa S.A.	17
7. Odniesienie do wyceny sporządzonej na dzień 31.01.2025.	18
8. Zastrzeżenia	19

1. Wprowadzenie

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone na zlecenie: „To co najważniejsze” Fundacja, z siedzibą w Gdyni (81-451) przy al. Zwycięstwa 96/98 („Zleceniodawca”), na podstawie zamówienia nr 73/X600/2025 z dnia 21.10.2025 r.

Przedmiotem zamówienia było: wykonanie wyceny akcji Energa S.A. (dalej „Spółka”, „ENERGA”), w zakresie stanowiącym uaktualnienie wyceny sporządzonej dla potrzeb oszacowania wartości roszczeń związanych z wyrokiem I AGa 52/23 wydanym 21.03.202r przez Sąd Apelacyjny w Gdańsku I Wydział Cywilny, wykonanej na podstawie zlecenia 1/X600/2025 z dnia 10.01.2025 r.

Z uwagi na okres jaki upłynął od poprzedniej wyceny, oszacowania dokonano w sposób właściwy dla wykonania odrębnej wyceny, zamieszczając w opracowaniu odniesienie do wcześniej przyjmowanych założeń i ich realizacji w kontekście wyników opublikowanych przez Energa S.A. za 3 kwartały 2025 roku.

Przedmiot wyceny: 1(jedna akcja) Energa S.A. (ENG)¹

Kapitał akcyjny Spółki: 4.521.612.884,88 zł.

Liczba głosów na WZA wg stanu na dzień wyceny: 558.995.114

Liczba akcji wg stanu na dzień wyceny: 414.067.114

Liczba akcji w posiadaniu Orlen S.A. (dawniej PKN Orlen S.A.): 378.260.571 (91,35%), uprawniających do 523.188.571 (93,59%) głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy.

Akcje w wolnym obrocie (free float): 8,65 %²

Data wyceny: 30 listopada 2025 r. („Dzień Wyceny”)

Data sporządzenia opracowania: 16 grudnia 2025 r.

2. Kontekst wyceny

Energa S.A. (dalej „Spółka”) z siedzibą w Gdańsku, której akcje są przedmiotem wyceny jest spółką dominującą w Grupie Energa. W świetle informacji publikowanych na stronie internetowej Spółki, Grupa Energa jest jedną z czterech największych krajowych spółek energetycznych i jednym z trzech największych dostawców energii elektrycznej w Polsce. Jej podstawowa działalność obejmuje wytwarzanie, dystrybucję i obrót energią elektryczną oraz ciepłą. Grupa Energa dostarcza prąd do ok. 3,4 mln odbiorców, zarówno gospodarstwom domowym, jak

¹ Akcje spółki Energa S.A. zostały dopuszczone i są przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie.

² akcje w wolnym obrocie (free float) – to akcje zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym pomniejszone o: akcje będące w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy (łącznie z powiązanymi akcjonariuszami) posiada więcej niż 5% tych akcji, akcje będące w posiadaniu Skarbu Państwa oraz akcje własne spółki przeznaczone do umorzenia. Za akcje w wolnym obrocie, niezależnie od ich udziału w akcjach zarejestrowanych w Krajowym Rejestrze Sądowym, uznaje się: akcje będące w posiadaniu funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz instytucji finansowych zarządzających aktywami oraz akcje objęte programami emisji kwitów depozytowych; wskaźnik free float dla Głównego Rynku GPW na koniec 2021 r wynosił: 48,5%; źródło: <https://www.stockwatch.pl/gpw/energa.notowania.dywidendy.aspx>, dostęp dn. 14.12.2025 r.

i przedsiębiorcom. Grupa Energa posiada linie energetyczne o długości ponad 200 tys. km, którymi przez pierwsze trzy kwartały 2024 r. dystrybuowała 17,0 TWh energii elektrycznej.³

Akcje Energa S.A. są przedmiotem obrotu rynkowego na Giełdzie Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie od 11 grudnia 2013 roku. Pierwotnie większościovym akcjonariuszem Spółki był Skarb Państwa.

Dnia 5 grudnia 2019 r. Orlen S.A. (dalej: „ORLEN”) ogłosił (raportem bieżącym nr 22/2019) wezwanie na 100 zakup proc. akcji Energa S.A. Pierwotnie zapisy miały potrwać do 9 kwietnia 2020 r., ale w związku z sytuacją spowodowaną pandemią COVID-19, dnia 26 marca 2020 r. termin ich przyjmowania został wydłużony do 22 kwietnia 2020 r. Pierwotnie cena za jedną akcję określona w wezwaniu wynosiła 7,- zł., jednak 15 kwietnia 2020 r. została podwyższona do 8,35 zł. Transakcja zakończyła się 30 kwietnia 2020 nabyciem akcji Energa S.A. stanowiących około 80% kapitału zakładowego spółki oraz około 85% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu.⁴ Spółka otrzymała wówczas od ORLEN zawiadomienie o powstaniu stosunku dominacji pomiędzy ORLEN a Spółką, który jest wynikiem rozliczenia wszystkich transakcji nabycia akcji objętych zapisami złożonymi w ramach wezwania. Cena za wszystkie nabyte akcje wyniosła ok. 2,77 mld zł.

Kolejne wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji wyemitowanych przez Energa S.A. z siedzibą w Gdańsku (tzw. wezwanie delistujące) ORLEN S.A. ogłosił 21 września 2020 roku (zob. raport bieżący Orlen 53/2020), kierując je do wszystkich pozostałych akcjonariuszy. Postawą prawną wezwania był art. 91 ust. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tj. z dnia 22 lutego 2019 r.; Dz.U. z 2019 r. poz. 623 z późn. zm.) („Ustawa o ofercie”). Przedmiotem wezwania było 82.754.032 zdematerializowanych akcji zwykłych Energa S.A. na okaziciela serii AA, o wartości nominalnej 10,92 zł każda, uprawniających łącznie do 82.754.032 głosów na walnym zgromadzeniu Energa, dopuszczonych i wprowadzonych do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) oraz oznaczonych przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA kodem PLENERG00022 („Akcja” lub odpowiednio „Akcje”). W puli tej znajdowały się także akcje będące własnością akcjonariuszy, na rzecz których działa Zleceniodawca wyceny - „To co najważniejsze” Fundacja.

Cena akcji określona w wezwaniu wynosiła 8,35 zł za jedną akcję. Wezwanie zostało ogłoszone pod warunkiem podjęcia przez walne zgromadzenie Energa S.A. uchwały o wycofaniu akcji Spółki z obrotu giełdowego.

Jednocześnie ORLEN przekazał do Energa S.A. żądanie zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy i umieszczenia w porządku obrad tego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały o wycofaniu akcji Energa S.A. z obrotu giełdowego. Raportem bieżącym nr 52/2020 z dnia 21 września 2020 roku, ORLEN poinformował (opóźniona informacja poufna), że 2 września 2020 roku rozpoczął prace prowadzące do nabycia wszystkich akcji Energa S.A., pozostających w posiadaniu akcjonariuszy mniejszościowych oraz do wycofania akcji Energa S.A. z obrotu giełdowego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

³ <https://grupa.energa.pl/grupa-energa/o-nas> [dostęp: 13.12.2025]

⁴ Dnia 31 marca 2020 r. PKN Orlen poinformował, że otrzymał bezwarunkową zgodę Komisji Europejskiej na przeprowadzenie transakcji.

