

LW Bogdanka

Ostatni taniec węgla kamiennego

Polski rynek węgla energetycznego korzystał z sprzyjających czynników krótkoterminowych w pierwszych czterech miesiącach 2026 roku, takich jak najzimniejszy okres styczeń-luty 2026r. od 14 lat oraz wzrost cen surowców energetycznych związany z wojną w Iranie. To ostatnie przełożyło się na wyższe ceny gazu, co spowodowało, że clean spark spread osiągnął ujemne poziomy w marcu 2026r., zmniejszając popyt na gaz i dając więcej miejsca na produkcję z węgla kamiennego. W wyniku tych pozytywnych czynników popytowych, produkcja energii z węgla kamiennego wzrosła o 7,3% r/r w pierwszym kwartale 2026 roku, a dalszy wzrost oczekiwany jest w kwietniu 2026r. (najzimniejszy kwiecień w Polsce od 4 lat). Ponadto wojna w Iranie wpłynęła na międzynarodowe ceny węgla, co spowodowało wzrost dyskonta ceny polskiego węgla energetycznego w stosunku do ceny ARA do 25% w kwietniu 2026 roku z 11% w czwartym kwartale 2025 roku i w porównaniu ze średnią długoterminową na poziomie 22%. Te pozytywne czynniki przełożyły się na spadek zapasów węgla do 8,5 mln ton (koniec lutego 2026r.), tj. o 21% r/r i 15% poniżej średniej wieloletniej. Niemniej jednak renegocjacje cen węgla zazwyczaj miały miejsce, gdy zapasy były niższe niż 7 mln ton. Ponadto sezonowość sugeruje, że popyt na węgiel kamienny ze strony elektrowni w II kwartale jest o ok. 23% niższy niż w I kwartale, co prawdopodobnie oznacza, że niższego popytu należy spodziewać się do momentu rozpoczęcia zimowego uzupełniania zapasów w okresie wrzesień-październik.

W czasie tych pozytywnych czynników LW Bogdanka odnotowała słabe wyniki w I kwartale 2026r., osiągając zysk EBITDA na poziomie zaledwie PLN 25mn. Takie wyniki w I kwartale 2026r. nie wróżą dobrze prognozom zysków na 2026r., biorąc pod uwagę sezonowość. Nasze prognozy na 2026r. są jednak optymistyczne, ponieważ zakładamy, że odbudowa popytu doprowadzi do produkcji w 2026r. na poziomie 7,9mn ton (+4,4% r/r), co powinno przełożyć się na EBITDA w 2026r. w wysokości PLN 286mn (spadek o 27% r/r w porównaniu z powtarzalną EBITDA w wysokości PLN 393mn w 2025 r.). Poziom zapasów poniżej średniej pozwala nam oczekiwać wzrostu ceny węgla o 5% w 2027r., co skutkuje prognozą EBITDA w 2027r. na poziomie PLN 393mn. Prognozy te są znacznie niższe od oczekiwanych nakładów inwestycyjnych (CAPEX), co prowadzi do ujemnych prognoz wolnych przepływów pieniężnych na poziomie ponad PLN 300mn w 2026r. i ponad PLN 200mn w 2027r., podczas gdy w późniejszych latach prawdopodobnie nastąpią cięcia nakładów inwestycyjnych (w naszych prognozach zakładamy redukcję o 30%). Ponieważ prawdopodobieństwo renegocjacji cen węgla uważamy obecnie za zbyt niskie, podtrzymujemy rekomendację **SPRZEDAJ LW Bogdanka i ustalamy cenę docelową na 12 miesięcy na poziomie PLN 18,12**, co daje 28% potencjał spadku.

LW Bogdanka, Kluczowe dane

PLN mn	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	3 939	3 665	2 854	2 686	2 748	2 390	2 266
EBITDA	1 345	981	543	287	393	231	236
EBIT	840	-1 855	-218	36	115	-69	-82
Zysk netto	687	-1 492	-160	38	101	-47	-58
Zysk netto bez zj	728	489	143	38	101	-47	-58
EPS	20.20	-43.87	-4.71	1.11	2.97	-1.38	-1.69
DPS	2.6	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Stopa dywidendy	6.5%	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C/Z	2.0	-0.6	-5.4	22.8	8.5	-18.3	-14.9
EV/EBITDA	0.5	0.1	0.0	1.3	1.6	3.5	0.6

Uwaga: Mnożniki historyczne oparte na cenach średnich Źródło: Spółka, BM Pekao

Sprzedaj

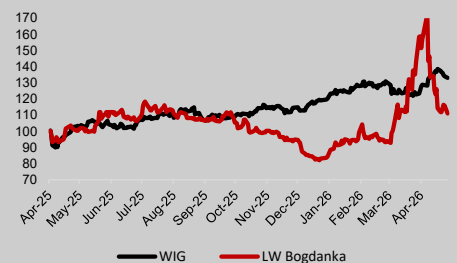
Cena docelowa **PLN 18.12**

Potencjał wzrostu **-28.3%**
 Cena akcji (30.04.2026) **PLN 25.25**

ESG rating **C**

Ocena końcowa ESG **0.89**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NADCHODZĄCE WYDARZENIA

1Q'26 **20 Maj**
 2Q'26 **9 Wrzesień**

INFORMACJE O AKCJACH

Bloomberg **LWB PW**
 Free float (%) **35.1**
 Kapitalizacja (PLN mln) **859**
 Liczba akcji (mn) **34.0**

Akcjonariat **Enea S.A. 64.91%**

Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl



Aktualizacja rynku węgla kamiennego

Zużycie węgla energetycznego przez elektrownie w Polsce spadło o 4,4% r/r w 2025 r., według danych ARE, do 25.6mn ton z 26.7mn ton w 2024r. Stało się tak pomimo zaledwie 0.5% spadku produkcji energii elektrycznej z węgla kamiennego w ujęciu r/r. To sprawiło, że węgiel kamienny był korzystnym elementem polskiego miksu energetycznego w 2025r., ponieważ inne paliwa odnotowały większe spadki, takie jak 7% spadek węgla brunatnego i 5% spadek energii wiatrowej, choć zwyciężcą okazała się produkcja z gazu, która wzrosła o 16% r/r.

