

ZE PAK

Kupuj (TP PLN 37.9/sh)

EBITDA w 1Q'25 wyniosła -5 mln PLN, poniżej naszych szacunków i konsensusu ze względu na słaby wynik PAK-PCE**Andrzej Kędzierski**
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

ZE PAK podał wyniki finansowe za 1Q'25:

- **Przychody na poziomie 309 mln zł (-40% r/r, -50% kw/kw), -6% vs. nasze szacunki (330 mln zł) i -14% poniżej konsensusu rynkowego (362 mln zł).**
- **EBITDA wyniosła -5 mln zł (wobec +29 mln zł rok wcześniej i +129 mln zł kwartał wcześniej) i była niższa od naszych szacunków (10 mln zł) i konsensusu rynkowego (20 mln zł). EBITDA z wyłączeniem wyników PAK-PCE wyniosła -2 mln zł wobec naszych szacunków na poziomie 0 mln zł.**
- **W segmencie wytwarzania raportowana EBITDA wyniosła -32 mln zł (strata 91 mln zł rok wcześniej i zysk 132 mln zł kwartał wcześniej). Wolumeny wytworzonej energii są wyższe o 52% r/r i niższe o 12% kw/kw.**
- **W segmencie wydobywania EBITDA wyniosła +37 mln zł (-70% r/r i strata 28 mln zł kwartał wcześniej). Zużycie węgla było wyższe o 42% r/r i niższe o 18% kw/kw.**
- **Strata netto wyniosła -14 mln zł i była poniżej naszych oczekiwań (1 mln zł) i konsensusu (11 mln zł).**
- **Gotówka netto wyniosła 384 mln zł (wobec 472 mln zł w 4Q'24).**
- **ZE PAK poinformował, że na koniec pierwszego kwartału 2025 r. zaawansowanie projektu CCGT wyniosło 49,6%, a oddanie bloku do użytku planowane jest na trzeci kwartał 2027 r. Dodatkowo, jednym z obecnie ocenianych potencjalnych projektów jest modernizacja bloku węglowego o mocy 474 MW w Elektrowni Pątnów, mająca na celu dostosowanie go do spalania gazu ziemnego. ZE PAK uzyskał już warunki przyłączenia do sieci gazowej i złożył wniosek o warunki przyłączenia do sieci elektroenergetycznej, na którego zatwierdzenie obecnie oczekuje.**

Our view: NEUTRAL

Wyniki okazały się niższe od naszych oczekiwań i konsensusu (warto zauważyć, że konsensus składa się tylko z dwóch prognoz, w tym naszej). Niemniej jednak, same wyniki postrzegamy jako neutralne. W porównaniu do naszych szacunków, skonsolidowany wynik PAK-PCE był negatywnym zaskoczeniem. Spodziewaliśmy się, że w 1Q'25 przyczyni się on pozytywnie do wyniku EBITDA o około 10 mln PLN, podczas gdy faktyczny wynik wyniósł minus 3,4 mln PLN. Pozytywnie zaskoczyła natomiast działalność podstawowa (połączone wyniki segmentów wytwarzania i wydobywania), która przekroczyła nasze oczekiwania, przynosząc +5 mln PLN wobec naszej prognozy na poziomie 0 mln PLN. Jest to szczególnie godne uwagi, biorąc pod uwagę, że spodziewaliśmy się, że rynek mocy przyniesie około 20 mln zł w 1Q'25, podczas gdy rzeczywisty wkład wyniósł tylko 7 mln zł. Patrząc w przyszłość, spodziewamy się, że przychody z rynku mocy w drugim kwartale mogą pozostać ograniczone, ale począwszy od trzeciego kwartału sytuacja powinna się poprawić, ponieważ spółka ogłosiła pozyskanie nowych kontraktów mocowych, które mają przynosić około 33 mln zł kwartalnie. Pozytywnym zjawiskiem jest dalszy spadek jednostkowego kosztu wydobywania węgla brunatnego (spadek o 31% kw/kw), co pomogło w osiągnięciu dodatniego wyniku na działalności podstawowej pomimo spadku cen energii elektrycznej (zrealizowana cena spadła z 836 PLN/MWh do 597 PLN/MWh kw/kw).

Kluczowym czynnikiem kształtującym perspektywę spółki pozostaje potencjalna sprzedaż bloku gazowego w Adamowie. W naszej opinii transakcja ta pozostaje wysoce prawdopodobna, szczególnie biorąc pod uwagę wypowiedzi zarządu PGE w trakcie konferencji wynikowej za 1Q'25, w której podtrzymał zainteresowanie ekspansją w segmencie gazowym i potwierdził zaangażowanie w transakcję, wyrażając nadzieję na podanie więcej szczegółów na



kolejnej konferencji. Aktualnie krótkoterminowym katalizatorem może być ogłoszenie nowej strategii PGE (12 czerwca), która może bezpośrednio podkreślić ambicje związane z przejęciem projektu gazowego.

Głównym ryzykiem, jakie widzimy, jest to, czy transakcja rzeczywiście zostanie zamknięta do końca czerwca. Nadal jednak oczekujemy, że transakcja zostanie sfinalizowana nie później niż do końca 2025 roku. Najważniejszy jest termin rozliczenia finansowego (płatność za przejęty projekt), który nadal zakładamy, że nastąpi do końca tego roku.

Jeśli chodzi o plan konwersji bloku węglowego na gazowy, na tym etapie pozostajemy sceptyczni. Do tej pory w Polsce nie przeprowadzono konwersji bloku o takiej skali na paliwo gazowe. Wcześniejsze konwersje polegały głównie na przejściu z węgla na biomasę, a nie na gaz. Nawet jeśli taka konwersja byłaby możliwa, to wydaje się nam, że ciężko byłoby przygotować na tyle projekt, aby wystartować w tegorocznych aukcjach mocy. Specyfika projektu wymaga przychodów z rynku mocy, zatem, jeśli projekt startowałby w przyszłym roku, mówilibyśmy tu o potencjalnym uruchomieniu projektu dopiero w 2031e.

ZE PAK: 1Q'25 Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (PLNm)	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons.
Przychody	829	520	522	521	623	309	-40%	-50%	330	-6%	362	-14%
EBITDA powtarzalna	219	-4	28	-8	89	-2	-50%	na	0	na		
EBITDA	445	27	93	33	129	-5	na	na	10	na	20	na
Wytwarzanie	332	-91	-15	-11	138	-32	-65%	na	-4	689%		na
Wydobycie	220	124	72	22	-28	37	-70%	na	4	na		na
Pozostałe	-107	-7	36	22	18	-11	64%	na	10	na		na
EBIT	419	23	89	30	122	-9	na	na	7	na	17	na
Zysk netto	335	-5	110	33	124	-14	197%	na	1	na	11	na
Marża EBITDA	54%	5%	18%	6%	21%	-2%			3%		6%	
Marża EBIT	51%	4%	17%	6%	20%	-3%			2%		5%	
Marża zysku netto	40%	-1%	21%	6%	20%	-4%			0%		3%	
Zadłużenie												
OCF	-57	104	252	92	32	96	-7%	203%	75	29%		
% EBITDA	-13%	389%	271%	278%	25%	na						
CAPEX	-484	-3	-365	-25	-89	-187	na	111%	-205	-9%		
Dług netto	-494	-643	-464	-532	-472	-384	-40%	-19%	-331	16%		
Dług netto skorygowany*	222	157	459	537	129	368	134%	185%	270	36%		
ND / EBITDA	-0.5x	-0.9x	-0.9x	-2.3x	-1.7x	-1.5x	79%	-8%	-1.2x	23%		
ND skor. / EBITDA	0.2x	0.2x	0.9x	2.3x	0.5x	1.5x	601%	221%	1.0x	45%		
Dane operacyjne												
Wytwarzanie												
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.20	0.27	0.31	0.39	0.46	0.41	52%	-12%	0.41	0%		
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.25	0.23	0.19	0.12	0.08	0.05	-78%	-38%	0.12	-57%		
Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)	1,388	696	731	722	836	597	-14%	-29%	580	3%		
Emisja CO2 (mnt)	0.29	0.35	0.40	0.50	0.60	0.49	40%	-18%	0.50	-2%		
Zrealizowana cena CO2 (PLN/t)	297	406	398	381	288	275	-32%	-5%	285	-4%		
Koszt CO2 per MWh	431	526	514	493	373	328	-38%	-12%	347	-5%		
Współczynnik emisji (t/MWh)	1.45	1.30	1.29	1.30	1.29	1.20	-8%	-8%	1.21	-2%		
Spread (cena energii-CO2, PLN/MWh)	957	169	217	228	464	269	59%	-42%	233	15%		
Wydobycie												
Zużycie węgla (mnt)	0.31	0.36	0.39	0.53	0.62	0.51	42%	-18%	0.50	2%		
Implikowany koszt wydobywania (PLN/t)	264	263	312	246	178	123	-53%	-31%	180	-32%		
Przychody na tonę (PLN/t)	605	586	455	279	147	233	-60%	59%	184	27%		

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

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, CFA
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