

ZE PAK

(Kupuj, TP 32.0 PLN)

2Q'25 EBITDA poniżej naszych oczekiwań i konsensusu, rosnące ryzyko kosztów projektu CCGT oraz wskazanie na ryzyko niepewności kontynuacji działalności**Andrzej Kędzierski**

andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

ZE PAK opublikował wyniki finansowe za 2Q'25:

- **Przychody:** 335 mln zł (-36% r/r), +15% vs. nasze szacunki oraz +18% vs. konsensus.
- **EBITDA:** -24 mln zł (vs. +93 mln zł w 2Q'24), poniżej naszej prognozy (3 mln zł) i konsensusu (-1 mln zł). PAK-PCE dołożył +0,4 mln zł.
- **Segment wytwarzania:** EBITDA -50 mln zł (vs. -15 mln zł w 2Q'24). Wolumen produkcji +19% r/r, ale -10% kw/kw. Przychody z rynku mocy wyniosły 14 mln zł.
- **Segment wydobywania:** EBITDA +24 mln zł (-67% r/r). Zużycie węgla +8% r/r, -18% kw/kw.
- **EBIT:** -47 mln zł (vs. +89 mln zł w 2Q'24). Na wyniki negatywnie wpłynęły m.in. zwiększenie rezerwy na rekultywację o 10,2 mln zł oraz darowizny w wysokości 7,3 mln zł.
- **Wynik netto:** strata -66 mln zł wobec naszej prognozy -14 mln zł i konsensusu -14 mln zł. Poza standardowym dyskontem rezerw (-6,5 mln zł), wyniki obciążyły negatywne głównie aktualizacja wartości inwestycji (-14,9 mln zł).
- **Dług netto:** 9 mln zł (vs. gotówka netto 384 mln zł w 1Q'25). Po uwzględnieniu rezerw na CO2, rekultywację i likwidację aktywów, ekonomiczny dług netto wzrósł do 849 mln zł (vs. 368 mln zł w 1Q'25).
- **CAPEX:** 360 mln zł (-1% r/r), oraz vs. 187 mln zł w 1Q'25.
- **Projekt CCGT:** zaawansowanie 65,3% (vs. 49,6% w 1Q'25), oddanie do użytku planowane na 3Q'27. Pozostałe nakłady szacowane na 1,98 mld zł. Wybrano konsorcjum banków; finansowanie oczekiwane na przełomie 2025/26, obejmujące refinansowanie już poniesionych nakładów.
- **Ryzyko kontynuacji działalności:** Zarząd wskazał, że pozyskanie finansowania dłużnego jest niezbędne do utrzymania płynności w ciągu najbliższych 12 miesięcy, co rodzi niepewność co do kontynuacji działalności. Działania zaradcze obejmują: (i) wstrzymanie wydatków inwestycyjnych na CCGT, (ii) negocjacje z bankiem dot. finansowania pomostowego oraz (iii) potencjalną sprzedaż aktywów niekluczowych.

Nasza ocena: NEGATIVE

Wyniki okazały się istotnie poniżej zarówno naszych oczekiwań, jak i konsensusu, choć duży wpływ miały zdarzenia jednorazowe. Po skorygowaniu EBITDA o wynik na pozostałej działalności operacyjnej (PLN -15,5 mln), EBITDA wyniosłaby PLN -9 mln, natomiast strata netto, po korekcie o rewaluację inwestycji i efekt kursowy, sięgnęłaby PLN -38 mln. Wyniki te nadal pozostają poniżej naszych założeń, głównie z uwagi na niższy zrealizowany spread na wytwarzaniu (PLN 200/MWh vs. nasze założenie PLN 230/MWh) oraz słabszy wolumen wytwarzania (0,37 TWh vs. 0,41 TWh w naszych szacunkach).

Co istotniejsze, projekt gazowy okazuje się coraz droższy. Zarząd wskazuje obecnie na ok. PLN 2,0 mld pozostałych nakładów na koniec 2Q'25 (aczkolwiek jest to wartość zastanawiająca przy raportowym poziomie zaawansowania projektu) wobec naszego założenia na poziomie PLN 1,4 mld. W rezultacie widzimy ryzyko, że całkowity koszt projektu może zbliżyć się do PLN 3,0 mld (vs. nasze aktualne założenie PLN 2,6 mld), szczególnie że wydatki zostały wstrzymane z powodu braku środków, co zwiększa ryzyko opóźnień. **W przypadku materializacji takiego scenariusza miałoby to istotnie negatywny wpływ na naszą wycenę projektu gazowego.**

Zwracamy także uwagę na wskazanie przez zarząd niepewności co do kontynuacji działalności, co również oceniamy negatywnie. Może to częściowo wynikać z faktu, że obecne finansowanie pomostowe może być wymagalne na żądanie. Proces zamykania



finansowania projektowego nadal się przedłuża, a zarząd wskazuje obecnie, że finalizacja może nastąpić dopiero w 2026 r. W zakresie sprzedaży aktywów nieoperacyjnych najbardziej oczywistą opcją wydaje się sprzedaż kolejnego pakietu udziałów w PAK-PCE Cyfrowemu Polsatowi lub ewentualna sprzedaż projektu farmy wiatrowej o mocy 500 MW. Każde z tych rozwiązań rozwiązałoby jednak problem płynności jedynie przejściowo. **Ryzyko było znane, aczkolwiek jest to pierwszy raz, gdy jest tak podkreślone przez zarząd.**