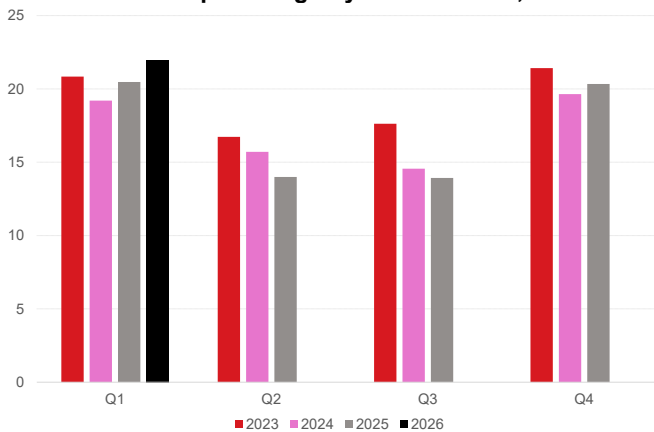
Struktura wytwarzania i zużycie energii elektrycznej w Polsce, MWe, 2022-26

TWh	2022	2023	2024	2025	Y/Y	1Q'25	1Q'26	Y/Y
Consumption	173.5	167.5	169.0	167.5	-0.9%	44.5	46.8	5.3%
Import/export	-1.7	3.9	2.0	1.0		-1.342	-0.508	
Total generation	175.2	163.6	167.0	166.5	-0.3%	45.8	47.3	3.3%
hard coal	87.8	76.6	69.1	68.7	-0.5%	20.5	22.0	7.3%
lignite	47.0	34.6	35.8	33.3	-7.0%	9.9	9.0	-9.0%
wind	18.3	22.0	24.9	23.6	-5.0%	6.6	6.1	-8.3%
gas	10.0	13.7	16.8	19.5	16.0%	5.0	6.0	20.0%
other (industrial & PV)	12.1	16.8	20.4	21.4	4.8%	3.7	4.2	11.9%
Demand for coal mn t	36.3	29.7	26.7	25.6	-4.4%			
new coal capacities	5.1	5.6	4.7	5.2	9.4%			
old coal capacities	31.3	24.1	22.0	21.4	-2.7%			

Źródło: ARE, PSE-Operator, Pekao Equity Research

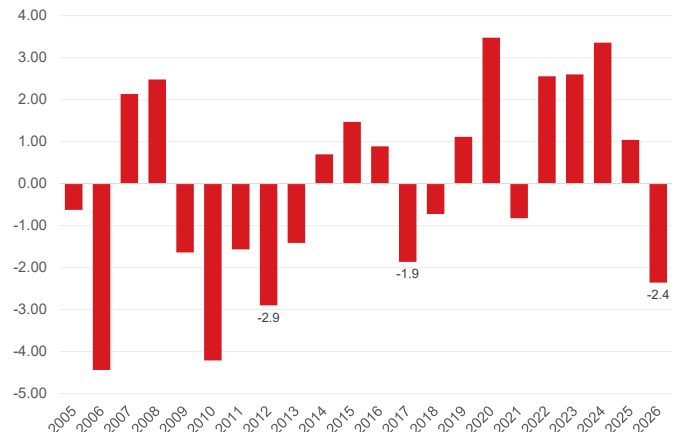
Początek 2026 roku okazał się silny dla popytu na węgiel kamienny, ponieważ produkcja energii z węgla kamiennego wzrosła o 7,3% r/r do 22 TWh i była wyższa niż w każdym z poprzednich 3 lat. Zużycie węgla przez elektrownie w Polsce w okresie styczeń-luty 2026 r. wzrosło o 7,7% r/r (dane ARE, dane za marzec 2026 r. nie są jeszcze dostępne). Nastąpiło to w czasie 9% spadku r/r produkcji energii z węgla brunatnego, 8% spadku z wiatru i 20% wzrostu r/r z gazu. Znacznie chłodniejsza zima niż w poprzednich latach musiała być jednym z głównych czynników przyczyniających się do tego, ponieważ średnia temperatura w okresie styczeń-luty 2026 r. wyniosła -2,4°C, co było najniższą wartością od 2012 r., tj. od 14 lat.

Produkcja energii elektrycznej z węgla kamiennego w Polsce w TWh w poszczególnych kwartałach, 2023-26