Orlen S.A. poinformował, że 14 września 2020 roku zarząd spółki wyraził zgodę na przeprowadzenie wezwania (tzw. wezwania delistującego) do zapisywania się na sprzedaż akcji Energa S.A. przez pozostałych akcjonariuszy na podstawie art. 91 ust. 5 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2019 poz. 623 z późn. zm.), po cenie nie wyższej niż 8,35 PLN za akcję, tj. przy łącznej wartości wezwania wynoszącej do 690 996 168 PLN, mającego na celu wycofanie akcji Energa S.A. z obrotu giełdowego, oraz że 21 września 2020 roku stosowną zgodę wyraziła Rada Nadzorcza Spółki.

Z kolei 30.09.2020 r., raportem bieżącym nr 63/2020 Zarząd Energa S.A. poinformował, że w związku z otrzymaniem w dniu 21 września 2020 roku od ORLEN, jako akcjonariusza reprezentującego powyżej jednej dwudziestej kapitału zakładowego Spółki, żądania zwołania Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Energa S.A. oraz umieszczenia w jego porządku obrad sprawy dotyczącej wycofania akcji Spółki z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., działając na podstawie art. 398, art. 399 § 1, art. 400 § 1, art. 4021, art. 4022 Kodeksu spółek handlowych oraz § 25 ust. 3 pkt 3) Statutu Spółki oraz § 28 ust. 1 pkt 4 Regulaminu Zarządu Energa S.A., zwołuje na dzień 29 października 2020 roku o godz. 10.00 Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki, które odbędzie się w Gdańsku, przy al. Grunwaldzkiej 472, w budynku Olivia Tower, XII piętro, w Sali Olivia Sky Club.

W rezultacie, 29.10.2020 r. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Energa S.A. podjęło uchwałę o wycofaniu z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) 269 139 114 akcji Spółki zwykłych na okaziciela serii AA oznaczonych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. kodem ISIN PLENERG00022 („Akcje”), o czym Zarząd poinformował akcjonariuszy w raporcie bieżącym nr 70/2020. Jednocześnie NWZ upoważniło i zobowiązało Zarząd Spółki do podjęcia wszystkich czynności faktycznych i prawnych niezbędnych do wycofania akcji Spółki z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW.

Zarówno działania podejmowane przez Zarządy spółek Energa S.A. i ORLEN, mające na celu przejęcie 100% akcji Spółki i ich wycofanie z obrotu giełdowego, jak i cena proponowana za jedną akcję w procesie delistingu wzbudziły sprzeciw części akcjonariuszy, w następstwie czego, korzystając z przysługujących im praw akcjonariusze skierowali do sądu pozew o uchylenie uchwały delistującej.

Akcjonariusze podnosili w pozwie zarówno zarzuty dotyczące działań proceduralnych podejmowanych w celu przyjęcia przedmiotowej uchwały delistującej, w szczególnym okresie, w którym istniało znaczące ryzyko zachorowań na COVID-19, jak i zarzuty dotyczące proponowanej ceny za jedną akcję. Dotyczyły one m.in. dokonywania przed delistingiem odpisów aktualizacyjnych i zawiązywania rezerw znacząco wpływających na wyniki Spółki⁵ oraz podejmowanie innych działań, prowadzących do pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych. Jako argument potwierdzający zaniżenie wyceny Spółki, wskazano m. in. fakt, że ORLEN, który nabył akcje Spółki po cenie 8,35 zł za akcję wykazał w swoim

⁵ Zgodnie z treścią raportu bieżącego nr 60/2020 z dnia 23.07.2020 r. szacowany łączny wpływ dokonanych odpisów i rezerw na skonsolidowany wynik netto Grupy Energa za pierwsze półrocze 2020 roku wynosi minus 1021 mln zł, a na jednostkowy wynik netto Energa S.A. minus 567 mln zł.

sprawozdaniu skonsolidowanym zysk z okazijnego nabycia akcji Energa S.A. w wysokości 3,69 miliarda zł. (przy cenie zakupu wszystkich akcji wynoszącej ok. 2,77 miliarda zł.).

Co więcej, warto zauważyć, że zarząd Orlen S.A., napisał w zintegrowanym raporcie rocznym Grupy Orlen za rok 2020, że możliwość rozpoznania zysku z okazijnego nabycia akcji Energa S.A. wynikała m.in. z tego, że **notowania Energa S.A. były w ostatnich latach zaniżone** (zob. ryc.1).

Ryc. 1: Fragment zintegrowanego raportu rocznego Orlen S.A.

Pomimo zaoferowania 20% premii w stosunku do ceny akcji z dnia Wezwania, Grupa rozpoznała na nabyciu akcji ENERGA zysk z tytułu okazijnego nabycia wynikający z nadwyżki wartości aktywów netto Grupy ENERGA ponad zapłaconą przez Grupę ORLEN cenę. W ocenie Grupy, na wystąpienie zysku na transakcji miał wpływ szereg faktów i okoliczności, w tym przede wszystkim widoczne w okresie ostatnich 5 lat istotnie zaniżone notowania spółek energetycznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, w tym również zaniżone notowania akcji ENERGA. Przecena polskich spółek z sektora energetycznego wynikała w dużej mierze z posiadanych przez te spółki istotnych aktywów węglowych i wciąż znaczących inwestycji tych spółek w sektor górnictwa. W obliczu rosnących kosztów emisji CO2 oraz prowadzonej polityki klimatycznej przez UE, kładącej coraz większy nacisk na dekarbonizację i wymagającej od państw członkowskich zwiększania udziału mocy wytwórczych z OZE, krajowe spółki z sektora energetycznego od dłuższego czasu zmagają się z niskimi wycenami. Ponadto wymagane zmiany w kierunku zwiększenia udziału niskoemisyjnych źródeł oraz związane z nimi istotne planowane nakłady CAPEX przy jednoczesnym wysokim poziomie zadłużenia wpływały negatywnie na politykę dywidendową tych spółek, co miało dodatkowy wpływ na poziomy ich wycen.

Źródło: Zintegrowany Raport Roczny Grupy Orlen za rok 2020, str. 142.

W wyniku postępowania sądowego, w dniu 30 listopada 2022 r. Sąd Okręgowy w Gdańsku, IX Wydział Gospodarczy, orzekł o uchyleniu uchwały NZW Energa S.A. z 29 października 2020 roku w sprawie wycofania z GPW 269 139 114 akcji Spółki. Wprawdzie Spółka wniosła apelację, jednak w dniu 21 marca 2024 roku Sąd Apelacyjny w Gdańsku I Wydział Cywilny oddalił ją całości, a w dniu 27.09.2024 r. zarząd Energa S.A. poinformował (raportem bieżącym nr 37/2024), że po przeprowadzeniu analiz, podjął decyzję o niewnoszeniu skargi kasacyjnej tego wyroku.

Wobec powyższego Uchwała Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 29 października 2020 r. w sprawie wycofania z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. 269.139.114 akcji Spółki zwykłych na okaziciela serii AA oznaczonych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. kodem ISIN PLENERG00022, została uchylona. W tym czasie akcje wycenianej spółki pozostawały w obrocie giełdowym, a ich kurs obrazuje poniższy rysunek (ryc.2).

Ryc. 2 – Notowania akcji spółki Energa S.A. w latach 2020-2025



Źródło: www.tradingview.com [dostęp: 14.12.2025 r.]

