

LW Bogdanka

Pozytywy z 1H'2026 nie wystarczą, aby zrekompensować ryzyko związane z rozbudową mocy w latach 2026–2028

Pozytywne trendy popytu na polskim rynku węgla energetycznego obserwowane w I kw. 2026 r. były kontynuowane w kwietniu 2026 r. i maju 2026 r. Popyt na węgiel kamienny ze strony elektrowni przyspieszył z 8,1% r/r wzrostu w I kw. 2026 r. do 10,7% r/r w kwietniu 2026 r. i podobny dwucyfrowy wzrost jest oczekiwany w maju 2026 r. (dane wstępne). Spowodowało to spadek zapasów węgla, które na koniec I kw. 2026 r. wyniosły 115 dni zużycia, co nadal jest powyżej długoterminowej średniej wynoszącej 105 dni. Nadal utrzymujący się silny popyt w II kw. 2026 r. może skutkować dalszą redukcją zapasów, co w połączeniu z rosnącym dyskontem cen polskiego węgla do cen ARA i trwającym osłabieniem clean spark spreadu prowadzi do wzrostu prawdopodobieństwa wyższych cen węgla energetycznego w 2027 r. W rezultacie podnosimy naszą prognozę cen węgla na rok 2027 o 5% w porównaniu z wcześniejszymi założeniami, co przekłada się na cenę wyższą o 11% r/r w 2027 roku. Pozwala nam to podnieść naszą prognozę EBITDA na rok 2027 o 28%, a prognozę zysku na akcję (EPS) o 88%.

Silny popyt na węgiel kamienny obserwowany w pierwszej połowie 2026 roku jest jednak wywołany przez czynniki krótkoterminowe, takie jak: najzimniejszy okres styczeń-luty od 14 lat, niski clean spark spread związany z konfliktem na Bliskim Wschodzie oraz niski poziom wytwarzania energii z elektrowni wiatrowych i wodnych. Ponieważ nie ma pewności, jak długo potrwa konflikt na Bliskim Wschodzie i niski clean spark spread, popyt na węgiel kamienny może również odnotować wzrost popytu w nadchodzących miesiącach. Te pozytywne czynniki są jednak ograniczone przez planowane uruchomienie znacznych mocy wytwórczych na morzu (4,1 GW) i w elektrowniach gazowo-parowych (CCGT) w latach 2026-28. Wprowadzenie na rynek energii elektrycznej z pierwszych z tych projektów planowane jest już na rok 2026. Perspektywy popytu na węgiel kamienny ulegną znacznemu pogorszeniu w ciągu najbliższych 2-3 lat, co doprowadzi do zmniejszenia popytu i cen.

W związku z tym, pomimo pozytywnych czynników w pierwszej połowie 2026 roku, perspektywy dla popytu i cen węgla w Polsce na lata 2026-2029 pozostają negatywne. Zbliżające się wprowadzenie nowych mocy offshore/CCGT na polski rynek energii elektrycznej skłania nas do podtrzymania rekomendacji SPRZEDAŻY LW Bogdanka i ustalenia ceny docelowej na 12 miesięcy na poziomie 18,92 zł, co daje 14% potencjał spadku.

LW Bogdanka, Kluczowe dane

PLN mn	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	3 939	3 665	2 854	2 658	2 869	2 421	2 296
EBITDA	1 345	981	543	246	502	251	255
EBIT	840	-1 855	-218	-5	225	-49	-63
Zysk netto	687	-1 492	-160	5	189	-31	-42
Zysk netto bez zj	728	489	143	5	189	-31	-42
EPS	20.20	-43.87	-4.71	0.14	5.57	-0.91	-1.24
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	neg	neg	155.9	4.0	neg	neg
EV/EBITDA	0.5	0.1	-0.2	1.2	0.9	2.5	0.3

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

Sprzedaj

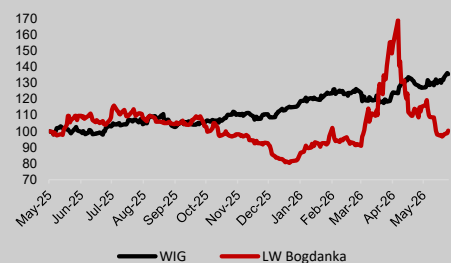
Cena docelowa **PLN 18.92**

Potencjał wzrostu **-14.2%**
 Cena akcji (09.06.2026) **PLN 22.05**

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) **750**
 Liczba akcji (mn) **34.0**

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

Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl



Aktualizacja rynku węgla kamiennego

Solidny popyt na węgiel kamienny ze strony elektrowni w 1 kw. 2026 r., który wzrósł o 7,3% r/r, został powtórzony w kwietniu 2026 r., kiedy to zużycie węgla kamiennego przez elektrownie wzrosło o 10,7% r/r. Dobre dane z 1 kw. 2026 r. były związane z surową zimą, z najzimniejszym okresem styczeń-luty 2026 r. od 14 lat, podczas gdy dane z marca 2026 r. były wspierane przez słabą generację energii elektrycznej z wiatru (spadek o 14,4% r/r) i słabszą generację z gazu (-1,3% r/r), ponieważ clean spark spread pogorszył się z powodu konfliktu na Bliskim Wschodzie. Ten ostatni czynnik był kontynuowany w kwietniu 2026 r., kiedy generacja energii elektrycznej z gazu spadła o 0,5% r/r, ale generacja z wiatru wzrosła o 10,8% r/r. Jednakże popyt na węgiel kamienny utrzymywał się na podwyższonym poziomie w kwietniu 2026 r. ze względu na wysoki wzrost zapotrzebowania na energię elektryczną (+5,2% r/r) i rosnący eksport polskiej energii elektrycznej (do 0,78 TWh z 0,12 TWh rok wcześniej).

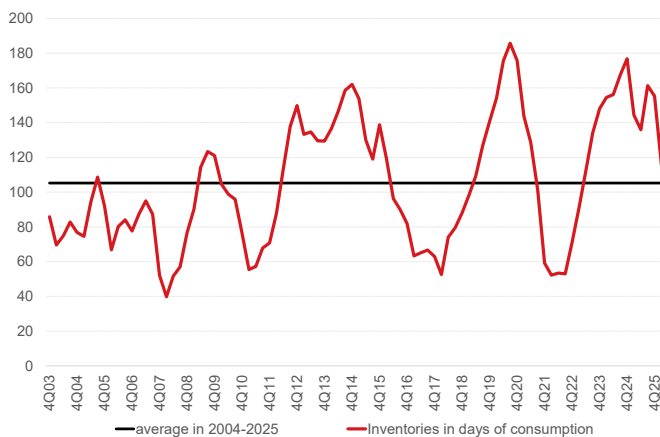
Struktura wytwarzania i zużycie energii elektrycznej w Polsce, MWe, 2023-26

TWh	2023	2024	2025	R/R	1Q'25	1Q'26	R/R	IV'25	IV'26	R/R
Konsumpcja	167.5	169.0	167.5	-0.9%	44.5	46.8	5.3%	13.06	13.74	5.2%
Import/export	3.9	2.0	1.0		-1.342	-0.508		-0.12	-0.78	
Calkowite wytwarzanie	163.6	167.0	166.5	-0.3%	45.8	47.3	3.3%	13.18	14.53	10.2%
Węgiel kamienny	76.6	69.1	68.7	-0.5%	20.5	22.0	7.3%	5.01	5.54	10.7%
Węgiel brunatny	34.6	35.8	33.3	-7.0%	9.9	9.0	-9.0%	2.51	2.64	5.2%
Energetyka wiatrowa	22.0	24.9	23.6	-5.0%	6.6	6.1	-8.3%	1.74	1.92	10.8%
Gaz	13.7	16.8	19.5	16.0%	5.0	6.0	20.0%	1.53	1.52	-0.5%
Pozostałe (przemysłowe & PV)	16.8	20.4	21.4	4.8%	3.7	4.2	11.9%	2.4	2.9	21.0%
Popyt na węgiel (w mln ton)	29.7	26.7	25.6	-4.4%	8.22	8.89	8.1%			
nowe moce wytwórcze węgla	5.6	4.7	5.2	9.4%						
stare moce wytwórcze węgla	24.1	22.0	21.4	-2.7%						