Źródło: PSE-Operator, Bloomberg, Pekao Equity Research

Średnia temperatura w Polsce w okresie styczeń-luty, 2005-26



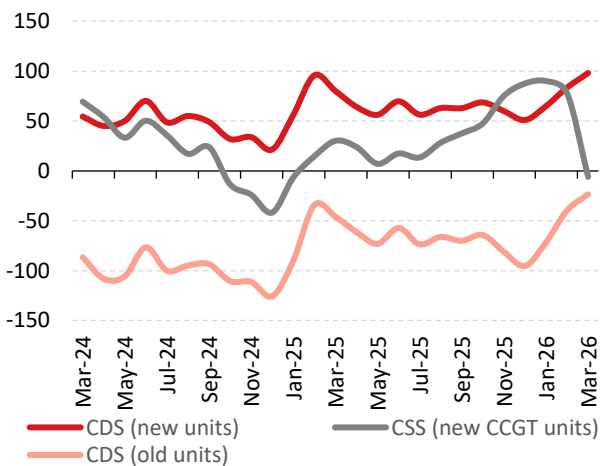
Temperatura w Polsce pozostała niska w kwietniu 2026 r. (średnia +8,9°C w porównaniu z +11,7°C w kwietniu 2025 r. i 11,3°C w kwietniu 2024 r. i +8,6°C w kwietniu 2023 r.), a wstępne dane dotyczące wytwarzania energii z węgla kamiennego sugerują wzrost r/r o ok. 13% w kwietniu 2026r. Jednak chłodny kwiecień 2026r. mógł być ostatnim miesiącem solidnego popytu na węgiel przed wznowieniem zimowego uzupełniania zapasów dopiero we wrześniu-październiku, ponieważ sezonowy wzorzec sugeruje, że wytwarzanie energii z węgla kamiennego w drugim kwartale jest średnio o ok. 23% niższe k/k w porównaniu z pierwszym kwartałem i pozostaje na tym samym poziomie w trzecim kwartale w porównaniu z drugim kwartałem. Popyt zaczyna sezonowo rosnąć dopiero w okresie wrzesień-październik, a czwarty

kwartał wykazuje średnio porównywalny popyt do pierwszego kwartału. Sugerowałoby to, że okres z najsilniejszym popytem jest już za nami, a nadchodzące kwartały powinny przynieść mniejsze możliwości zwiększenia wolumenów.

Podczas gdy chłodna pogoda wspierała popyt na węgiel kamienny w okresie styczeń-luty 2026r., początek wojny w Iranie i jej wpływ na ceny surowców energetycznych zapewniły kolejne wsparcie w okresie marzec-kwiecień 2026r. Globalny rajd cen ropy naftowej i gazu w marcu 2026r. był widoczny również w Polsce, gdzie cena gazu na rynku dnia następnego wzrosła do 234 PLN/MWh w marcu 2026r. ze 179-184 PLN/MWh w okresie styczeń-luty 2026 r., podczas gdy cena terminowa Y+1 wzrosła do 192 PLN/MWh ze 132-137 PLN/MWh w okresie styczeń-luty 2026r. Miało to negatywny wpływ na marżę na wytwarzaniu energii z gazu (clean spark spread), który według naszych szacunków spadł do minus 6-47 PLN/MWh w marcu 2026r., podczas gdy był powyżej marży dla węgla kamiennego (clean dark spread) w okresie styczeń-luty 2026r. W rezultacie produkcja energii elektrycznej z gazu w marcu 2026r. spadła o 1,3% r/r po wzroście o 30% r/r odnotowanym w okresie styczeń-luty 2026r.

CDS i CSS w oparciu o ceny forward R+1

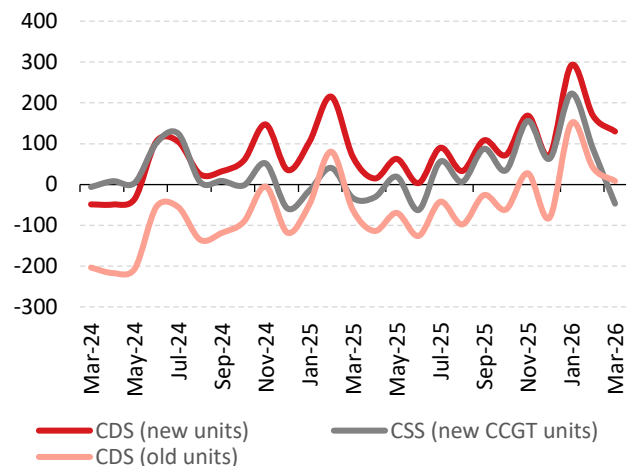
Teoretyczny CDS i CSS na średnich miesięcznych (PLN/MWh)



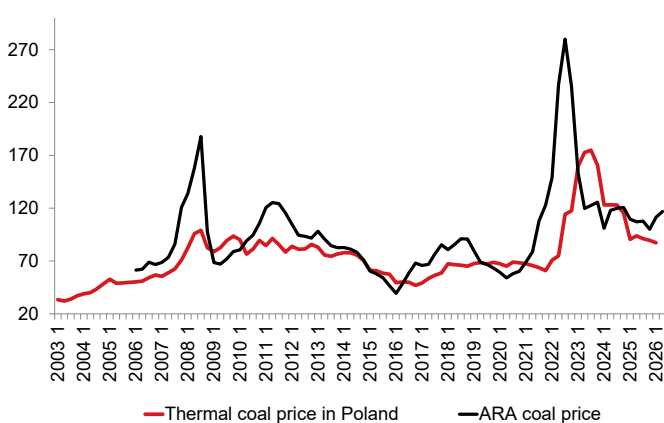
Źródło: Bloomberg, ARP, Pekao Equity Research

CDS i CSS w oparciu o ceny spot

Teoretyczny CDS i CSS na średnich miesięcznych (PLN/MWh)



Zakłócenie dostaw surowców energetycznych z Bliskiego Wschodu wpłynęło również na międzynarodowe ceny węgla. Cena węgla ARA wzrosła do 128 USD/t w marcu 2026r. ze 107 USD/t w lutym 2026r., ale spadła do 117 USD/t w kwietniu 2026 r. W rezultacie dyskonto ceny polskiego węgla energetycznego w stosunku do ceny ARA wzrosło do 25% w kwietniu 2026r. z 22% w I kw. 2026 r. i z 11% w IV kw. 2025 r..

Cena węgla energetycznego ARA vs. w Polsce w US\$/t, 2003-26


Źródło: Bloomberg, ARP, Pekao Equity Research

Dyskonto/premia polskiej ceny węgla vs. cena ARA, 2003-26

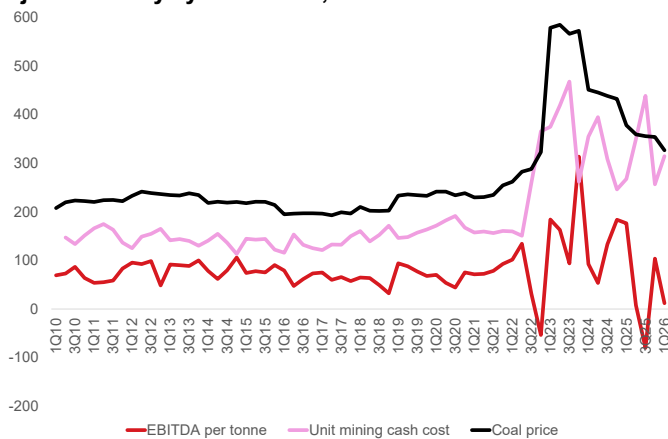



Przypomnijmy, że od 2006r. cena polskiego węgla energetycznego jest średnio o ok. 22% niższa od ceny ARA (w porównaniu do ceny w USD/t), a w tym okresie polski węgiel energetyczny był wyceniany z dyskontem w 70% przypadków, a z premią jedynie w 30%. Mimo to wzrost dyskonta w stosunku do ceny międzynarodowej powinien wspierać perspektywy cen polskiego węgla energetycznego..

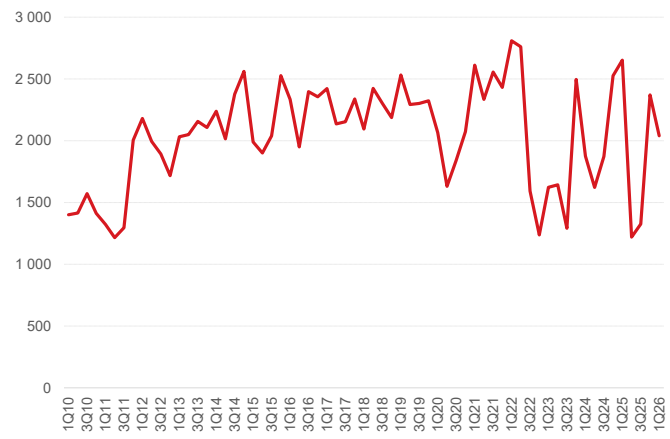
Perspektywy poprawy cen węgla historycznie wiązały się z niskimi zapasami węgla, co wywołało renegotiację rocznych kontraktów węglowych. Na koniec lutego 2026 r. zapasy węgla polskich górników i elektrowni spadły do 8,5 mln ton, tj. o 21% r/r z 10,8 mln ton rok wcześniej. Taki poziom jest również o 15% niższy niż średnia wielkość zapasów wynosząca ok. 10 mln ton obserwowana w ciągu ostatniej dekady. Sugerowałoby to, że prawdopodobieństwo renegotiacji wyższych cen węgla rośnie ze względu na zmniejszenie zapasów i wzrost cen międzynarodowych w połączeniu z utrzymaniem się dużego popytu ze strony elektrowni. Niemniej jednak renegotiacja ceny historycznie miała miejsce w Polsce w momencie, gdy zapasy spadły poniżej wolumenu 7 mln ton, co oznaczałoby, że zapasy na koniec lutego 2026 r. były nadal zbyt wysokie, aby wywołać takie działanie. Chyba że zapasy spadną poniżej 7 mln ton w okresie marzec-kwiecień 2026 r. lub renegotiacja cen nie będzie miała miejsca, gdyż sezonowość sugeruje niższy popyt ze strony elektrowni od maja.

Wyniki finansowe LW Bogdanka w 1 kw. 2026r., tj. w czasie najzimniejszej zimy od 14 lat i wojny w Iranie, nadal obciążone były niższą ceną uzgodnioną z klientami na 2026r., która w 1 kw. 2026 r. spadła o 13,6% r/r, według naszych szacunków. Oznaczałoby to, że cena węgla w 1 kw. 2026 r. była najniższa od 4 kw. 2022r. Podczas gdy cena węgla spadła o ok. 13% r/r, jednostkowy gotówkowy koszt wydobycia wzrósł o ok. 18% r/r, a nominalne koszty gotówkowe wzrosły o 9% r/r, według naszych szacunków. W rezultacie jednostkowy zysk EBITDA spadł do zaledwie 12,1 zł/t, według naszych szacunków, w porównaniu ze średnią 10-letnią na poziomie 81 zł/t.

Cena węgla LW Bogdanka, jednostkowy koszt wydobycia i jednostkowy zysk EBITDA, 2010-26



Wielkość produkcji LW Bogdanka w ('000) tonach, 2010-26



Source: Company, Pekao Equity Research

Jeśli poziomy cen i kosztów z I kw. 2026r. utrzymają się w kolejnych kwartałach, to nadchodzące wyniki kwartalne mogą być słabsze niż w I kw. 2026r., biorąc pod uwagę sezonowo niższe wolumeny w II i III kw. W związku z tym głównym ryzykiem wzrostu zysków w kolejnych kwartałach byłaby renegotiacja ceny węgla na pozostałe kwartały 2026r. i kolejne.



Rating ESG

Nasz rating ESG opiera się na ocenie szeregu kryteriów związanych z E-S-G, z odpowiednią wagą 50/25/25% w ogólnej ocenie. Nasza metodologia zakłada ostateczny wynik ESG dla LW Bogdanka na poziomie 0,89 oraz rating ESG na poziomie "C". Zgodnie z naszą metodologią ocena "C" przekłada się na 0% dyskonta za ryzyko w naszych kalkulacjach kosztu kapitału własnego.