Raportem bieżącym 65/2025 z dnia 26.11.2025 Orlen S.A. poinformował, że Zarząd i Rada Nadzorcza wyrazili zgodę na skierowanie zaproszenia do wszystkich akcjonariuszy Energa S.A., do składania ofert sprzedaży akcji Energa S.A., a stosowny dokument pojawił się na stronie internetowej Orlen S.A. Z treści raportu bieżącego i zaproszenia wynika, że zaproszenie dotyczy wszystkich akcji, które wraz z akcjami posiadanymi przez Orlen S.A. uprawniałyby tę spółkę do 100 % akcji w kapitale zakładowym Energa S.A. Zaproponowana cena wynosi **18,87 zł za akcję**, zaś zakończenie przyjmowania ofert zaplanowano na 17 grudnia 2025 r. Orlen S.A. zastrzegł, że zaproszenie nie stanowi wezwania do dobrowolnego zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, o którym mowa w art. 72 lub 73 Ustawy o ofercie i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny.

Wobec powyższego, należy utrzymać założenie, że Orlen S.A. dążyć będzie konsekwentnie do przejęcia 100% akcji uprawniających do 100% głosów, co ma istotne znaczenie z perspektywy standardu wartości, który może być wyznacznikiem oczekiwań akcjonariuszy mniejszościowych.

3. Standard wartości

Biorąc pod uwagę standardy wyceny rekomendowane przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych jak i Stowarzyszenie Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce (szerzej opisane w raporcie z wyceny przygotowanym w lutym 2025 r.), za adekwatny do celu niniejszej wyceny należy przyjąć **standard Wartości Sprawiedliwej** (ang. *Fair Value*).

Wartość wewnętrzna (ang. *Intrinsic Value*) – opisuje bowiem wyrażoną w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która **nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją**, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową. Ten standard odrzucono bowiem w analizowanym przypadku mamy do czynienia z konkretnym kupującym, który zamierza realizować swoje zamierzenia inwestycyjne, dokonując skupu akcji od aktualnych posiadaczy. Ponadto wyceniający nie dysponują wystarczającym dostępem do informacji, aby uwzględnić w wycenie wewnętrzne czynniki mające wpływ na wartość danego przedsiębiorstwa, a co za tym idzie jego akcji.

W toku prowadzonych rozważań odrzucono także **Wartość inwestycyjną** (ang. *Investment Value*) – która opisuje wyrażoną w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny **dla konkretnego inwestora** (właściciela), **przy uwzględnieniu jego indywidualnych wymagań** i oczekiwań odnośnie do przedmiotu wyceny. Wyraża ona oczekiwania konkretnej strony transakcji i może być kształtowana nie tylko przez fundamentalną wartość spółki, ale także przez oczekiwane efekty synergii (w przypadku kupującego) lub strategię inwestycyjną sprzedającego i z tej przyczyny mogłaby wyrażać jednostronne oczekiwania konkretnego uczestnika transakcji.

Jakkolwiek w „normalnych” warunkach rynkowych zastosowanie znaleźć powinna **godziwa wartość rynkowa** (ang. *Fair Market Value*) – to jednak w analizowanym przypadku nie ma ona zastosowania bowiem przy szacowaniu tej wartości zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i **niedziałający pod przymusem (nakazem)**.

W analizowanym przypadku akcjonariusze mniejszościowi znaleźć się mogą pod przymusem jaki tworzyć może podjęcie uchwały tworzącej ramy prawne do wykupu akcjonariatu mniejszościowego po cenie wyznaczonej przez organy statutowe Orlen S.A. lub Energa S.A., dlatego właśnie adekwatny do tej sytuacji jest standard Wartości Sprawiedliwej. Zgodnie z tym standardem przy szacowaniu wartości przedmiotu wyceny zakłada się, że w transakcji biorą udział **konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem).** Dlatego też wartość powinna być sprawiedliwa i uwzględniać fakt, że jedna ze stron (tu akcjonariusze mniejszościowi) nie mają możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny.

Dowodząc zasadność tego stanowiska należy wskazać na formułę wartości końcowej wynikającej z **modelu Gordona** (Gordon Growth Model, rozwiniętego przez Myrona Gordona i Eli Shapiro w latach 50.), który pierwotnie służył do wyceny akcji poprzez zdyskontowaną wartość przyszłych dywidend rosnących w nieskończoność. Model Gordona dotyczył dywidend, ale zasada została przeniesiona do wyceny przedsiębiorstw — zamiast dywidend stosuje się **wolne przepływy pieniężne (Free Cash Flow)**. Z tego powodu mówi się czasem o perpetuity growth model. W myśl tej koncepcji:

$$\text{Wartość przedsiębiorstwa (EV)} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

Główny wkład Gordona polegał na sformułowaniu prostego wzoru opisującego wartość aktywa, którego przepływy pieniężne rosną ze stałą stopą w nieskończoność. W finansach korporacyjnych stało się to fundamentem metody DCF, której rozwój przypisuje się m.in. wcześniejszym pracom Irvinga Fishera i Johna Burr Williamsa (lata 30. i 40.), lecz to właśnie model Gordona nadał praktyczną, matematyczną formę wartości końcowej (rezydualnej).

Co ważne, wartość terminalna może wyznaczać wartość potencjalnej odsprzedaży aktywów (akcji) w postaci dezinwestycji (wówczas wartość tę nazywamy „exit value”). Szacowanie wartości końcowej (terminalnej) jest bardzo ważne, bowiem w modelu DCF odpowiada za znaczącą część całej wartości przedsiębiorstwa.

Z perspektywy aktualnych mniejszościowych inwestorów giełdowych, istotne znaczenie przyjmuje wartość terminalna w koncepcji exit value, a więc wartości po jakiej akcje mogłyby zostać odprzedane wzywającemu do sprzedaży akcji. W przeciwieństwie do wzywającego, który może uwzględnić wszelkie korzyści wynikające zarówno z oczekiwanych przepływów finansowych jak i z wartości perpetualnej, mniejszościowi inwestorzy giełdowi w momencie wezwania do sprzedaży akcji zostają ograniczeni zarówno w wymiarze horyzontu czasowego inwestycji jak i potencjalnych oczekiwanych przepływów do wysokości ceny z wezwania – co w kontekście ww. modelu Gordona powoduje powstanie swoistego instrumentu typu cap, na akcje spółki – co jest obserwowane na giełdzie papierów wartościowych w ostatnich dniach w kontekście spółki ENERGA, gdy każda próba sprzedaży akcji powyżej ceny z zaproszenia zostaje skutecznie zredukowana.

Trudno więc pogodzić się z tezą, że bieżące notowania byłyby właściwym wyznacznikiem ceny skupu akcji od akcjonariuszy mniejszościowych. Wartość Sprawiedliwa jest niezależna od bieżących wahań rynkowych bowiem może bazować na długoterminowej prognozie wolnych przepływów gotówki lub innych wyznacznikach długoterminowej wartości przedsiębiorstwa.

Wobec powyższego w toku wyceny (uwzględniając dostępność wiarygodnych informacji) przyjęto dwa powszechnie stosowane i uznane podejścia do wyceny, a mianowicie podejście dochodowe, w którym zastosowano metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych zwaną metodą DCF oraz podejście mnożnikowe bazujące na wynikach i notowaniach innych przedsiębiorstw z branży energetycznej notowanych na GPW i zaliczanych do indeksu WIG-ENERGIA.

Pierwsze podejście pozwala na uwzględnienie perspektyw rozwojowych Spółki i jej zdolności do generowania przepływów gotówki dla właścicieli, drugie zaś pozwala na uwzględnienie w wycenie ogólnych nastrojów inwestorów wobec podmiotów z branży energetycznej oraz sytuacji na rynku kapitałowym.