Źródło: ARE, PSE-Operator, Pekao Equity Research

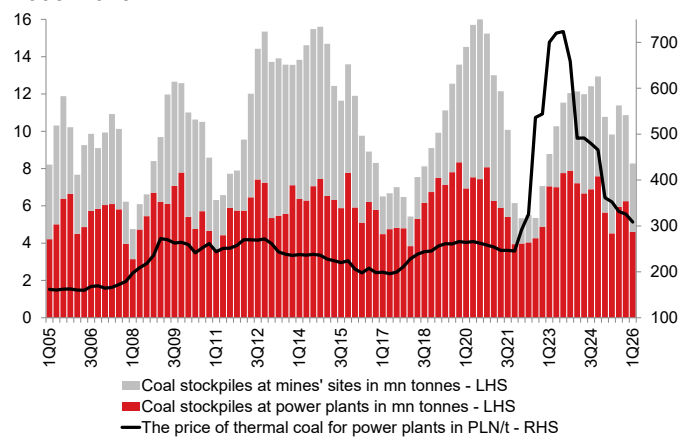
Podczas gdy popyt na energię elektryczną pozostał wysoki w kwietniu 2026 r., wstępne dane za maj 2026 r. wskazują na wzrost jedynie o 1% r/r. Jednakże, zużycie węgla kamiennego może nadal charakteryzować się wysokim popytem w maju 2026 r. i wzrosnąć dwucyfrowo ze względu na słabość generacji wiatrowej (ponowny spadek o ok. 15% r/r), słabe wolumeny wytwarzania energii wodnej i słabą produkcję gazu (spadek o 10% r/r), zgodnie ze wstępnymi danymi. Oznaczałoby to, że całe pierwsze pięć miesięcy przyniosło silny popyt na węgiel energetyczny i pozwoliło na zmniejszenie wysokich zapasów węgla. Pod koniec 1 kw. 2026 r. zapasy węgla w elektrowniach i kopalniach spadły o 23% r/r do 8,3 mln ton, najniższego poziomu od 4 kw. 2022 r.

Zapasy węgla w dniach zużycia w porównaniu ze średnią długoterminową, 2004-2026



Źródło: ARE, ARP, Pekao Equity Research

Zapasy węgla w elektrowniach i kopalniach w mln ton a cena węgla energetycznego dla elektrowni w latach 2005-2026

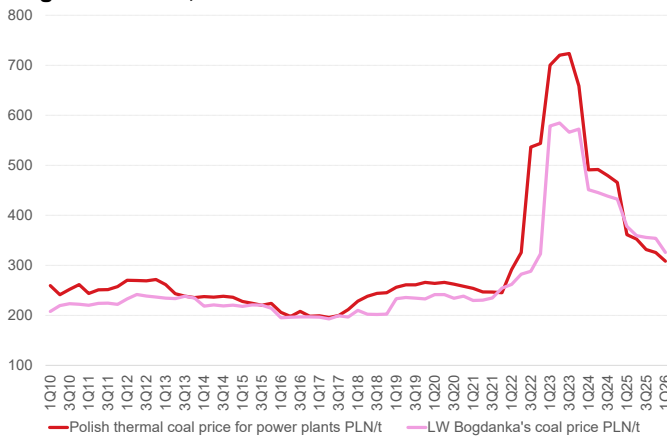


Chociaż redukcja zapasów sprzyja prognozom cen węgla, to jednak zapasy w dniach zużycia wyniosły 115 dni na koniec I kw. 2026 r., tj. nadal powyżej długoterminowej średniej wynoszącej