	E	S	G
Wynik	0,63	1,22	1,08
Waga sektora	50%	25%	25%
Końcowy wynik ESG	0,89		
Rating ESG	C		

	wynik od:	do	Rating	WACC - wpływ premii za ryzyko (% RFR)
Wynik ESG	1,5	2	A	-15,00%
	1	1,5	B	-7,50%
	0,5	1	C	0%
	0	0,5	D	15,00%

Wycena porównawcza

Company name	Ticker	P/E			EV/EBITDA			P/BV		
		2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
COAL INDIA LTD	coal in equity	8.8	8.4	7.8	5.8	5.5	5.2	2.3	2.0	1.8
BUMI SERPONG DAMAI PT	bsde ij equity	5.9	6.8	5.9	6.3	6.3	6.0	0.0	0.0	0.0
ALAMTRI RESOURCES INDONESIA	adro ij equity	8.8	6.7	5.0	3.9	3.4	2.7	0.8	0.8	0.7
CHINA COAL ENERGY CO-A	601898 ch equ	12.2	11.6	10.9	6.0	5.6	5.2	1.4	1.3	1.2
JINNENG HOLDING SHANXI COA-A	601001 ch equ	13.8	12.6	9.7	5.2	4.8	4.4	1.6	1.5	1.4
SEMIRARA MINING AND POWER CC	scc pm equity	7.1	7.0	8.7	4.2	4.4	5.6	1.9	1.8	1.7
BUKIT ASAM PERSERO TBK PT	ptba ij equity	9.9	9.3	9.3	5.5	4.9	5.2	1.4	1.3	1.3
Median total		9.3	8.9	9.0	5.6	5.2	5.2	1.5	1.4	1.3
LW Bogdanka		22.8	8.5	-18.3	1.3	1.6	3.5	0.33	0.32	0.33
Premium/discount vs. Median		144%	-4%	-303%	-77%	-69%	-32%	-78%	-77%	-76%
Implied value p.s. PLN		10.4	26.4	-12.4	61.8	67.0	36.6	113.6	110.3	104.2

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research



Wycena

Nasza wycena implikuje cenę docelową 12M na poziomie 18.12 zł za akcję, co oznacza potencjał spadku o 28,2%. Wycena oparta jest wyłącznie na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych, a wycena porównawcza prezentowana jest wyłącznie w celach ilustracyjnych z wagą 0% dla wyceny końcowej.

Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letnią wycenę zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla LW Bogdanka w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy działalności operacyjnej spółki do 2031 roku. Kluczowe założenia zawarte w naszym modelu wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5,6% od 2026e do 2031e i 4,0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko w wysokości 6,0% w latach 2026-2031e i 5,0% w okresie rezydualnym.
- Beta równa 1.0.
- Dodatkowe dyskonto ESG do kosztu kapitału własnego w wysokości 0% w latach 2026-2031e i 0% w okresie rezydualnym w oparciu o rating ESG.
- Marża kredytowa w wysokości 2%.
- Stawka podatku dochodowego od osób prawnych w wysokości 19%.
- **Marża EBIT w okresie rezydualnym** na poziomie 0,5% – oczekiwana rentowność w długim terminie będzie wynikiem dostosowania struktury kosztów do oczekiwanego wolumenu sprzedaży węgla. Pomimo dużej niepewności co do wykonalności/prawdopodobieństwa takiego koniecznego dostosowania kosztów (ponieważ w przeszłości nie było takich działań), pozostajemy optymistami, zakładając osiągnięcie dodatniej marży. Zwracamy uwagę, że nasze prognozy kosztowe zakładają dostosowanie wolumenu robót przygotowawczych do wolumenów sprzedaży węgla, a także redukcję zatrudnienia niezbędną do utrzymania dodatniej marży.
- **Wolumen sprzedaży węgla** prognozowany jest na poziomie 7,9 mln ton w 2026 r., 7,7 mln ton w 2027 r., 6,8 mln ton w 2028 r. i spadku do 6,2 mln ton w 2030 r.
- **Cena węgla energetycznego** osiągnięta przez LWB prognozowana jest na poziomie 330 zł/t w 2026e r. (spadek o 9% r/r), 346,5 zł/t w 2027e r. (+5% r/r), 339,5 zł/t w 2028e r. (-2% r/r) oraz 332,8 zł/t w 2030 r.
- **Dynamika wzrostu w okresie rezydualnym** na poziomie -5%, co związane jest z zapowiedzianym przez rząd zamknięciem wydobywania węgla kamiennego w Polsce do 2049 r., przy ograniczonych osiągnięciach w działaniach dywersyfikacyjnych poza węglem.

Wycena DCF

WACC calculation

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Year
Risk free rate	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.0%
Equity risk premium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG discount/premium	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%
Cost of debt	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	6.0%
After-tax cost of debt	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	7.6%	7.6%	4.9%
Equity weight	100%	99%	88%	48%	21%	18%	35%
WACC	11.6%	11.6%	10.9%	8.8%	8.4%	8.3%	6.3%

DCF valuation

(PLN mn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Year
Revenues	2 686	2 748	2 390	2 266	2 145	2 093	1 987.9
EBIT	36.1	114.9	-69.2	-82.4	-89.9	-62.8	9.9
Taxes on EBIT	-6.8	-21.8	13.1	15.7	17.1	11.9	-1.9
NOPLAT	29.2	93.1	-56.1	-66.7	-72.8	-50.9	8.1
Depreciation	250.5	277.6	300.1	318.7	336.3	351.3	351.3
Change in working capital	-12.2	1.9	-10.7	-3.7	-3.6	-1.6	-1.0
Capex	-660.7	-627.7	-439.4	-439.4	-395.4	-316.4	-252.8
Free cash flow to the firm	-368.9	-258.8	-184.6	-183.7	-128.4	-14.4	107.5
<i>Terminal value growth</i>							-5.0%
Terminal value							903.1
<i>Discount factor</i>	0.90	0.80	0.72	0.67	0.61	0.57	0.57
Discounted free cash flow - Dec 31 2025	-330.6	-207.9	-133.6	-122.3	-78.8	-8.1	572.8
Enterprise value - Dec 31 2025	-308.6						
Minorities	10.9						
Net debt	-851.5						
Other adjustments	0.0						
Equity value - Dec 31 2025	531.9						
Number of shares (mn)	34.0						
12M target price per share (PLN)	18.12						
Share price as of April 30th (PLN)	25.25						
<i>Upside/Downside vs. current price</i>	-28.3%						

Revenues growth	-6%	2%	-13%	-5%	-5%	-2%	-5.0%
EBIT margin	1.3%	4.2%	-2.9%	-3.6%	-4.2%	-3.0%	0.5%
Tax rate	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/revenues	24.6%	22.8%	18.4%	19.4%	18.4%	15.1%	12.7%
Capex/depreciation	263.8%	226.1%	146.4%	137.9%	117.6%	90.1%	72.0%

Sensitivity of 12M target price per share to Terminal value growth & WACC

Terminal value growth/WACC	-12.5%	-10.0%	-7.5%	-5.0%	-2.5%	0.0%	2.5%
8.3%	9.4	10.9	12.8	15.5	19.4	25.7	37.3
7.3%	9.8	11.5	13.6	16.7	21.3	29.1	44.9
6.3%	10.3	12.1	14.6	18.1	23.7	33.6	56.5
5.3%	10.9	12.9	15.7	19.8	26.6	39.8	76.4
4.3%	11.5	13.7	16.9	21.9	30.4	48.8	118.3

Sensitivity of 12M target price per share to EBIT margin & capex

EBIT margin/capex	-2.5%	-1.5%	-0.5%	0.5%	1.5%	2.5%	3.5%
-153	27.5	30.4	33.3	36.3	39.2	42.1	45.0
-203	18.4	21.3	24.3	27.2	30.1	33.0	36.0
-253	9.3	12.3	15.2	18.1	21.0	24.0	26.9
-353	-8.8	-5.9	-3.0	0.0	2.9	5.8	8.7
-453	-26.9	-24.0	-21.1	-18.2	-15.3	-12.3	-9.4

Source: Pekao Equity Research



Czynniki ryzyka

- **Ryzyko związane z polityką gospodarczą państwa wobec sektora górnictwa węgla kamiennego** - Istotnym czynnikiem wpływającym na pozycję rynkową LW Bogdanka są plany rządu dotyczące spółek wydobywczych i energetycznych węgla kamiennego. Od 2021 r. obowiązuje "Polityka energetyczna Polski do 2040 r." oraz zatwierdzony przez Radę Ministrów "Krajowy plan na rzecz energii i klimatu". Zgodnie z tymi planami węgiel kamienny będzie nadal istotnym źródłem energii dla polskiej gospodarki w perspektywie 2030 r. i później. Obecnie jednak, w związku ze zmieniającą się sytuacją geopolityczną i gospodarczą oraz kryzysem energetycznym związanym z agresją Rosji na Ukrainę, trwają prace nad aktualizacją PEP 2040. Należy jednak zauważyć, że oczekiwana – mimo tendencji spadkowych – wciąż relatywnie wysoka rola węgla w krajowym systemie energetycznym oraz w procesie zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego kraju pozytywnie wpływa na długoterminową pracę Elektrowni Bogdanka.
- **Ryzyko związane z kształtowaniem się cen surowców energetycznych w Polsce i na świecie** – na ceny surowców energetycznych wpływają przede wszystkim ceny węgla energetycznego oraz surowców alternatywnych do węgla energetycznego (ropa naftowa, gaz ziemny, źródła odnawialne) na rynkach światowych, a w konsekwencji na rynku krajowym. Ma to kluczowe znaczenie dla działalności Jednostki dominującej.
- **Ryzyko związane ze specyfiką działalności w sektorze wydobywczym oraz możliwością wystąpienia zdarzeń nieprzewidywalnych** – Działalność operacyjna LW Bogdanka S.A. narażona jest na ryzyka i zagrożenia wynikające ze specyfiki prowadzenia działalności w branży górniczej. Należą do nich: 1) zdarzenia środowiskowe (w tym awarie przemysłowe i technologiczne), 2) zdarzenia nadzwyczajne, w tym zjawiska geotechniczne, katastrofy górnicze, pożary lub zalania wyrobisk górniczych, 3) szkody spowodowane działalnością górniczą. Konsekwencjami mogą być: 1) czasowe przerwy w działalności, straty w majątku i aktywach finansowych, 2) wypadki przy pracy, w tym śmiertelne, 3) potencjalna odpowiedzialność prawna Spółki.
- **Ryzyko prowadzenia restrykcyjnej polityki klimatycznej skutkujące zmianami w obowiązującym prawie** – Restrykcyjna polityka klimatyczna UE prowadzi do zmniejszenia emisji gazów cieplarnianych, zwiększenia produkcji energii ze źródeł odnawialnych. Produkcja energii elektrycznej lub ciepłej z węgla wiąże się ze znaczną emisją CO₂. Od początku 2021 roku nastąpił znaczny wzrost cen uprawnień do emisji CO₂, co ma bezpośrednie przełożenie na koszt spalania węgla. Powyższe obostrzenia oraz późniejsze projekty regulacji prawnych w postaci rozporządzeń dotyczących norm emisji CO₂, SO_x, NO_x, rtęci oraz norm jakościowych dla węgla sprzedawanego na rynku gospodarstw domowych, tj. wejście w życie Rozporządzenia Ministra Przemysłu oraz Ministra Klimatu i Środowiska z dnia 4 listopada 2024 r. w sprawie wymagań jakościowych dla paliw stałych, zakaz sprzedaży na rynku (lub w jego segmencie) węgla od 1 lipca 2027 r., o zawartości siarki przekraczającej 1,2% i indeksie zbrylającym RI>60, wdrożenie samorządowych uchwał antysmogowych, wprowadzenie systemu ETS2, a także utrzymujące się wysokie ceny uprawnień do emisji CO₂, mogą skutkować istotnymi utrudnieniami w konkurencyjności węgla LWB na potrzeby produkcji energii.
- **Ryzyko techniczne i technologiczne** - Podziemna eksploatacja złóż węgla kamiennego jest procesem złożonym i podlega ścisłym regulacjom techniczno-technologicznym. Podczas tego typu operacji mogą wystąpić różne przestoje spowodowane planowanymi i nieplanowanymi (np. przestojami technicznymi). Do tej grupy ryzyk zalicza się również ryzyko nieoczekiwane, najczęściej lokalnego, pogorszenia jakości depozytów