4. Wycena metodą DCF

4.1 Założenia metodyczne

Dobór modelu

Do wyceny akcji wykorzystano model zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (Discounted Cash Flow). Z uwagi na fakt, że podstawą do wyznaczenia wartości jednej akcji jest wartość przedsiębiorstwa, do kalkulacji przyjęto model w wariantcie FCFE (Free Cash Flow to Equity), który pozwala na oszacowanie potencjalnej rynkowej wartości przedsiębiorstwa z uwzględnieniem oczekiwanej przez nabywców stopy zwrotu.

Główne przyczyny wykorzystania modelu FCFE w niniejszym opracowaniu to przede wszystkim:⁶

- ⇒ **Model DCF** pozwala na dokładne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa, opierając się na przyszłych przepływach pieniężnych, a nie na zyskach księgowych, które mogą wynikać z przyjętych założeń odnośnie do zawiązywania i rozwiązywania rezerw, odpisów aktualizacyjnych i innych księgowania nie znajdujących odzwierciedlenia w bieżących przepływach gotówki.
- ⇒ W przypadku **FCFE model** skupia się na gotówce dostępnej dla właścicieli kapitału własnego, co jest szczególnie istotne dla inwestorów poszukujących wartości kapitału własnego spółki.
- ⇒ Model DCF oparty na FCFE jest zgodny z fundamentalną teorią wyceny, która mówi, że wartość aktywów opiera się na zdyskontowanej wartości przyszłych przepływów pieniężnych.
- ⇒ Ponadto, model FCFE umożliwia łatwą parametryzację i dostosowanie do możliwych do wystąpienia scenariuszy rozwoju lub/i związanych z nimi ryzykiem i oczekiwanymi premiami za ryzyko (użycie odpowiedniej stopy dyskontowej).

⁶ zob. np.: Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education

Postać modelu

Wzór na FCFE (Free Cash Flow to Equity, czyli wolne przepływy pieniężne dla właściciela) można wyrazić wzorem:

$$FCFE = FCFF - \text{Odsetki} * (1 - T) + \Delta \text{Dług netto}$$

co wylicza się bezpośrednio z komponentów Rachunku Przepływów Pieniężnych (CF):

$$FCFE = \text{Zysk netto} + \text{Amortyzacja} - \text{Nakłady inwestycyjne (CAPEX)} \\ - \Delta \text{Kapitał obrotowy netto (KON)} + \Delta \text{Dług netto}$$

gdzie:

Δ **Kapitał obrotowy netto (KON)** – zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto (zwiększenie potrzebnych środków na aktywa obrotowe po pokryciu zobowiązań krótkoterminowych, np. na zapasy),

Δ **Dług netto** – zwiększenie wartości zobowiązań (po pokryciu już spłaconych).

Szacunek stopy dyskontowej

W metodyce opartej o DCF (FCFE) adekwatną stopą dyskontową do wyceny bieżącej wartości przyszłych przepływów finansowych jest stopa odpowiadająca tzw. oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji („r”) stanowiącej wyznacznik kosztu kapitału własnego. Wybór stopy zwrotu z kapitału własnego jako odpowiedniej wynika z faktu, że jest ona adekwatna do rodzaju dyskontowanych przepływów jakimi są wolne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy (FCFE) - których koszt kapitału reprezentuje oczekiwana stopa zwrotu z kapitału własnego.⁷ Jej dobór stanowi istotne założenie prognostyczne. Za najbardziej zobiektywizowaną metodę^{7[66]} właściwej stopy dyskontowej należy uznać oszacowanie tej wartości na podstawie modelu CAPM pod postacią:

$$CAPM = r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

gdzie:

r - oczekiwana stopa zwrotu

r_f - stopa wolna od ryzyka,

r_m - stopa zwrotu z portfela rynkowego,

β - stopa wrażliwości stopy zwrotu z akcji na zmianę stopy zwrotu z rynku.

Wartość służąca jako benchmark stopy wolnej od ryzyka, została wyznaczona na podstawie kwotowań 52-tygodniowych bonów skarbowych, które na Dzień Wyceny wynosiły: 5,2290%.

Stopę zwrotu z portfela rynkowego przyjęto na podstawie kwotowań indeksu mWIG40, który (z uwagi na wcześniejszą obecność Spółki w kwotowaniach tego indeksu) uznano za właściwy

⁷ Takie podejście prezentuje wielu autorów i istnieje co do niego konsensus badaczy i praktyków [zob.np.]: A. Damodaran, Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, Wiley Finance, 2006.

wskaźnik pokazujący możliwą oczekiwaną w średnim terminie stopę zwrotu z portfela rynkowego dla podobnej wielkości spółek notowanych na polskim rynku kapitałowym.

Na potrzeby wyceny uwzględniającej obecne założenia i prognozy strategiczne grupy kapitałowej Energa na lata 2024-2030 dokonano oszacowania stopy zwrotu z indeksu mWIG40 na poziomie 8,32% rocznie. Wartości służące do szacunku przedstawiono w tabeli nr 1 poniżej. Jest to zarazem zbieżne z szacunkami oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego z branży energetycznej w długim terminie, co uwiarygadnia przyjętą stopę dyskontową.

Tab. nr 1: Szacowana oczekiwana stopa zwrotu z indeksu mWIG40

rok	pkt otwarcia	pkt zamknięcia	stopa zwrotu
2022	5000	4500	-0.1000
2023	4500	5500	0.2222
2024	5500	6200	0.1272
2025*	6400	8000	0.25
średnia			0.1248 (12.48%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu stoq.pl

Wartość współczynnika Beta określono na podstawie informacji zamieszczanych i aktualizowanych w serwisie biznes.pap.pl⁸. Na Dzień Wyceny wartość wskaźnika beta wynosiła 0,47. Jako benchmark stopy wolnej od ryzyka wykorzystano stopę oprocentowania 52-tygodniowych bonów skarbowych, która na Dzień Wyceny wynosiła: 3,22%. Po podstawieniu wskazanych wartości do modelu CAPM otrzymujemy bieżącą właściwą do wyceny stopę dyskontową w wysokości: 7,572%.

4.2 Szacunek wartości jednej akcji na podstawie przepływów ex-ante

Bazując na przedstawionej przez GK Energa zaktualizowanej strategii rozwoju grupy na lata 2024-2030 przygotowano prognozę sytuacji finansowej Spółki zawierającą najważniejsze elementy sprawozdania finansowego, służące jako benchmarki prognostyczne (pośrednio) lub dane wejściowe (bezpośrednio) służące do wyceny ex-ante metodą FCFE. Zakłada ona, że cena bieżąca akcji przedsiębiorstwa odzwierciedla przyszłe oczekiwane przepływy finansowe dla akcjonariuszy, które można oszacować na podstawie kilku kluczowych informacji o przepływach finansowych tj.: EBITDA, CAPEX, KON, podatek dochodowy, przyrost długu. Oszacowane wartości zaprezentowano poniżej w tab. 2.

