

## ZE PAK

(KUPUJ, TP 21.8 PLN)

# 1Q'26 EBITDA wyniosła -5 mln zł, powyżej konsensu i naszych szacunków, słabe przepływy operacyjne

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

ZE PAK zaraportował wyniki finansowe za 1Q'26:

- **Przychody:** 343 mln zł (+11% r/r), +16% vs. nasza prognoza oraz +30% vs. konsensus.
- **EBITDA:** -5 mln zł (płasko r/r), powyżej naszej prognozy (-16 mln zł) oraz powyżej konsensusu (-29 mln zł). Kontrybucja PAK-PCE była pozytywna: +7 mln zł (oczekiwaliśmy -10 mln zł z uwagi na gorsze warunki wiatrowe i wysokie zadłużenie).
- **Segmenty Wytwarzanie i Wydobywanie:** EBITDA -9 mln zł (vs. +5 mln zł w 1Q'25). Wolumen produkcji energii elektrycznej spadł o 2% r/r. Przychody z rynku mocy wyniosły 35 mln zł (vs. 7 mln zł w 1Q'26). Zużycie węgla: +4% r/r.
- **EBIT:** -8 mln zł (-11% r/r) vs. nasza prognoza -21 mln zł oraz konsensus -34 mln zł.
- **Zysk netto:** -10 mln zł (vs. nasza prognoza -25 mln zł oraz konsensus -37 mln zł).
- **Dług netto:** 588 mln zł (vs. 83 mln zł w 4Q'25). Uwzględniając rezerwy na CO<sub>2</sub>, rekultywację gruntów oraz rekultywację składowisk popiołów, ekonomiczny dług netto wzrósł do 1,746 mln zł (vs. 1,164 mln zł w 4Q'25).
- **OCF:** -146 mln zł z uwagi na negatywny wpływ kapitału obrotowego spowodowany wzrostem należności o 200 mln zł.
- **CAPEX:** 242 mln zł (+78% r/r).

### Nasza ocena: NEUTRALNIE

*Wyniki oceniamy neutralnie, a przekroczenie naszych oczekiwań wynikało głównie z konsolidacji rezultatów PAK-PCE, gdzie oczekiwaliśmy straty na poziomie -10 mln zł z uwagi na bardzo słabe warunki wietrzne w 1Q'26 oraz wysokie zadłużenie związane z projektami OZE.*

*W podstawowej działalności wyniki okazały się nieznacznie poniżej naszych oczekiwań i były wspierane przez bardziej sprzyjające warunki rynkowe, w tym najmroźniejszą zimę od wielu lat, co przełożyło się na wyższe ceny energii elektrycznej w 1Q'26 oraz silniejszy popyt na energię, wspierając również wolumeny. Oczekujemy dalszego pogorszenia wyników w 2026e (prognozując stratę EBITDA na poziomie 56 mln zł), napędzanego trwającym procesem transformacji oraz stopniowym wygaszaniem działalności opartej na węglu.*