- **Ryzyko związane z wysokimi kosztami stosowanych przez Spółkę technologii** - Technologia wydobycia węgla energetycznego wiąże się z wykorzystaniem wysokospecjalistycznych maszyn i urządzeń. Ze względu na globalną koncentrację i zmniejszającą się liczbę producentów maszyn i urządzeń istnieje ryzyko nieprzewidzianych wzrostów cen. Może to skutkować zwiększonymi nakładami inwestycyjnymi i zmniejszoną opłacalnością. Istnieje również ryzyko trudności w dostępie do unikalnych i oryginalnych części zamiennych niezbędnych do zapewnienia ciągłości pracy. Wraz ze wzrostem głębokości narastają trudności w utrzymaniu wyrobisk (zwiększone naprężenia w masywie skalnym spowodowane rozległym obszarem eksploatacji, na którym prowadzone są prace górnicze), wzrost temperatur zarówno w wyrobiskach, jak i ścianach wydobywczych (spowodowany "odległościami" prowadzonych prac od szybów wlotowych) oraz niektóre zagrożenia naturalne, takie jak wstrząsy wody, metanu i skał, również wzrosnąć.
- **Ryzyka związane z silną pozycją związków zawodowych** – Zmieniająca się polityka energetyczna Unii Europejskiej i Polski, a także regulacje prawne mające na celu stopniowe ograniczanie wydobycia węgla, w tym porozumienie społeczne z maja 2021 r. regulujące zasady i tempo wygaszania kopalń węgla energetycznego w Polsce, mogą przyczynić się do poczucia niepewności wśród pracowników. W sektorze górnictwa węgla kamiennego związki zawodowe zajmują znaczącą pozycję i odgrywają istotną rolę w kształtowaniu polityki kadrowej i płacowej, często wymuszając renegecje polityki płacowej poprzez protesty. Na dzień 30 czerwca 2025 r. w Grupie funkcjonowało sześć związków zawodowych (w tym cztery w LWB, reprezentujące ok. 71,7% zatrudnionych). Silna pozycja związków zawodowych stwarza sytuację, w której istnieje ryzyko wzrostu kosztów wynagrodzeń wynikających z wynegocjowanych porozumień płacowych w przyszłości, co w konsekwencji może negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe osiągnięte przez LW Bogdanka. Ponadto, potencjalne protesty i/lub strajki, związane z polityką płacową lub trwającym procesem dekarbonizacji, organizowane przez związki zawodowe działające w ramach Grupy, mogą mieć wpływ na działalność LW Bogdanka.
- **Ryzyka związane z rekultywacją i szkodami górniczymi** – LW Bogdanka odpowiada za rekultywację terenów pogórnich oraz usuwanie szkód górniczych. Obecne standardy rekultywacji i usuwania szkód górniczych mogą ulec zmianie w przyszłości – oczekuje się większego rygoru w tym zakresie.
- **Ryzyka inwestycyjne związane z występowaniem obszarów chronionych** - Kopalnia zlokalizowana jest w sąsiedztwie obszarów chronionych (park narodowy, parki krajobrazowe, obszary chronionego krajobrazu, korytarz ekologiczny, a także dwa obszary objęte regulacjami Natura 2000, zlokalizowane częściowo w obrębie obszaru górniczego i trzy w bezpośrednim sąsiedztwie obszaru górniczego). Wszystkie planowane działania inwestycyjne muszą być analizowane pod kątem ich potencjalnego negatywnego wpływu na obszary chronione. Istnieje ryzyko, że w przypadku działalności inwestycyjnej mogą zostać nałożone szczególne obowiązki lub zaostrzone wymogi mające na celu ograniczenie negatywnego oddziaływania na środowisko. Sprzeciw można również zgłosić przed realizacją danej inwestycji. Takie ograniczenia inwestycyjne mogą wiązać się z wyższymi nakładami inwestycyjnymi, a co za tym idzie, mogą mieć wpływ na wynik finansowy.
- **Ryzyko wydłużenia procesu wydawania decyzji administracyjnych dotyczących działalności górniczej**
- **Ryzyko podatkowe związane z podatkiem od nieruchomości w wyrobiskach górniczych LW Bogdanka**
- **Ryzyko zmian w przepisach podatkowych**

