

ZE PAK

Trzymaj (TP PLN 17.4)

EBITDA w 4Q'24 na poziomie 129 mln PLN, powyżej naszych szacunków i konsensusu, solidny wynik wytwarzania, nowe projekty CCGT na horyzoncie?**Andrzej Kędzierski**
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

ZE PAK opublikował wyniki finansowe za 4Q'24:

- **Przychody wyniosły 623 mln zł** (-25% r/r, +20% k/k), czyli o 8% powyżej naszych szacunków (575 mln zł) i o 10% powyżej konsensusu rynkowego (568 mln zł).
- **EBITDA wyniosła 129 mln zł** (-71% r/r, +287% k/k), czyli była o 174% powyżej naszych szacunków (47 mln zł) i o 219% powyżej konsensusu rynkowego (40 mln zł).
- **W segmencie wytwarzania EBITDA wyniosła 138 mln zł** (-58% r/r, strata 11 mln zł kwartał wcześniej). Wolumen wyprodukowanej energii był wyższy o 132% r/r i o 20% k/k.
- **W segmencie wydobywania EBITDA wyniosła -28 mln zł** (wobec 220 mln zł rok wcześniej i 22 mln zł kwartał wcześniej). Zużycie węgla wzrosło o 100% r/r i o 17% k/k.
- Zysk netto, uwzględniający udziały w zyskach jednostek stowarzyszonych (portfel zielonych aktywów PAK-PCE), wyniósł 7 mln zł.
- Środki pieniężne netto wyniosły 472 mln zł (wobec 532 mln zł w III kw. 2024 r.).
- Na koniec 2024 roku wycofano z eksploatacji trzy jednostki o łącznej mocy 644 MW (Pątnów I: jednostki 1, 2 i 5), co pozostawiło w działaniu jedynie nowszą jednostkę o mocy 474 MW (Pątnów II). ZE PAK planuje także wyłączyć tę jednostkę oraz zakończyć działalność wydobywczą na przełomie I i II kwartału 2026 r.
- W projekcie CCGT Adamów postęp budowy osiągnął 33% na koniec 2024 r., a oddanie do użytku planowane jest na III kwartał 2027 r. ZE PAK prowadzi obecnie negocjacje sprzedaży 100% udziałów w tym projekcie na rzecz PGE. Zakończenie transakcji planowane jest do 30 czerwca 2025 r.
- ZE PAK poinformował również, że złożył wnioski o przyłączenie do sieci dla dwóch planowanych jednostek CCGT, każda o mocy 900 MW.

Nasza ocena: POZYTYWNE

Wyniki znacząco przewyższyły zarówno nasze szacunki, jak i konsensus rynkowy, głównie dzięki bardzo mocnemu wynikowi segmentu wytwarzania. Zgodnie z naszymi wyliczeniami, średnia cena energii elektrycznej zrealizowana przez spółkę w 4Q'24 wzrosła wyraźnie do poziomu 858 PLN/MWh z 722 PLN/MWh w poprzednim kwartale (+19% k/k). Jednocześnie implikowany koszt uprawnień do emisji CO₂ spadł do poziomu 288 PLN/t z 381 PLN/t w 3Q'24 (-24% k/k). W rezultacie spread wytwórcy (cena energii pomniejszona o koszt CO₂) wzrósł dwukrotnie kwartał do kwartału – z 228 PLN/MWh do 485 PLN/MWh (+113% k/k), co jest istotnie powyżej naszych oczekiwań na poziomie 286 PLN/MWh. Spółka skorzystała również na niższych kosztach wydobywania węgla brunatnego, które spadły do 178 PLN/t (-32% k/k), przewyższając nasze założenia na poziomie 235 PLN/t. Spadek kosztów jednostkowych był częściowo efektem wyższych wolumenów wydobywania, choć zauważalny był również ogólny spadek całkowitych kosztów.

Zwracamy uwagę na nową informację dotyczącą planów ZE PAK w zakresie realizacji dwóch nowych bloków CCGT o łącznej mocy 1,8 GW. Według naszych szacunków koszt budowy



takich jednostek może obecnie sięgać 10 mld PLN, czyli ponad czterokrotnie więcej niż budżet realizowanego obecnie projektu CCGT Adamów (2,4 mld PLN). Projekt tej skali nie jest możliwy do zrealizowania bez finansowania dłużnego, a biorąc pod uwagę obecne trudności ZE PAK z pozyskaniem środków nawet na znacznie mniejszy projekt, uważamy, że skuteczna realizacja tego planu będzie bardzo wymagająca.

Możliwe jest, że ZE PAK doprowadzi oba projekty do etapu ready-to-build (RTB) i zabezpieczy dla nich kontrakty mocowe, a następnie podejmie próbę ich sprzedaży, podobnie jak w przypadku CCGT Adamów (prawdopodobnie ponownie do PGE, która ma najbardziej ambitne plany rozwoju mocy gazowych). Jeśli projekty zostaną sprzedane na etapie RTB, mogą stać się pozytywnym impulsem dla wyceny spółki. Jednak w przypadku decyzji o samodzielnej budowie i eksploatacji, postrzegalibyśmy to bardziej jako ryzyko niż szansę.

Biorąc pod uwagę, że transakcje zmiany właściciela projektów tego typu należą do rzadkości, z niecierpliwością oczekujemy informacji na temat kwoty, jaką ZE PAK uzyska ze sprzedaży projektu CCGT Adamów. Uwzględniając korzystny kontrakt mocowy, uważamy, że cena sprzedaży powinna przewyższyć dotychczas poniesione przez ZE PAK koszty o kilkaset milionów PLN. Należy jednak zaznaczyć, że każda tego typu wycena jest bardzo wrażliwa na przyszłe ścieżki cen energii oraz zakładane współczynniki wykorzystania mocy (load-factor), przez co wycena jest obciążona dużą niepewnością.

Spółka posiada pozycję gotówkową netto w wysokości 474 mln PLN, jednak zwracamy uwagę, że rezerwa na uprawnienia do emisji CO₂ wzrosła do 650 mln PLN z 477 mln PLN w 3Q'24. Po uwzględnieniu wyłącznie tej rezerwy pozycja gotówkowa netto przechodzi w dług netto i wynosi 178 mln PLN. Warto również mieć na uwadze, że tak pokazywane zadłużenie netto, nie uwzględnia rezerwy na rekultywację w wysokości 498 mln PLN, jaką spółka raportowała na koniec 4Q'24, a która będzie musiała zostać pokryta w nadchodzących latach w związku z wygaszaniem działalności związanej z węglem brunatnym.

ZE PAK: 4Q'24 Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (PLNm)	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons.	2023	2024
Przychody	820	829	520	522	521	623	-25%	20%	575	8%	568	10%	3,106	2,185
EBITDA	397	445	27	93	33	129	-71%	287%	47	174%	40	219%	728	282
Wytwarzanie	135	332	-91	-15	-11	138	-58%	na	0	na	na	na	732	22
Wydobycie	190	220	124	72	22	-28	-113%	-225%	19	na	na	na	25	191
Pozostałe	72	-107	-7	36	22	18	-117%	-15%	28	-34%	na	na	-29	69
EBIT	413	419	23	89	30	122	-71%	314%	41	199%	40	203%	689	265
Zysk netto	376	335	-5	110	33	124	-63%	272%	30	313%	29	330%	745	263
Marża EBITDA	48%	54%	5%	18%	6%	21%			8%		7%		23%	13%
Marża EBIT	50%	51%	4%	17%	6%	20%			7%		7%		22%	12%
Marża zysku netto	46%	40%	-1%	21%	6%	20%			5%		5%		24%	12%
Zadłużenie														
OCF	141	-57	104	252	92	32	-155%	-66%					-322	480
% EBITDA	36%	-13%	389%	271%	278%	25%							-44%	
CAPEX	304	-484	-3	-365	-25	-89	-82%	258%					-489	-482
Dług netto	-1,189	-494	-643	-464	-532	-472	-4%	-11%					-494	-472
Dług netto skorygowany	148	222	157	459	537	732	230%	36%					222	
ND / EBITDA	-1.8x	-0.5x	-0.9x	-1.0x	-2.6x	-1.7x	215%	-36%					-0.5x	
ND skor. / EBITDA	0.2x	0.2x	0.2x	1.0x	2.6x	2.6x	987%	-2%					0.2x	
Dane operacyjne														
Wytwarzanie														
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.31	0.20	0.27	0.31	0.39	0.46	132%	20%	0.45	-3%			1.23	1.43
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.15	0.25	0.23	0.19	0.12	0.08	-68%	-33%	0.10	25%			0.68	0.62
Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)	1,392	1,388	696	731	722	858	-38%	19%	710	-17%			1,201	753
Emisja CO ₂ (mnt)	0.43	0.29	0.35	0.40	0.50	0.60	107%	20%	0.54	-10%			1.65	1.85
Zrealizowana cena CO ₂ (PLN/t)	394	297	406	398	381	288	-3%	-24%	370	28%			383	351
Koszt CO ₂ per MWh	547	431	526	514	493	373	-14%	-24%	444	19%			513	454
Współczynnik emisji (t/MWh)	1.39	1.45	1.30	1.29	1.30	1.29	-11%	0%	1.20	-7%			1.34	1.29
Spread (cena energii-CO ₂ , PLN/MWh)	845	957	169	217	228	485	-49%	113%	286	-41%			688	299
Wydobycie														
Zużycie węgla (mnt)	0.42	0.31	0.36	0.39	0.53	0.62	100%	17%	0.54	-13%			1.66	1.9
Implikowany koszt wydobycia (PLN/t)	193	264	263	312	246	178	-32%	-28%	235	32%			283	216
Przychody na tonę (PLN/t)	662	605	586	455	279	147	-76%	-47%	270	84%			566	330

*Obejmuje rezerwy netto na uprawnienia do emisji CO₂, rezerwy na rekultywację terenu oraz rezerwy na rekultywację składowisk popiołów i koszty likwidacji środków trwa

** Szacunki BM Pekao za 4Q'24

Źródło: Spółka, BM Pekao

ANALITYCY SEKTOROWI

**Dyrektor i Główny Analityk
Górnictwo, Budownictwo, Nieruchomości**
Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl

**Manager ds. rynku polskiego
IT, Gry wideo**
Emil Popławski – makler papierów wartościowych
emil.poplawski@pekao.com.pl

Banki, Finanse (Polska)
Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl

Banki, Finanse (CEE)
Adam Motala
Adam.motala@pekao.com.pl

Chemia, Paliwa
Krzysztof Kozieł, CFA
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Konsument
Dariusz Dziubiński
dariusz.dziubinski@pekao.com.pl

Energetyka
Andrzej Kędzierski
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

Telekomunikacja, E-commerce
Konrad Musiał
konrad.musial@pekao.com.pl

Nieruchomości
Michał Hanc
michal.hanc@pekao.com.pl

Rynki zagraniczne
Patryk Olszanowski, CFA
patryk.olszanowski@pekao.com.pl

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

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl

BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

Projekcje rynkowe
Piotr Kaźmierkiewicz
piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Analiza techniczna
Bartosz Kulesza – makler papierów wartościowych
bartosz.kulesza@pekao.com.pl

KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

Biuro Maklerskie Pekao
ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa
bm@pekao.com.pl

Infolinia BM:

- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

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