Tab. 2: Prognoza wyników Energa SA [mln zł]

	2023	2024	2025 (P)	2026 (P)	2027 (P)	2028 (P)	2029 (P)	2030 (P)
Przychody	26,087.00	26,347.87	22,311.80	23,427.39	24,598.76	25,828.70	27,120.13	28,476.14

⁸ Polska Agencja Prasowa jest wiodącą instytucją dostarczającą depesze i informacje finansowe dla uczestników rynku finansowego w Polsce

Aktywa obrotowe	7,826.10	7,904.36	8,062.45	7,028.22	7,379.63	7,748.61	8,136.04	8,542.84
Zobowiązania bieżące	11,739.15	11,856.54	12,093.67	10,542.33	11,069.44	11,622.91	12,204.06	12,814.26
KON (Kapitał obrotowy netto)	-3,913.05	-3,952.18	-4,031.22	-3,514.11	-3,689.81	-3,874.30	-4,068.02	-4,271.42
EBIDTDA (+)	2,900.00	3,335.00	4,201.33	4,410.54	5,072.12	5,832.94	6,707.88	7,714.06
dług (-)	8,410.00	9,671.50	11,067.00	12,790.56	14,709.14	16,915.51	19,452.84	22,370.77
delta długu (+)	-	1,261.50	1,282.00	1,668.33	1,918.58	2,206.37	2,537.33	2,917.93
CAPEX (-)	4,342.00	4,776.20	4,462.67	5,779.20	6,357.12	6,992.83	7,692.12	8,461.33
delta KON (-)	-	39.13	441.33	-517.12	175.71	184.49	193.72	203.40
podatek dochodowy	209.00	240.35	276.40	317.86	365.54	420.37	483.43	555.94
FCFE	-3,151.00	-459.18	302.93	498.92	92.33	441.61	875.94	1,411.31

Źródło: opracowanie własne na podstawie strategii rozwoju Grupy Kapitałowej Energa na lata 2024-2030

Zgodnie z założeniami metody DCF w wycenie ujęto także bieżącą wartość tzw. wartości rezydualnej określonej na koniec okresu prognozy. Wartość rezydualną obliczono szacując wartość przepływu FCFE na koniec ostatniego okresu prognozy (2030 r.) zakładając, że w kolejnym okresie wartość przepływu ulegnie wzrostowi o 5% (a następnie stabilizację przepływów w kolejnych okresach), co stanowi założenie stabilizacji przepływów przedsiębiorstwa, a następnie metodą renty wieczystej (dyskontując tenże przepływ przy użyciu szacowanej stopy dyskontowej).

WR= 19.570 mln zł (wartość przyszła na koniec 2030 r.)

Do wyznaczenia WR zastosowano wzór:

$$RV = \frac{FCFE_{t+1}}{r}$$

Szacując wartość bieżącą przyszłych przepływów pieniężnych powiększonych o wartość rezydualną, przy zastosowanej stopie dyskontowej otrzymano wynik: **17.497 mln zł**.

Z uwagi na fakt, że istnieje niepewność odnośnie do tego, czy Zarząd Spółki zrealizuje zamierzenia prezentowane w Strategii i przygotowanych na ich podstawie prognozach, w procesie szacowania wartości akcji Spółki uwzględniono różne scenariusze wykonania prognozy, co pozwoliło na wyznaczenie względnie konserwatywnej wartości, szacowanej metodą DCF (zob. tab.3).

Tab. 3: Kalkulacja wartości jednej akcji metodą DCF z uwzględnieniem ryzyka realizacji prognoz

wyszczególnienie	prognozowany wynik [tys. zł.]	założone prawdopodobieństwo wykonania	waga wariantu	wartość oczekiwana [tys. zł.]
spółka zrealizuje prognozę w 100%	17,496,865	80%	23%	3,942,955
spółka zrealizuje prognozę w 90%	15,747,179	85%	24%	3,770,451
spółka zrealizuje prognozę w 80%	13,997,492	90%	25%	3,548,660
spółka zrealizuje prognozę w 60%	10,498,119	100%	28%	2,957,217
Ważona ryzykiem wartość wyceny DCF [tys. zł.]				14,219,283
Liczba akcji na Dzień Wyceny				414,067,114
Wartość jednej akcji [zł]				34.34

Źródło: opracowanie własne

W świetle przedstawionych kalkulacji **wartość** jednej **akcji** Energa S.A. wyznaczona metodą DCF z uwzględnieniem ryzyka niewykonania założonych prognoz wynosi: **34,34 zł.** za jedną akcję.

5. Wycena metodą mnożnikową

5.1 Założenia metodyczne

Mnożnikowa metoda wyceny, znana również jako „metoda porównawcza”, jest jedną z najczęściej stosowanych metod szacowania wartości spółek w praktyce rynkowej i inwestycyjnej. Opiera się na porównaniu wartości wycenianego przedsiębiorstwa z podobnymi firmami na podstawie wybranych wskaźników finansowych, zwanych mnożnikami.

Podstawowym założeniem tej metody jest to, że podobne firmy powinny mieć podobną wartość rynkową w stosunku do ich wyników finansowych lub wartości majątku. Oznacza to, że jeśli znamy wartość rynkową jednej firmy oraz jej wskaźniki finansowe, możemy je zastosować do wyceny innego, porównywalnego przedsiębiorstwa (wartości jego akcji).

W ramach niniejszego opracowania, zastosowano następujące wskaźniki:

- P/BV (Price-to-Book Value, cena do wartości księgowej) porównuje wartość rynkową firmy do jej wartości księgowej.
- P/S (Price-to-Sales, cena do wartości sprzedaży) porównuje wartość rynkową firmy do jej przychodów ze sprzedaży.
- P/E (Price-to-Earnings, cena do zysku) wyznaczany jako stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na jedną akcję.

Obiektem porównawczym będą średnie wskaźniki osiągane przez branżę energetyczną. Dane niezbędne do przeprowadzenia niniejszej analizy pozyskano z serwisu biznesradar.pl, który zawiera wieloletnie zestawienie konsensusów i danych rynkowych dla wielu branż i spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

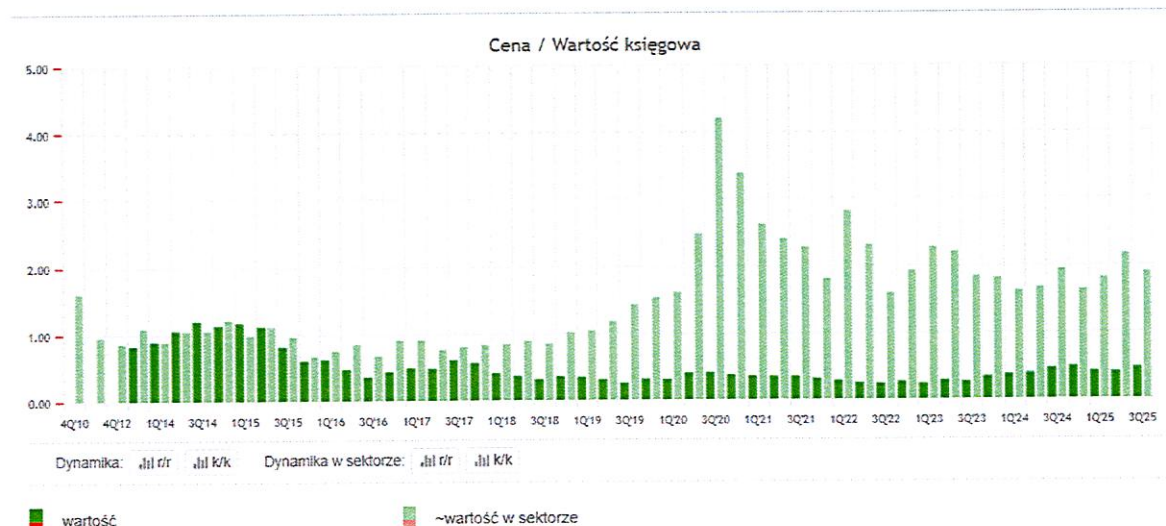
5.2 Cena do wartości księgowej P/BV

Na wstępie należy zauważyć, że po przejęciu większościowego pakietu Energa S.A. przez ORLEN i usunięciu Spółki z indeksów giełdowych wartości referencyjne wskaźników dla Spółki i spółek z branży diametralnie rozeszły się, pomimo tego, że Spółka jest istotnym i reprezentatywnym

przykładem przedsiębiorstwa energetycznego. Wobec tego można stwierdzić, że wskaźniki Spółki nie odzwierciedlają rzeczywistego rynkowego sentymentu dla branży.

Poniższy wykres (ryc.3) przedstawia wieloletnią zależność pomiędzy ceną akcji, a wartością księgową akcji branży energetycznej oraz spółki Energa S.A.

Ryc. 3: Wskaźnik P/BV dla spółki Energa S.A. na tle branży w latach 2010-2025



Źródło: biznesradar.pl [dostęp: 30.11.2025 r.]

Analizując relacje cen akcji do wartości księgowej, które odzwierciedlają przyszłe oczekiwania rynku, co do potencjału przedsiębiorstwa do generowania (utruty) wartości dla inwestorów należy podkreślić, że w średnim i długim okresie inwestorzy powinni wyceniać przedsiębiorstwo powyżej wartości księgowej. Inna sytuacja przeczyłaby założeniu kontynuacji działalności, bowiem cena poniżej wartości księgowej (w dłuższym terminie) odzwierciedlałaby oczekiwania inwestorów obawiających się długoterminowych strat przedsiębiorstwa. Taka wycena powinna sugerować konieczność restrukturyzacji lub/i zakończenia działalności przedsiębiorstwa, które nie jest w stanie nie tylko utrzymać obecnej wartości księgowej kapitału, ale także generuje straty, które go pomniejszają. Dlatego o ile wartość ta, jest akceptowalna w krótkim terminie w branżach cyklicznych (do których należy zaliczyć branżę energetyczną), jednak w długim terminie w przedsiębiorstwach, które nie przejawiają problemów należy oczekiwać wartości powyżej poziomu 1,5-2,0 bowiem taki mnożnik wyceny uwzględnia uzasadnione oczekiwania inwestorów dotyczące generowania przyrostów majątku, mającego swój wpływ na przyrost wartości księgowej kapitału. Co więcej, branżach z mniejszymi barierami wejścia akcjonariusze mogą oczekiwać mnożników nawet wielokrotnie większych⁹. Co istotne, w całym analizowanym okresie, tj. 2011-2024 wartości wskaźnika dla branży energetycznej zostały zachowane, z wyjątkiem okresu 2015-2019, gdy wartości te spadały poniżej wartości księgowej, co miało swoje powody między innymi w zmianach regulacyjnych dotyczących odnawialnych źródeł energii. W pozostałym okresie wartość wskaźnika P/BV przyjmowała najczęściej (najbardziej typowo)

⁹ Dla przykładu, przedsiębiorstwa reprezentujące branżę spożywczą charakteryzują się typową (dominującą) wartością wskaźnika P/BV znajdującą się w przedziale 2,5-5. Dane za: biznesradar.pl. [Dostęp dn. 30.11.2025 r.]

wartość z przedziału 1,5-2,0. Na Dzień wyceny wartość ta wynosiła 1,9. W związku z powyższym, przyjmując ostrożne założenie dolnego pułapu (tu: 1,5) przedsiębiorstwo powinno być na poziomie wynikającym z poniższego równania:

$$\text{wartość kapitału własnego} = \text{wartość księgowa na akcję} * \text{mnożnik} * \text{liczba akcji}$$

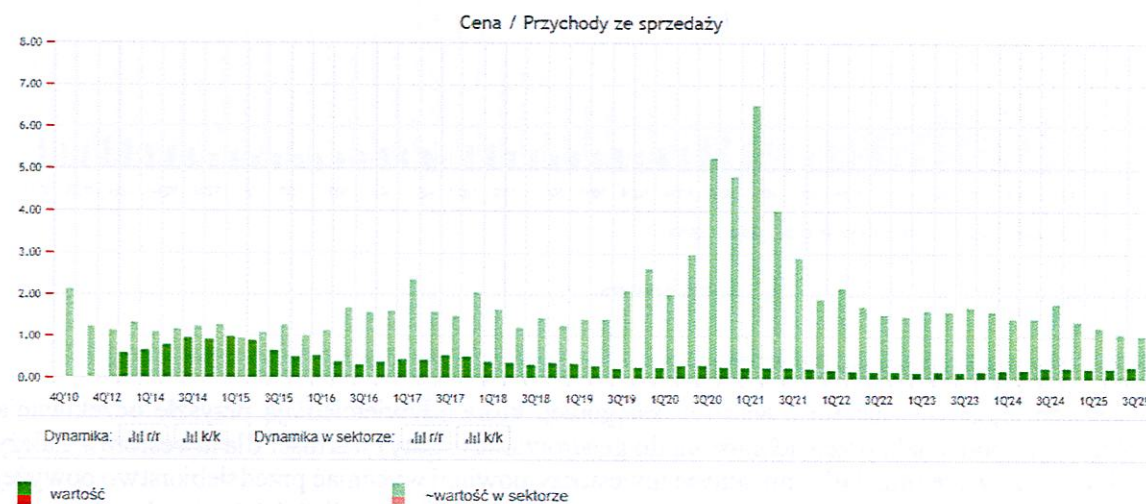
$$\text{wartość kapitału własnego} = 29,98 * 1,5 * 414\,067\,114 = 18\,620\,598\,116,58 \text{ zł}$$

Wobec powyższego wartość jednej akcji wyznaczona wskaźnikiem **P/BV = 49,87 zł**.

5.3 Cena do przychodów ze sprzedaży P/S

Poniższy wykres (ryc. 4) przedstawia wieloletnią zależność pomiędzy ceną akcji, a wartością przychodów ze sprzedaży spółek branży energetycznej oraz spółki Energa S.A.

Ryc. 4: Wskaźnik P/S dla spółki ENERGA SA na tle branży w latach 2010-2025



Źródło: biznesradar.pl [dostęp: 30.11.2025 r.]

Stosując analogiczne założenia jak do podejścia P/BV i obserwując, iż wielkości wskaźnika mają podobne wartości jak w przypadku P/BV, w relacji ceny do przychodów do sprzedaży – eliminując ekstrema z lat pandemii koronawirusa należy przyjąć, że wartość oczekiwana (ostrożnościowo) powinna mieścić się w przedziale 1,2-1,5. Przyjmując konserwatywnie mnożnik 1,2 wartość przedsiębiorstwa wyniesie:

$$\text{wartość kapitału własnego}$$

$$= \text{wartość przychodów ze sprzedaży na akcję} * \text{mnożnik} * \text{liczba akcji}$$

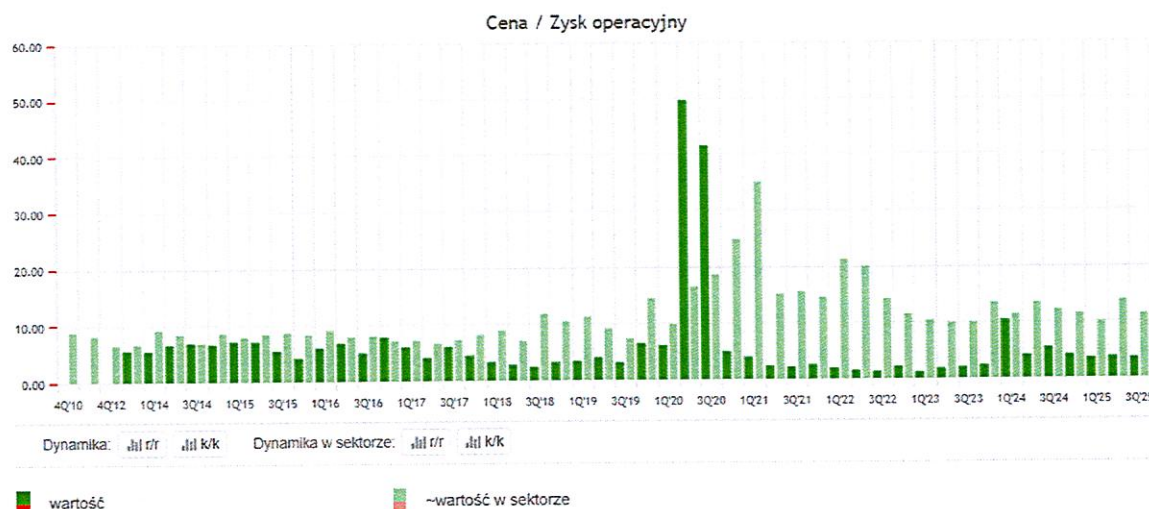
$$\text{wartość kapitału własnego} = 56,58 * 1,2 * 414\,067\,114 = 28\,113\,500\,772,14 \text{ zł}$$