Na bardziej pozytywną ocenę zasługuje natomiast fakt, że niedawne, udane pozyskanie PLN 1 mld finansowania dla farmy wiatrowej Drzeżewo pokazuje, iż kwestie właścicielskie nie stanowią dla banków bariery nie do przejścia, co poprawia perspektywy dla projektu gazowego. Podobnie, niedawne sfinalizowanie finansowania projektu gazowego przez ENEA wspiera nasze przekonanie, że pozyskanie finansowania to kwestia „kiedy”, a nie „czy”. Przy czym, **nawet jeśli finansowanie uda się pozyskać, to ryzyko wzrostu kosztów może przyćmić pozytywną optykę projektu.**

ZE PAK: 2Q'25 Wyniki finansowe, mln zł (o ile nie wskazano inaczej)

Rachunek zysków i strat (PLNm)	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons	2024	2025e
Przychody	520	522	521	623	309	335	-36%	8%	292	15%	285	18%	2,185	1,246
EBITDA	27	93	33	129	-5	-24	na	333%	3	na	-1	>100%	282	83
Wytwarzanie	-91	-15	-11	138	-32	-50	233%	58%	-18	177%			22	11
Wydobycie	124	72	22	-28	37	24	-67%	-35%	28	-15%			191	57
Pozostałe	-7	36	22	18	-11	2	-93%	-123%	-7	-136%			69	15
EBIT	23	89	30	122	-9	-47	na	396%	-1	>100%	-5	>100%	265	67
Koszty finansowe netto	-15	1	-4	-6	-4	-15	na	286%	-13	17%			-23	-38
Podatek dochodowy	-13	20	8	7	0	-4	-121%	734%	0	na			21	-12
Zysk netto	-5	110	33	124	-14	-66	-160%	377%	-14	>100%	-14	>100%	263	18
<i>Marża EBITDA</i>	5%	18%	6%	21%	-2%	-7%			1%	0%			13%	7%
<i>Marża EBIT</i>	4%	17%	6%	20%	-3%	-14%			0%	-2%			12%	5%
<i>Marża zysku netto</i>	-1%	21%	6%	20%	-4%	-20%			-5%	-5%			12%	1%
<i>C/Z</i>	0.9x	1.0x	1.3x	2.6x	3.6x	15.7x							2.6x	67.6x
<i>EV/EBITDA</i>	0.3x	0.5x	0.6x	0.9x	2.5x	9.2x							0.9x	20.5x
CF (PLNm)														
OCF	104	252	92	31	96	-9	-103%	-109%	-33	-74%			480	-70
% EBITDA	389%	271%	278%	24%	-1771%	36%							170%	-84%
CAPEX	-3	-365	-25	-89	-187	-360	-1%	93%	-205	76%			-482	-852
FCF	101	-113	68	-57	-90	-368	226%	308%	-238	55%			-2	-922
Zadłużenie														
Dług netto	-643	-464	-532	-472	-384	7	-102%	-102%	-134	-105%			-472	481
Dług netto skorygowany*	157	459	537	129	368	849	85%	131%		na			129	831
ND / EBITDA	-0.6x	-0.5x	-0.9x	-1.7x	-1.5x	0.0x	-107%	-102%	-0.8x	-104%			-1.7x	5.8x
KPIs														
Wytwarzanie														
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.27	0.31	0.39	0.46	0.41	0.37	19%	-10%	0.41	-10%				
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.23	0.19	0.12	0.08	0.05	0.13	-32%	160%	0.05	174%				
Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)	696	731	722	836	597	555	-24%	-7%	581	-4%				
Emisja CO2 (mnt)	0.35	0.40	0.50	0.60	0.49	0.40	0%	-18%	0.50	-21%				
Zrealizowana cena CO2 (PLN/t)	406	398	381	288	275	329	-17%	20%	285	15%				
Koszt CO2 per MWh	526	514	493	373	328	356	-31%	8%	351	1%				
Współczynnik emisji (t/MWh)	1.30	1.29	1.30	1.29	1.20	1.08	-16%	-10%	1.23	-12%				
Spread (cena energii-CO2, PLN/MWh)	169	217	228	464	269	200	-8%	-26%	230	-13%				
Wydobycie														
Zużycie węgla (mnt)	0.36	0.39	0.53	0.62	0.51	0.42	8%	-18%	0.50	-17%				
Implikowany koszt wydobycia (PLN/t)	263	312	246	212	168	180	-42%	7%	160	12%				
Przychody na tonę (PLN/t)	586	455	279	147	233	292	-36%	25%	216	35%				

*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