**ZE PAK: Wyniki finansowe, mln zł (o ile nie wskazano inaczej)**

κ zysków i strat (PLNmn)	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q26	R/R	K/K	Pekao	vs. Pekao	Cons.	vs. Cons
<b>Przychody</b>	<b>623</b>	<b>309</b>	<b>335</b>	<b>331</b>	<b>358</b>	<b>343</b>	<b>11%</b>	<b>-4%</b>	<b>296</b>	<b>16%</b>	<b>264</b>	<b>30%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>129</b>	<b>-5</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	<b>-5</b>	<b>-3%</b>	<b>-85%</b>	<b>-16</b>	<b>-67%</b>	<b>-29</b>	<b>-82%</b>
Wytwarzanie i Wydobywanie	110	5	-26	-17	1	-9	na	na	-3	200%		
PAK-PCE (udział w zysku)	7	-3	0	-17	-40	7	na	na	-10	-166%		
Pozostałe	12	-7	2	4	4	-3	-62%	na	-3	-5%		
<b>EBIT</b>	<b>122</b>	<b>-9</b>	<b>-47</b>	<b>-35</b>	<b>-42</b>	<b>-8</b>	<b>-11%</b>	<b>-80%</b>	<b>-21</b>	<b>-60%</b>	<b>-34</b>	<b>-75%</b>
Koszty finansowe netto	-6	-4	-15	-1	-6	4	na	na	-2	na		
Podatek dochodowy i pozostałe	7	0	-4	-3	2	-6	na	na	-2	177%		
<b>Zysk netto</b>	<b>124</b>	<b>-14</b>	<b>-66</b>	<b>-40</b>	<b>-45</b>	<b>-10</b>	<b>-25%</b>	<b>-77%</b>	<b>-25</b>	<b>-59%</b>	<b>-37</b>	<b>-72%</b>
<i>Marża EBITDA</i>	21%	-2%	-7%	-9%	-10%	-2%			-5%		-11%	
<i>Marża EBIT</i>	20%	-3%	-14%	-11%	-12%	-2%			-7%		-13%	
<i>Marża zysku netto</i>	20%	-4%	-20%	-12%	-13%	-3%			-8%		-14%	
<b>KPIs</b>												
<b>Zrealizowana cena energii (PLN/MWh)</b>	<b>836</b>	<b>597</b>	<b>555</b>	<b>565</b>	<b>573</b>	<b>583</b>	<b>-2%</b>	<b>2%</b>				
Wolumen wytworzonej energii (TWh)	0.46	0.41	0.37	0.29	0.35	0.40	-2%	14%				
Wolumen obrotu energią (TWh)	0.08	0.05	0.13	0.16	0.10	0.07	40%	-30%				
Zużycie węgla (mnt)	0.62	0.51	0.42	0.35	0.46	0.53	4%	15%				
<b>CF (PLNmn)</b>												
OCF	31	96	-9	167	242	-146	na	na				
% EBITDA	24%	na	na	na	na	na						
CAPEX	-89	-187	-360	-326	-157	-242	30%	54%				
<b>FCF</b>	<b>-57</b>	<b>-90</b>	<b>-368</b>	<b>-159</b>	<b>84</b>	<b>-388</b>	<b>na</b>	<b>na</b>				
<b>Zadłużenie</b>												
<b>Dług netto</b>	<b>-472</b>	<b>-384</b>	<b>-7</b>	<b>163</b>	<b>83</b>	<b>588</b>	<b>na</b>	<b>610%</b>				
ND / EBITDA	-1.7x	-1.5x	-0.1x	2.4x	na	na	na	na				
<b>Dług netto skorygowany*</b>	<b>129</b>	<b>368</b>	<b>834</b>	<b>1,056</b>	<b>1,164</b>	<b>1,746</b>	<b>375%</b>	<b>50%</b>				
ND skor. / EBITDA	0.5x	1.5x	6.3x	15.2x	na	na	na	na				

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



## ANALITYCY SEKTOROWI

**Dyrektor i Główny Analityk  
Górnictwo, Budownictwo, Nieruchomości**  
Tomasz Duda  
[tomasz.duda2@pekao.com.pl](mailto:tomasz.duda2@pekao.com.pl)

**Manager ds. rynku polskiego  
IT, Gry wideo**  
Emil Popławski – makler papierów wartościowych  
[emil.poplawski@pekao.com.pl](mailto:emil.poplawski@pekao.com.pl)

**Banki, Finanse (Polska)**  
Michał Fidelus  
[michal.fidelus@pekao.com.pl](mailto:michal.fidelus@pekao.com.pl)

**Chemia, Paliwa**  
Krzysztof Kozieł, CFA  
[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)

**Energetyka i Zdrowie**  
Andrzej Kędzierski, CFA  
[andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl](mailto:andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl)

**Telekomunikacja, E-commerce**  
Konrad Musiał  
[konrad.musial@pekao.com.pl](mailto:konrad.musial@pekao.com.pl)

**Konsument (discretionary) i transport**  
Martin Przybysz  
[martin.przybysz@pekao.com.pl](mailto:martin.przybysz@pekao.com.pl)

**Rynki zagraniczne:  
Manager ds. rynków zagranicznych**  
Patryk Olszanowski, CFA  
[patryk.olszanowski@pekao.com.pl](mailto:patryk.olszanowski@pekao.com.pl)

Damian Szparaga, CFA  
[damian.szparaga@pekao.com.pl](mailto:damian.szparaga@pekao.com.pl)

Lukas Cinikas  
[lukas.cinikas@pekao.com.pl](mailto:lukas.cinikas@pekao.com.pl)

## BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

**Projekcje rynkowe**  
Piotr Kaźmierkiewicz  
[piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl)

**Analiza techniczna**  
Bartosz Kulesza – makler papierów wartościowych  
[bartosz.kulesza@pekao.com.pl](mailto:bartosz.kulesza@pekao.com.pl)

## KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

**Biuro Maklerskie Pekao**  
ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa  
[bm@pekao.com.pl](mailto: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](http://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](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)