

ZE PAK

Trzymaj (TP 17.4 PLN)

EBITDA w 3Q'24 na poziomie 33 mln PLN (+68%/-31% vs. nasze szacunki/konsensus) ze znaczącym wkładem PAK-PCE (15.4 mln PLN)**Andrzej Kędziński**
andrzej.kedziński2@pekao.com.pl

ZE PAK opublikował wyniki finansowe za 3Q'24 z następującymi głównymi punktami:

- **Przychody: 521 mln PLN (-36% r/r)**, 1% powyżej naszych szacunków (516 mln PLN) i -4% poniżej konsensusu rynkowego (540 mln PLN).
- **EBITDA: 33 mln PLN (-92% r/r)**, co jest 58% powyżej naszych szacunków (21 mln PLN), ale -31% poniżej konsensusu rynkowego (48 mln PLN). Zwracamy uwagę, że EBITDA uwzględnia dochody od jednostek stowarzyszonych (PAK-PCE) w wysokości 15,4 mln PLN oraz spółka odnotowała jednorazową stratę na sprzedaży aktywów w wysokości 2,3 mln PLN. **EBITDA skorygowana o te dwa czynniki wynosi 20 mln PLN i jest -5% poniżej naszych oczekiwań**, z uwagi, że nie uwzględnialiśmy zysków od jednostek stowarzyszonych na poziomie EBITDA.
- **Segment wytwarzania: EBITDA wyniosła -11 mln PLN** (wobec 135 mln PLN rok wcześniej i -15 mln PLN kwartał wcześniej). Wolumeny wyprodukowanej energii były niższe o 23% r/r, ale wyższe o 23% kw/kw.
- **Segment wydobywania: EBITDA wyniosła 22 mln PLN** (wobec 190 mln PLN rok wcześniej i 72 mln PLN kwartał wcześniej). Konsumpcja węgla była niższa o 20% r/r, ale wyższa o 8% kw/kw.
- Zysk netto, w tym dochody od jednostek stowarzyszonych: wyniósł 33 mln PLN i był 25% powyżej naszych szacunków (27 mln PLN), ale 24% poniżej konsensusu rynkowego (44 mln PLN). Zysk netto bez wyników PAK-PCE wyniósł 18 mln PLN wobec naszych szacunków 11 mln PLN (63% powyżej naszych oczekiwań).
- Pozycja gotówkowa netto: wyniosła 532 mln PLN (wobec 464 mln PLN w 2Q'24).

Nasza ocena: NEUTRALNA

Przychody w 3Q'24 okazały się na zbliżonym poziomie do naszych oczekiwań. Na pierwszy rzut oka EBITDA jest powyżej naszych szacunków, jednak po wyłączeniu zysków od jednostek stowarzyszonych oraz jednorazowych zdarzeń, EBITDA spada do 20 mln PLN, czyli -5% poniżej naszych oczekiwań. Jednocześnie wyniki są znacznie poniżej konsensusu rynkowego.

Pozytywnym aspektem jest utrzymanie wysokiej średniej ceny realizowanej za energię elektryczną (zauważamy, że średnia jest zawyżona przez przychody z rynku usług regulacyjnych) oraz obniżenie jednostkowego kosztu wydobywania węgla brunatnego do 159 PLN/t z 307 PLN/t w poprzednim kwartale. W 3Q'24 spółka zrealizowała również niższą cenę uprawnień do emisji CO2 wynoszącą 350 PLN/t wobec 398 PLN/t w 2Q'24. Coraz mocniej do wyników ZE PAK kontrybuje również PAK-PCE, który w 3Q'24 dołożył do wyników 15.4 mln PLN (zwracamy jednak uwagę na nietypową ujęcie rachunkowe, gdzie wynik PAK-PCE jest uwzględniany przez spółkę również na poziomie EBITDA).

Spółka posiada pozycję gotówkową netto w wysokości 532 mln PLN, jednak zwracamy uwagę, że rezerwa na uprawnienia CO2 wzrosła do 477 mln PLN z 301 mln PLN w 2Q'24. Po uwzględnieniu tej rezerwy gotówka netto wynosi jedynie 55 mln PLN. Podkreślamy również, że należy pamiętać o rezerwie na rekultywację wynoszącej 592 mln PLN, zgłoszonej przez spółkę na koniec 3Q'24, która będzie musiała zostać pokryta w nadchodzących latach.

ZE PAK: 3Q'24 Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (PLNmn)	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	R/R	K/K	Pekao vs. Pekao	Cons. vs. Cons		
Przychody	820	829	520	522	521	-36%	0%	516	1%	540	-4%
EBITDA	397	445	27	93	33	-92%	-64%	21	58%	48	-31%
Wytwarzanie	135	332	-91	-15	-11	-108%	-29%	-38	-72%		
Wydobycie	190	220	124	72	22	-88%	-69%	56	-60%		
Pozostałe	72	-107	-7	36	22	-70%	-39%	3	680%		
EBITDA znorm.	265	219	-4	28	20	-92%	-28%	21	-5%		
EBIT	413	419	23	89	30	-93%	-67%	15	101%	43	-32%
Koszty finansowe netto	42	-41	-15	1	-4	-109%	-444%	-1	545%		
Zysk brutto	455	378	8	91	26	-94%	-72%	14	82%		
Podatek dochodowy i pozostałe	-81	145	-13	20	8	-110%	-61%	13	na		
Zysk netto	375	523	-5	110	33	-91%	-70%	27	25%	44	-24%
Zysk netto ex. PAK-PCE	na	na	-7	81	18	na	-78%	11	63%		
Zadłużenie											
Dług	40	40	33	33	33						
Dług netto	-1,189	-494	-643	-464	-532						
Dane operacyjne											
Wytwarzanie											
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.31	0.20	0.27	0.31	0.38	23%	23%	0.32	18%		
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.15	0.25	0.23	0.19	0.11	-27%	-42%	0.20	-45%		
Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)	1,392	1,388	696	731	738	-47%	1%	711	4%		
Emisja CO2 (mnt)	0.43	0.29	0.35	0.40	0.50	16%	25%	0.42	20%		
Zrealizowana cena CO2 (PLN/t)	394	297	406	398	350	-11%	-12%	399	-12%		
Koszt CO2 per MWh	547	431	526	514	460	-16%	-10%	519	-11%		
Współczynnik emisji (t/MWh)	1.39	1.45	1.30	1.29	1.32	-5%	2%	1.30	1%		
Spread (cena energii-CO2, PLN/MWh)	845	957	169	217	278	-67%	28%	192	45%		
Wydobycie											
Zużycie węgla (mnt)	0.42	0.31	0.36	0.39	0.52	24%	33%	0.40	29%		
Implikowany koszt wydobycia (PLN/t)	191	254	258	307	159	-17%	-48%	292	-46%		
Przychody na tonę (PLN/t)	662	606	587	455	284	-57%	-38%	431	-34%		

SECTOR ANALYSTS

Director & Chief Analyst
Mining, Construction & Real Estate
Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl

Deputy Head of Research
IT, Video Games
Emil Popławski
+48 601 079 478
emil.poplawski@pekao.com.pl

Banking & Financials (Poland)
Michał Fidelus
+48 517 160 749
michal.fidelus@pekao.com.pl

Banking & Financials (CEE)
Adam Motala
adam.motala@pekao.com.pl

Chemicals, Oil & Gas
Krzysztof Koziol, CFA
+48 664 420 126
krzysztof.kozioel@pekao.com.pl

Consumer
Dariusz Dziubiński
+48 502 851 475
dariusz.dziubinski@pekao.com.pl

Telecommunication, E-commerce
Konrad Musiał
+48 603 059 375
konrad.musial@pekao.com.pl

Real Estate
Michał Hanc
Michal.hanc@pekao.com.pl

Foreign Markets
Patryk Olszanowski, CFA
patryk.olszanowski@pekao.com.pl

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl

INVESTMENT ANALYSIS OFFICE

Market Projections
Piotr Kaźmierkiewicz
piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Technical Analyst
Bartosz Kulesza
bartosz.kulesza@pekao.com.pl

CONTACT AND PUBLICATION ADDRESS

Pekao Brokerage Office
ul. Żubra 1
01-066 Warsaw
Poland
bm@pekao.com.pl

Sales
Poland
+48 22 586 23 99

Sales Trading
Poland
+48 22 586 28 83

Internet
www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

DISCLAIMER

Pekao Brokerage Office (BM) is an organizationally separated unit of Bank Polska Kasa Opieki S.A., based in Warsaw, ul. Żubra 1, 01-066 Poland. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna with its seat in Warsaw, at ul. Żubra 1, 01-066 Warsaw, Poland, entered in the register of entrepreneurs in the District Court for the Capital City of Warsaw in Warsaw, XIII Commercial Division of the National Court Register, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, share capital (entirely paid) in the amount of PLN: 262 470 034.

BM is supervised by Polish Financial Supervision Authority, ul. Piękna 20, 00-549 Warsaw, Poland and is subject to regulations issued by the Financial Supervision Authority as well as by certain other regulators in the European Union.

The investment analysis is addressed to clients who have entered into an investment research agreement with BM, it is not a general investment advice, nor an investment recommendation provided as part of the investment advisory service, nor a part of portfolio management service. The analysis is given without taking into consideration the needs and circumstances of the Client, in particular when preparing the analyses BM does not examine the Client's investment objectives, level of risk tolerance, time horizon as well as the financial situation of the Clients nor does it assess the suitability of the service.

The investment analysis is based on information obtained from, or are based upon public information sources that we consider to be reliable but for the completeness and accuracy of which we assume no liability. All estimates, projections, forecasts and opinions included in the report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue. We reserve the right to modify the views expressed herein at any time without notice. Moreover, we reserve the right not to update this information or to discontinue it altogether without notice. While preparing the investment analysis, the company's compliance with the "Best Practices of WSE Listed Companies 2021" was taken into account, based on the GPW IT tool "Best Practices Scanner" - [Microsoft Power BI](#)

This investment analysis is for information purposes only and does not constitute an offer to buy, sell or subscribe to any financial instrument on any financial market. It is also not an advertisement.

BM is not responsible for the consequences of investment decisions made on the basis of the investment analysis. The investment analysis does not give any guarantee that a given strategy or price projection is appropriate for a specific Client, and when using it one should not resign from conducting an independent assessment and taking into account risk factors other than those presented. The securities discussed may fluctuate in price or value. Investors may get back less than they invested. Changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value of investments. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results. In particular, the risks associated with an investment in the financial instrument or security under discussion are not explained in their entirety. The use of BM services involves investment risk, described in detail on the website www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie