

ZE PAK

(TRZYMAJ, TP 20.32 PLN)

4Q'25 EBITDA poniżej naszych oczekiwań i konsensu z uwagi na wysokie straty generowane przez PAK-PCE, solidny OCF

Andrzej Kędzierski, CFA
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

ZE PAK zaraportował wyniki finansowe za 4Q'25:

- **Przychody:** 358 mln zł (-42% r/r), +21% vs. nasza prognoza oraz -6% vs. konsensus.
- **EBITDA:** -36 mln zł (vs. +129 mln zł w 4Q'24), poniżej naszej prognozy (-20 mln zł) oraz poniżej konsensusu (-23 mln zł). Kontrybucja PAK-PCE była negatywna: -36 mln zł (oczekiwaliśmy -5 mln zł).
- **Segmenty Wytwarzanie i Wydobywanie:** EBITDA +1 mln zł (vs. +110 mln zł w 4Q'24). Wolumen produkcji energii elektrycznej spadł o 25% r/r. Przychody z rynku mocy wyniosły 52 mln zł (vs. 26 mln zł w 3Q'25). Zużycie węgla: -26% r/r.
- **EBIT:** -42 mln zł (vs. +122 mln zł w 4Q'24).
- **Zysk netto:** -45 mln zł (vs. nasza prognoza -29 mln zł oraz konsensus -32 mln zł).
- **Dług netto:** 83 mln zł (vs. 163 mln zł w 3Q'25). Uwzględniając rezerwy na CO₂, rekultywację gruntów oraz rekultywację składowisk popiołów, ekonomiczny dług netto wzrósł do 1,155 mln zł (vs. 1,056 mln zł w 3Q'25).
- **CAPEX:** 157 mln zł (+78% r/r).
- **Status projektu CCGT:** ukończenie na poziomie 83% (vs. 77% w 3Q'25), uruchomienie planowane na 3Q'27 (bez zmian).
- Po sprzedaży 50% udziałów w PGE PAK Energia Jądrowa SA, ZE PAK rozpoznał stratę na sprzedaży w wysokości 15 mln zł ujętą w kosztach finansowych.

Nasza ocena: NEUTRALNIE

Wyniki okazały się poniżej zarówno naszych oczekiwań, jak i konsensusu, choć było to przede wszystkim efektem konsolidacji strat generowanych przez PAK-PCE (wpływ wysokiej amortyzacji oraz kosztów finansowych). Skorygowana EBITDA ZE PAK z wyłączeniem wpływu PAK-PCE (strata 40 mln zł w 4Q'25) wyniosłaby 4 mln zł i była powyżej naszych oczekiwań, głównie dzięki wyjątkowo wysokim przychodom z rynku mocy na poziomie 52 mln zł. Zakładaliśmy, że przychody z rynku mocy będą powyżej normalnych poziomów i przekroczą 40 mln zł, biorąc pod uwagę, że derogacja rynku mocy nie została zatwierdzona przez UE w pierwszych tygodniach jej obowiązywania, co oznaczało, że w 4Q'25 ZE PAK otrzymał rekompensatę za utracone przychody z rynku mocy z wcześniejszych okresów. Nasze szacunki okazały się jednak pod tym względem zbyt konserwatywne.

EBITDA za cały 2025 rok wyniosła -95 mln zł. ZE PAK prawdopodobnie stoi przed kolejnym trudnym rokiem, co naszym zdaniem raczej nie zmieni istotnie postrzegania spółki przez rynek. ZE PAK prawdopodobnie ponownie zaraportuje straty w 2026e (prognozujemy EBITDA na poziomie -56 mln zł). Oczekujemy poprawy wyników dopiero pod koniec 2027e, kiedy planowane jest uruchomienie nowego projektu gazowego. Do tego czasu spółka pozostanie pod presją wysokiej bazy kosztów stałych, które będą coraz trudniejsze do pokrycia przychodami, szczególnie że odkrywka węgla brunatnego ma zostać wyczerpana w połowie 2026 roku, a produkcja energii w tym samym czasie zakończona. W rezultacie rynek mocy prawdopodobnie stanie się głównym źródłem przychodów w 2H'26e.

Na ten moment nie widzimy wyraźnych katalizatorów, które mogłyby istotnie poprawić sentyment, ponieważ blok gazowy zostanie uruchomiony dopiero za około 18 miesięcy. W międzyczasie ceny gazu wzrosły, co może negatywnie wpłynąć na pierwszy rok działalności nowej elektrowni (krzywa terminowa TTF obecnie implikuje podwyższone ceny gazu na poziomie ok. 35 EUR/MWh do połowy 2028 roku).

ZE PAK: 4Q'25 Wyniki finansowe, mln zł (o ile nie wskazano inaczej)

Rachunek zysków i strat (PLNm)	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons
Przychody	521	623	309	335	331	358	-42%	8%	297	21%	382	-6%
EBITDA	33	129	-5	-24	-30	-36	na	18%	-20	79%	-23	55%
Generacje oraz Wydobywanie	12	110	5	-26	-17	1	-99%	na	-15	na		
Pozostałe	22	18	-11	2	-13	-36	na	179%	-5	na		
EBIT	30	122	-9	-47	-35	-42	na	20%	-25	68%	-27	59%
Koszty finansowe netto	-4	-6	-4	-15	-1	-6	0%	273%	-1	273%		
Podatek dochodowy i pozostałe	8	7	0	-4	-3	2	-66%	na	-3	-178%		
Zysk netto	33	124	-14	-66	-40	-45	-137%	14%	-29	56%	-32	44%
Marża EBITDA	6%	21%	-2%	-7%	-9%	-10%			-7%		-6%	
Marża EBIT	6%	20%	-3%	-14%	-11%	-12%			-8%		-7%	
Marża zysku netto	6%	20%	-4%	-20%	-12%	-13%			-10%		-8%	
KPIs												
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.39	0.46	0.41	0.37	0.29	0.35	-25%	21%	0.30	17%		
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.12	0.08	0.05	0.13	0.16	0.10	25%	-38%	0.08	25%		
Zużycie węgla (mnt)	0.53	0.62	0.51	0.42	0.35	0.46	-26%	31%	0.38	20%		
CF (PLNm)												
OCF	92	31	96	-9	167	232	639%	39%				
CAPEX	-25	-89	-187	-360	-326	-157	78%	-52%				
FCF	68	-57	-90	-368	-159	74	na	na				
Zadłużenie												
Dług netto	-532	-472	-384	-7	163	83	na	-49%				
ND / EBITDA	-0.9x	-1.7x	-1.5x	-0.1x	2.4x	na	na	na				
Dług netto skorygowany*	537	129	368	834	1,056	1,155	794%	9%				
ND skor. / EBITDA	0.9x	0.5x	1.5x	6.3x	15.2x	na	na	na				

*Obejmuje rezerwy netto na uprawnienia do emisji CO2, rezerwy na rekultywację terenu oraz rezerwy na rekultywację składowisk popiołów.

Źródło: Spółka, BM Pekao

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

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

Power Utilities & Healthcare
Andrzej Kędziński, CFA
andrzej.kedziński2@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:
Manager of 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