Podstawowe dane finansowe

P&L (PLN mn)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Revenues	3 939	3 665	2 854	2 686	2 748	2 390	2 266
Gross Profit	1 151	836	389	285	364	180	166
Other Operating Income/Cost	-57	-2 438	-360	-2	-2	-2	-2
EBITDA	1 345	981	543	287	393	231	236
EBITDA recurring	1 345	981	543	287	393	231	236
EBIT	840	-1 855	-218	36	115	-69	-82
Financial Income/(Cost)	11	22	21	11	11	11	11
Pretax Profit	851	-1 833	-197	47	126	-58	-72
Income Tax	-163	342	38	-9	-25	11	14
Net Income	687	-1 492	-160	38	101	-47	-58
EPS (PLN)	20.20	-43.87	-4.71	1.11	2.97	-1.38	-1.69
Balance Sheet (PLN mn)							
Total Current Assets	1 660	1 672	1 552	1 037	793	595	574
Cash and Equivalents	735	854	851	490	235	100	100
Other Current Assets	926	819	701	547	558	495	474
Total Fixed Assets	4 102	2 232	2 125	2 535	2 885	3 024	3 145
Tangible Assets	3 841	1 849	1 697	2 107	2 457	2 597	2 717
Other Fixed Assets	261	383	428	428	428	428	428
Total Assets	5 762	3 904	3 677	3 572	3 678	3 620	3 719
Stockholders` Equity	4 304	2 706	2 544	2 582	2 683	2 636	2 579
Long Term Liabilities	728	493	505	501	493	506	581
Long -Term Debt	0	0	0	1	3	29	126
Other Long - Term liabilities	728	493	505	500	491	477	454
Short Term Liabilities	730	705	627	489	501	478	560
Short -Term Debt	2	0	0	1	3	29	126
Other Current Liabilities	729	705	627	488	499	449	433
Total Equity & Liabilities	5 762	3 904	3 677	3 572	3 678	3 620	3 719
Net debt	-733	-854	-851	-488	-230	-43	153
Cash Flow (PLN m)							
Net Profit	687	-1 492	-160	38	101	-47	-58
Depreciation and Amortisation	457	399	238	250	278	300	319
Other (incl. WC)	-20	2 137	509	9	-9	-1	-17
Operating Cash Flows	1 125	1 043	587	297	370	252	244
Capital Expenditures	-768	-853	-624	-661	-628	-439	-439
Other	3	25	-474	0	0	0	0
Cash Flows from Investing Activities	-765	-828	-1 098	-661	-628	-439	-439
Dividends paid	-88	-85	-1	0	0	0	0
Other	-12	-11	-8	2	3	52	196
Cash Flows from Financing Activities	-100	-97	-9	2	3	52	196
Change in Cash	260	119	-520	-361	-255	-135	0
Cash at the end of period	735	854	334	-28	-283	-418	-418
DPS (PLN)	2.58	2.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Y/Y growth ratios							
Revenues	61%	-7%	-22%	-6%	2%	-13%	-5%
EBITDA	131%	-27%	-45%	-47%	37%	-41%	2%
EBIT	319%	-321%	-88%	-117%	219%	-160%	19%
Net profit	292%	-317%	-89%	-124%	169%	-147%	23%
EPS	292%	-317%	-89%	-124%	169%	-147%	23%
Margins							
EBITDA	34.1%	26.8%	19.0%	10.7%	14.3%	9.7%	10.4%
EBIT Margin	21.3%	-50.6%	-7.6%	1.3%	4.2%	-2.9%	-3.6%
Net Margin	17.4%	-40.7%	-5.6%	1.4%	3.7%	-2.0%	-2.5%
ROE	17.1%	-42.6%	-6.1%	1.5%	3.8%	-1.8%	-2.2%
Balance Sheet Ratios							
BVPS (PLN)	126.5	79.6	74.8	75.9	78.9	77.5	75.8
Net debt/EBITDA	-0.54	-0.87	-1.57	-1.70	-0.59	-0.18	0.65
Bank Debt/Equity	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	2.2%	9.8%

source: Company, Pekao Equity Research



Podsumowanie kluczowych danych finansowych

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS	5.16	20.20	-43.87	-4.71	1.11	2.97	-1.38	-1.69
Revenue	2 452	3 939	3 665	2 854	2 686	2 748	2 390	2 266
Gross margin %	16.7%	29.2%	22.8%	13.6%	10.6%	13.2%	7.5%	7.3%
EBIT	200	840	-1855	-218	36	115	-69	-82
EBITDA	582	1345	981	543	287	393	231	236
Net profit	175	687	-1492	-160	38	101	-47	-58
Net debt	-470	-733	-854	-851	-488	-230	-43	153
BPS	109.0	126.5	79.6	74.8	75.9	78.9	77.5	75.8
DPS	2.50	2.58	2.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE, %	4.8%	17.1%	-42.6%	-6.1%	1.5%	3.8%	-1.8%	-2.2%
ROA, %	3.6%	11.9%	-38.2%	-4.4%	1.1%	2.8%	-1.3%	-1.6%
D&A	398	457	399	238	250	278	300	319
Free cash flow	-40	356	191	-37	-364	-258	-187	-196
Capex	665	768	853	624	661	628	439	439

Źródło: Spółka, BM Pekao



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 04 MAJA 2026 R. O GODZINIE 07:00 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 04 MAJA 2026 R. O GODZINIE 07:25 CET.
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

UJAWNIA W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3; WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Tomasz Duda	Analityk	LW Bogdanka	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby

niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczone w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

Modele dyskontowe charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

Analiza porównawcza oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

Metody oparte o wyceny wartości aktywów mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

Zastrzeżone: rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.



W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy