W połowie 2022 należąca do grupy Michała Sołowowa spółka SGE i Orlen powołały spółkę OSGE (Orlen Synthos Green Energy), obejmując w niej po połowie udziałów. Ma ona zbudować flotę małych elektrowni jądrowych – SMR – w technologii BWRX-300.

Sygnały o problemach we współpracy udziałowców pojawiały się już wcześniej, lecz prezes Orlenu Ireneusz Fąfara upublicznił je 28 maja 2026 mówiąc na konferencji prasowej: „Naszym celem, zadaniem i ambicją jest to, żeby nasz partner zarabiał na współpracy z nami, a nie na nas”. Nie wchodząc w ujawnione dokładniej w lipcu 2026 szczegóły konfliktu między udziałowcami można powiedzieć, że sytuacja dla Skarbu Państwa stała się niepokojąca. SMR-y wzbudziły wiele nadziei i stały się uważanym za realny sposobem na zmniejszenie deficytu mocy stabilnych, gdy budowa dużej elektrowni jądrowej w Choczewie posuwa się powoli.

W sierpniu 2026 minister energii Miłosz Motyka zaproponował, by trzecim udziałowcem OSGE został PFR, obejmując 33% udziałów i w ten sposób zwiększając nadzór Skarbu Państwa nad projektem. Jak dotąd brak informacji o dalszych krokach w tym kierunku.

30 września 2026 Michał Sołowow ogłosił dogadanie się z Orlenem, choć dopiero 22 października podpisano porozumienie, jednak nie ostateczne, a parasolowe. W tym samym wywiadzie Sołowow powiedział, że w inicjatywę budowy SMR-ów czołowi polscy prywatni inwestorzy gotowi są włożyć do 500 mln zł poprzez inwestycję w akcje SGE. Wspomniał także o możliwym zaangażowaniu inwestorów zagranicznych.

2 listopada 2026 pojawiły się informacje, że zainteresowanie inwestycją w SGE wyraził PFR. OSGE jest jedynie spółką celową mającą budować SMR-y w Polsce. SGE ma szersze horyzonty: poza połową udziałów w OSGE, ma relacje z właścicielem technologii BWRX-300 i wyłączne prawa na jej wdrażanie w 9 krajach naszego regionu, a ograniczone w Wielkiej Brytanii i w Niemczech. Brzmi to przekonująco: po co inwestować w mniejszy projekt, jeśli można w większy, zwłaszcza, jeśli wejść mają w niego renomowani inwestorzy prywatni. Można wtedy uczestniczyć w budowie SMR-ów nie tylko w Polsce, ale i w Wielkiej Brytanii czy w innych krajach.

SGE potrzebuje nowego kapitału na realizację ambitnych planów i będzie chciał go pozyskać drogą emisji nowych akcji. Nowi inwestorzy będą musieli uzgodnić z Michałem Sołowowem ich cenę emisyjną. Czego można się tu spodziewać? Warto w tym miejscu przeanalizować transakcję, która miała miejsce w grudniu 2025. Doszło wtedy do przejęcia spółki BWRX TCA przez SGE. Do tego czasu BWRX TCA była w

Materiał pobrany ze strony Instytutu Sobieskiego, sobieski.org.pl[autor].

posiadaniu praw do wdrażania technologii BWRX-300 na podstawie umowy z ich właścicielem, noszącym obecnie nazwę GE Vernova Hitachi Nuclear Energy. Obie spółki, BWRX TCA i SGE były własnością MS Galleon GmbH, austriackiego podmiotu będącego wehikułem inwestycyjnym Michała Sołowowa. Na potrzeby przejęcia dokonano określenia wartości godziwej obu spółek, by ustalić ile akcji SGE wydać jedynemu udziałowcowi BWRX TCA w zamian za wniesienie jej majątku do SGE. Te wartości godziwe to **7,92 mld** zł dla SGE i **9,77 mld** zł dla BWRX TCA. W przypadku tej drugiej wartości podano, że została ona ustalona metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Można się domyślać, że u podstaw obu wycen leżało przekonanie o sukcesie ekspansji i budowie wielu opłacalnych SMR-ów.

Oczywiście właściciel spółki może dokonać jej wyceny wybraną metodą przy swoich założeniach i wierzyć, że jest ona godziwa. Nikt nie zabrania też inwestorom dokonywania transakcji zamiany siekierki wartej 2 mln zł na dwa kijki o wartości 1 mln zł każdy, a co dopiero mówić, gdy po obu stronach występuje ta sama osoba. Sytuacja robi się jednak poważna, gdy do tak wycenianej spółki ma wejść nowy inwestor. Powodzenie inwestycji zależy wtedy od tego, czy zgodzi się on na wycenę przedstawioną przez właściciela albo czy właściciel zgodzi się na wycenę przeprowadzoną przez inwestora.

Spółki łączy się, by zyskiwały, a nie traciły na wartości. Można zatem oczekiwać, że wartość godziwa spółki SGE po połączeniu wynosi zdaniem jej właściciela co najmniej **17,8 mld** zł. PFR preferuje obejmowanie znaczących pakietów mniejszościowych, czyli między 20% a 30% akcji. Pakiet 20% bez dodatkowych zapisów statutowych nie daje żadnych dodatkowych uprawnień poza możliwością powołania członka rady nadzorczej w drodze głosowania grupami. Aby mieć **20%** akcji w podwyższonym kapitale, trzeba zainwestować środki odpowiadające 25% akcji przed podwyższeniem. Zakładając, że PFR zgodziłby się z powyższą wyceną spółki SGE, oznaczałoby to konieczność nabycia nowych akcji za kwotę ponad **4,4 mld** zł (nie uwzględniamy tu innych inwestorów – gdyby oni też uczestniczyli w podwyższeniu kapitału, to kwota inwestycji prowadząca do udziału 20% musiałaby być jeszcze wyższa).

Czy **4,4 mld** zł na inwestycję PFR w SMR-y to dużo czy mało? Sprawozdanie finansowe SGE na koniec roku 2025, czy już po przejęciu i zebraniu w jednej spółce wszystkich aktywów związanych z SMR-ami pokazuje wartość kapitałów własnych **526 mln** zł. Jeśli zatem korzystać z wartości godziwej tej spółki określonej na 17,8 mld zł, to otrzymamy wartość wskaźnika P/BV równą **33,8**. Tak wysokie wartości można spotkać u największych amerykańskich firm technologicznych (Apple) czy

Materiał pobrany ze strony Instytutu Sobieskiego, sobieski.org.pl[autor].

zajmujących się AI. Technologia BWRX-300 jest nowatorska, ale jednak nie aż tak, jak sztuczna inteligencja – trzeba kopać głębokie doły, lać beton, spawać stalowe osłony.

Do tej pory największą inwestycją PFR było nabycie w 2017 za **4,1 mld** zł akcji banku Pekao – podmiotu znanego, zrozumiałego, stabilnego. Teraz PFR ma na stole inwestycję podobnej wielkości, ale w podmiot zupełnie innego typu.

Technologia BWRX-300 istnieje jak dotąd tylko na papierze. Rozpoczęta na podstawie warunkowego pozwolenia budowa FOAK (First-of-a-Kind) pozwoli na przetestowanie założeń, zweryfikowanie harmonogramu i poznanie kosztów budowy. Dopiero po uzyskaniu zezwolenia na eksploatację i przetestowaniu reaktora można będzie ustalić jego ostateczny projekt, który i tak będzie musiał być modyfikowany do krajowych warunków regulacyjnych i geologicznych. Pierwsza realizacja krajowa pozwoli na zweryfikowanie założeń powodzenia budowy całej floty. Trzeba podkreślić, że założenia te nie są znane – ani SGE ani OSGE nie przedstawiły wyliczeń pozwalających choćby oszacować koszty budowy, choć musiały one być uwzględnione przy szacowaniu wartości godziwej łączących się spółek.

Gdyby chodziło wyłącznie o inwestorów prywatnych, to można by spokojnie obserwować ich decyzje. Jednak PFR jest podmiotem zależnym od Skarbu Państwa i dysponuje środkami publicznymi. Trudno sobie wyobrazić, by mierzone w miliardach złotych decyzje inwestycyjne podejmował on bez szczegółowej analizy technologicznej i finansowej, bez określenia czynników ryzyka w całym projekcie, a jest ich tu wiele. Przede wszystkim nie wiadomo, czy technologia BWRX-300 jest stabilna i bezpieczna – to się okaże dopiero po uruchomieniu reaktora w Darlington. Po drugie nieznane są koszty budowy, choć z ogólnych reguł (moc proporcjonalna do trzeciej potęgi rozmiaru, koszty do drugiej) wynika, że dla elektrowni o mocy 8 razy mniejszej można oczekiwać ok. 2 razy wyższego kosztu budowy na jednostkę mocy.

Uzasadnieniem podejmowania inwestycji wysokiego ryzyka może być oczekiwanie ponadprzeciętnej, wysokiej stopy zwrotu. Dobrze, by istniała możliwość niezależnej weryfikacji założeń przyjmowanych do wyceny wejścia w ten projekt. Ale i tak od Skarbu Państwa oczekujemy przede wszystkim, że zbuduje duże elektrownie jądrowe, a nie, że będzie wspomagał ryzykowne projekty prywatne – zwłaszcza, gdy wiadomo, że SMR-y nie rozwiążą problemu braku mocy stabilnych w drugiej połowie lat 30-tych.

Materiał pobrany ze strony Instytutu Sobieskiego, sobieski.org.pl[autor].

Miejmy nadzieję, że PFR obroni się przed politycznymi naciskami, podda krytycznej analizie program budowy SMR-ów w Polsce i nie podejmie błędnej decyzji. Warto zaczekać, by zobaczyć na jakich warunkach akcje SGE będą obejmowali chętni inwestorzy prywatni, a potem – jak będzie działał pierwszy SMR w Darlington.

Materiał pobrany ze strony Instytutu Sobieskiego, sobieski.org.pl[autor].