Wobec powyższego wartość jednej akcji wyznaczona wskaźnikiem **P/S = 64,66 zł**

5.4 Cena do zysku operacyjnego P/EBIT

Poniższy wykres (ryc.5) przedstawia wieloletnią zależność pomiędzy ceną akcji, a wartością zysku operacyjnego (EBIT) spółek branży energetycznej oraz spółki ENERGA S.A.

Ryc. 5: Wskaźnik P/EBIT dla spółki ENERGA S.A. na tle branży w latach 2010-2025



Źródło biznesradar.pl [dostęp: 30.11.2025 r.]

Relacja dominująca (tj. wokół której rozłożone były wartości najczęściej) dla branży wskaźnika P/EBIT w analizowanym okresie (z wyłączeniem ekstremów) przyjmuje wartości w przedziale 10,0-15,0. Przyjmując szacunkowo wartość 10,0, (jako wartość, wokół której skupiały się wartości mnożnikowe w sektorze w ostatnich kilkunastu latach a także jako dolną granicę przedziału wahań w ostatnich kwartałach) wycena przedsiębiorstwa wyniesie:

$$\text{wartość kapitału własnego} = \text{wartość przychodów ze sprzedaży na akcję} * \text{mnożnik} * \text{liczba akcji}$$

$$\text{wartość kapitału własnego} = 2,54 * 10 * 414\,067\,114 = 10\,517\,304\,695,60 \text{ zł}$$

Wobec powyższego wartość jednej akcji wyznaczona wskaźnikiem **P/EBIT= 19,55 zł**

W celu ostatecznego określenia wartości jednej akcji metodą mnożnikową, wyznaczono średnią i medianę wartości uzyskanych przy wykorzystaniu trzech wskaźników, które wskazano w tabeli 4.

Tab. 4: szacunek wartości akcji Energa S.A. metodą mnożnikową

wyszczególnienie	wartość zł. za akcję
P/BV	49,87
P/R	64,66
P/EBIT	19,55
średnia	44,69

źródło: opracowanie własne

Do dalszych kalkulacji przyjęto wartość średnią tj. 44,69 zł za akcję.

6. Określenie ceny jednej akcji Energa S.A.

Aby dokonać oszacowania wartości jednej akcji Energa S.A. zastosowano metodę mieszaną, która pozwala na uwzględnienie różnych perspektyw i technik wyceny, do ustalenia szacowanej wartości. Z uwagi na fakt, że szacunki otrzymane metodą DCF wskazują na wartość: 34,40 zł. za jedną akcję, zaś szacunki wykonane metodą wskaźnikową dają wartość: 44,69 zł za akcję, wartość jednej akcji Energa S.A. określono na kwotę **39,55 złotych**.

Aktualnie obserwujemy jednak dosyć specyficzną sytuację, w której stan posiadania większościowego akcjonariusza zbliża się do granicy 95% i wiele wskazuje na to, że w strategicznym interesie Orlen S.A. jest nabycie 100% akcji, co jest źródłem pewnej presji na kupujących i sprzedających, z których każdy ma swoje cele, oczekiwania i ograniczenia.

Zadaniem wyceniających nie jest jednak ocena wartości inwestycyjnej szacowanej z uwzględnieniem perspektywy jednej czy drugiej strony, a oszacowanie racjonalnie uzasadnionej Wartości Sprawiedliwej wynikającej z oceny prognozowanych przepływów, które w świetle prognoz publikowanych przez Spółkę miałyby zostać osiągnięte w najbliższych latach oraz wartości odzwierciedlających apetyt na tego rodzaju – jak wyceniane – aktywa, uzyskanych metodą porównawczą. Wiadomym jest jednak, że prognozy Energa S.A. ulegać będą ewaluacji, zmieniać się będą także alternatywy inwestycyjne na rynku kapitałowym, oczekiwane stopy zwrotu i wiele innych czynników kształtujących bieżące wyceny akcji. Wprawdzie w procesie wyceny przyjęto szereg konserwatywnych założeń, prognozowane wartości ważone były prawdopodobieństwem ich osiągnięcia, ale nikt nie może być pewny, że oszacowane aktualnie wartości przepływów gotówki, w szczególności w wartości zdyskontowanej nie będą podlegały znaczącej korekcie. Nawet przy tak stabilnych aktywach jakie posiadają spółki energetyczne, pojawić się mogą tzw. „czarne łabędzie”, które doprowadzą do znacznego przeszacowania wycenianych walorów.

Trudność przedmiotowej wyceny polega na tym, że oszacowaniu podlega Wartość Sprawiedliwa, która w dużej mierze odzwierciedla obarczone niepewnością przyszłe przepływy dla wścieli, nie może jednak pomijać faktu, że jedna ze stron znajduje się pod przymusem i fakt ten ma niebagatelne znaczenie dla wyniku oszacowania.

W świetle przeprowadzonych kalkulacji wycena na poziomie 39,55 zł. za akcję odwzorowuje rzeczywistą wartość aktywów Energa S.A. i jej zdolność do generowania przepływów gotówki dla akcjonariuszy. Dyskusyjna pozostaje kwestia czy – w tej specyficznej sytuacji – i w jakim zakresie stosować dyskonto z tytułu braku kontroli (pakietu mniejszościowego)? W ocenie wyceniających rozsądnym jest pozostawienie dyskonta z tego tytułu bowiem, gdyby spółka Energa S.A. pozostała w obrocie giełdowym, dyskonto takie miałoby zastosowanie, a cena oczekiwana przez sprzedającego byłaby o tę kwotę skorygowana. Jednakże wobec braku jednoznacznych przesłanek do zastosowania tego dyskonta (w dalszym ciągu należy pamiętać, że akcjonariusze mniejszościowi znaleźć się mogą pod przymusem), przyjęto założenie, że konsensus zawierać się będzie w przedziale wartości od 0% (brak premii) do 20% (możliwy do zaakceptowania poziom premii). W rezultacie wartość, którą należałoby uznać za Wartość Sprawiedliwą, znajdować się będzie w przedziale:

od **32,64 do 39,55 zł.** za akcję

7. Odniesienie do wyceny sporządzonej na dzień 31.01.2025.

7.1 Czynniki endogeniczne

Wpływ na zmianę wyceny w odniesieniu do opublikowanej w lutym 2025 roku należy podzielić na czynniki wynikające ze zmian wewnątrz przedsiębiorstwa (endogeniczne), w tym przede wszystkim wynikające z aktualizacji prognozy finansowej, zmiany rentowności, kosztu kapitału obcego i innych wskaźników mających wpływ na przepływy finansowe dla właścicieli przedsiębiorstwa (FCFE) jak i czynniki egzogeniczne (zewnętrzne), w tym wynikające ze zmian w otoczeniu rynkowym.

Na podstawie sprawozdania z sytuacji finansowej przedsiębiorstwa za trzy pierwsze kwartały roku obrotowego 2025, które opublikowano 20 listopada 2025 roku nie stwierdzono istotnych zmian ani odchyłeń w realizacji strategii grupy, która służyła do przygotowania projekcji wyników finansowych w latach 2025-2030, jednak odnotowano pewne odchylenia w zakresie innych parametrów kształtujących wynik wyceny, które zaprezentowano w tabeli 5.

Tab. 5: Odchylenia wcześniejszych prognoz w relacji do opublikowanych wyników za 3 kwartały 2025 r.

PROGNOZA	3Q DANE	ESTYMACJA 4Q	prognoza 2025	odchylenie	Wpływ na FCFE
EBIDTDA	3,151.00	4,201.33	3,835.25	+366.08	+
Delta długu (kredyty, pożyczki, dłużne papiery wartościowe)	1,282.00	1,282.00	1,450.73	-168.73	(-)
CAPEX	3,347.00	4,462.67	5,253.82	-791.15	+
delta KON	331.00	441.33	79.04	+362.29	(-)
FCFE		302.93	-323.29	+626.22	+

źródło: opracowanie własne

Warto zwrócić uwagę, że bieżąca estymacja wolnych przepływów pieniężnych, bazująca na ekstrapolacji trzech pierwszych kwartałów roku obrotowego 2025 wynosi 302.93 mln zł, podczas gdy w prognozie finansowej na 2025 rok wyniosła (-)323.29 mln zł. Różnica w kwocie 626.22 mln złotych tj. **1.51 zł/akcję zwiększa wartość bieżącą** oczekiwanych przepływów finansowych i ma bezpośredni wpływ na bieżącą wycenę akcji spółki, co potwierdzać może także zachowanie inwestorów tuż przed i po publikacji ww. wyników finansowych spółki - gdy podczas sesji giełdowej dn. 19. listopada br. kurs akcji wzrósł o ok. 1,50 zł. Wprawdzie spadł on następnie o podobną wartość już po publikacji, co jest częstym zjawiskiem polegającym na realizacji zysków spekulacyjnych podczas zaistnienia wydarzenia, które przez inwestorów było oczekiwane.

Poza powyższymi wskaźnikami w obecnie zaproponowanej wycenie skorygowano wartość prognozowanych przychodów ze sprzedaży, które skorygowano względem obecnej sytuacji przedsiębiorstwa. Dodatkowo nieznacznie skorygowano dynamikę wzrostu nakładów inwestycyjnych CAPEX, która okazała się niższa od oczekiwań.

7.2 Czynniki egzogeniczne

Istotniejszym czynnikiem, który miał wpływ na wycenę akcji było skorygowanie stopy dyskontowej służącej do kalkulacji wartości bieżącej przepływów finansowych i (przede wszystkim) wartości rezydualnej (końcowej). Koszt kapitału własnego, który odzwierciedla

oczekiwania inwestorów dotyczące stopy zwrotu z inwestycji w akcje przedsiębiorstwa jest relatywny. Zgodnie z przyjętą metodyką odzwierciedla on premię za ryzyko rynkowe (która w ostatnim roku, od momentu opublikowania poprzedniej wersji wyceny - niebagatelnie wzrosła), wrażliwość inwestycji w akcje spółki na zmiany cen rynkowych, która ma swoje odzwierciedlenie we współczynniku beta oraz stopę wolną od ryzyka, która reprezentuje minimalny koszt alternatywny. Pomimo spadku stóp procentowych, które miało miejsce w 2025 roku i miało wpływ na obniżenie stopy wolnej od ryzyka – zaobserwowano niebagatelny wzrost indeksów giełdowych reprezentujących rynek akcji w Polsce - zarówno w najszerszym ujęciu (WIG + 43% YTD), branżowo (WIG_ENERGIA +59% YTD) jak i w odniesieniu do reprezentatywnego indeksu mWIG40 (+30% YTD), co musiało zostać uwzględnione co najmniej w części w jakiej odpowiada za wzrost średnio i długoterminowej oczekiwanej stopy zwrotu.

Podejście to licuje także z koncepcją kosztu alternatywnego, które również ma swoje uzasadnienie w kontekście inwestycji giełdowych. Inwestorzy bowiem, mając możliwość uzyskania bardzo wysokich stóp zwrotu z inwestycji alternatywnych, będą mniej skłonni do inwestowania w aktywa przynoszące niższe rentowności. W opinii wyceniających dla zachowania zasady ostrożnej wyceny należało zaktualizować uprzednio zastosowaną stopę dyskontową stosownie do bieżącej sytuacji rynkowej, co miało wpływ na korektę wyceny przedmiotowych aktywów.

Należy przy tym podkreślić, że wyceniający zauważają w bieżącym raporcie finansowym wzrost wartości niektórych istotnych dla wyceny wskaźników finansowych, jak wskaźnik EBITDA, jednak ze względu na konieczność zachowania długoterminowej perspektywy, na której oparta jest zastosowana koncepcja wartości sprawiedliwej, do momentu potwierdzenia ww. wskaźnika kolejnymi raportami, nie zmieniono wartości prognozowanych.

Podsumowując warto podkreślić, że Energa S.A. na moment wyceny osiągnęła wyniki wpisujące się w centralną ścieżkę wcześniejszej prognozy sporządzonej przez wyceniających, utrzymując swój strategiczny kierunek działania. Z tego powodu, prognozowane przed niespełna rokiem wartości pozostały bez zmian poza korektą wartości przychodów ze sprzedaży i wynikającego z tego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto oraz niewielkiej korekty wskaźnika EBITDA (bez zmiany wartości w roku terminalnym). Kluczowy wpływ na wynik oszacowania miała korekta stopy dyskonta. W dalszym ciągu oszacowana wartość sprawiedliwa odbiega od bieżących kwotowań rynkowych znajdujących się obecnie na poziomie ok. 19,- zł za akcję. Wskazuje to na dalsze fundamentalne niedoszacowanie Spółki, które może mieć różne przyczyny. Ponadto trudno także jednoznacznie wskazać w jakim zakresie zaproponowana w zaproszeniu do złożenia ofert sprzedaży akcji cena, wyznaczy obecnie psychologiczny pułap cenowy (zob. reguła kotwiczenia i dostosowania, reguła reprezentatywności) i jakie to będzie miało konsekwencje dla przyszłych notowań Spółki.

8. Zastrzeżenia

Niniejsze opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej. Podstawą analizy były publicznie dostępne dane i informacje udostępniane przez Energa S.A. i Orlen S.A, które co do zasady (w przypadku spółek publicznych) powinny przedstawiać pełen obraz funkcjonowania przedsiębiorstwa. Informacje zawarte w tym dokumencie są oparte na

źródłach uważanych za wiarygodne, ale wyceniający nie gwarantują ich dokładności, kompletności ani aktualności. Wobec tego przedstawione w opracowaniu kalkulacje (w szczególności) w części dotyczącej prognozy przepływów finansowych mogą się różnić od szacunków Spółki lub podmiotów mających pełen dostęp do danych źródłowych oraz informacji o zamierzeniach aktualnego zarządu Spółki. Autorzy opracowania nie ponoszą odpowiedzialności za sposób wykorzystania przedmiotowego materiału.



dr Patryk Kaczmarek
Katedra Bankowości i Finansów
Wydział Zarządzania
doradca inwestycyjny lic.nr 996



dr hab. Robert Bęben, prof. UG
Centrum Analiz Procesów
Gospodarczych i Zachowań Konsumentów