105 dni i znacznie powyżej 71 dni odnotowanych w IV kw. 2022 r. (wówczas w 2022 r. zużycie węgla przez polskie elektrownie wyniosło ponad 36 mln ton w porównaniu z nieznacznie ponad 26 mln ton w ciągu ostatnich 4 kwartałów). Pomimo solidnego wzrostu popytu obserwowanego w kwietniu i maju 2026 r., zapasy węgla w dniach zużycia prawdopodobnie nie spadną poniżej długoterminowej średniej wynoszącej 105 dni na koniec czerwca 2026 r., zgodnie z naszymi szacunkami, co oznacza, że perspektywa znacznej skali rewizji cen węgla w górę wydaje nam się mało prawdopodobna. Nadal nie wykluczamy takiego scenariusza, a scenariusz kontynuacji wysokiego jednocyfrowego lub wyższego wzrostu zapotrzebowania na węgiel w nadchodzących miesiącach skłania nas do oczekiwania 11% wzrostu cen węgla r/r w 2027 r., a następnie 5% spadku r/r w 2028 r..

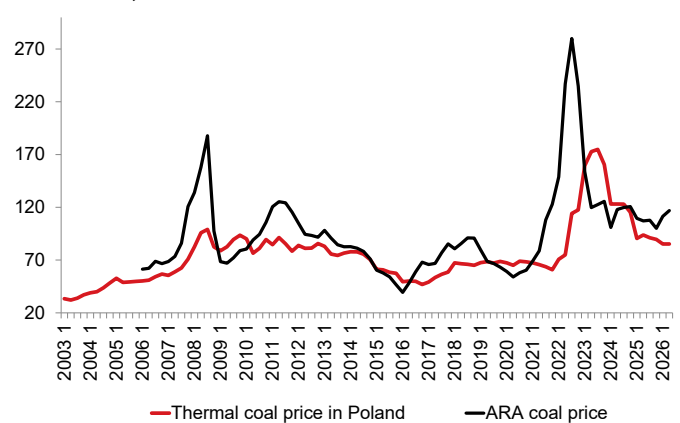
Warto odnotować, że rozbieżność cen węgla między cenami polskimi a cenami ARA stanowi kolejny czynnik wspierający perspektywy wyższych cen polskiego węgla. Zauważamy jednak również, że LW Bogdanka odnotowała wyższą cenę węgla niż średnia obserwowana na polskim rynku, co jest sprzeczne z długoterminową perspektywą i może ograniczyć wzrost cen, gdyby cena została zrenegocjowana w górę na kolejny rok.

Cena polskiego węgla energetycznego a cena węgla LW Bogdanka w zł/t, 2010-2026



Źródło: ARE, ARP, Spółka, BM Pekao

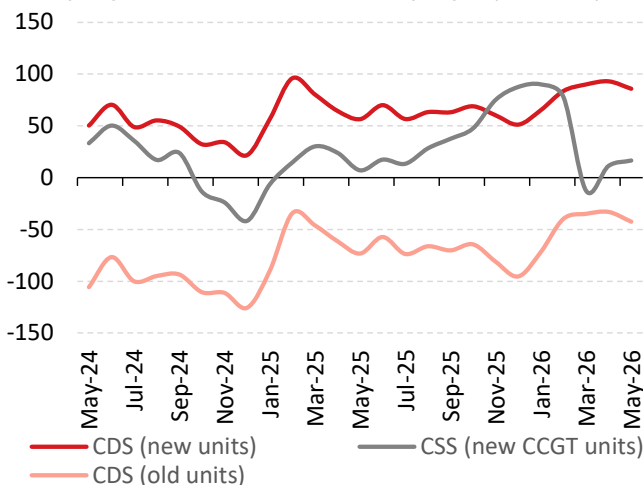
Cena polskiego węgla energetycznego a cena węgla ARA w zł/t, 2003-2026



Kluczowym czynnikiem w krótkim okresie, który prawdopodobnie będzie miał decydujący wpływ na perspektywy cen węgla, jest clean spark spread, który załamał się w marcu 2026 roku w związku z wybuchem konfliktu na Bliskim Wschodzie, co negatywnie wpłynęło na produkcję energii elektrycznej z bloków gazowo-parowych w Polsce. Gdyby konflikt został rozwiązany w nadchodzących miesiącach, a ceny gazu spadły, cena zamiany przestałaby faworyzować produkcję węgla

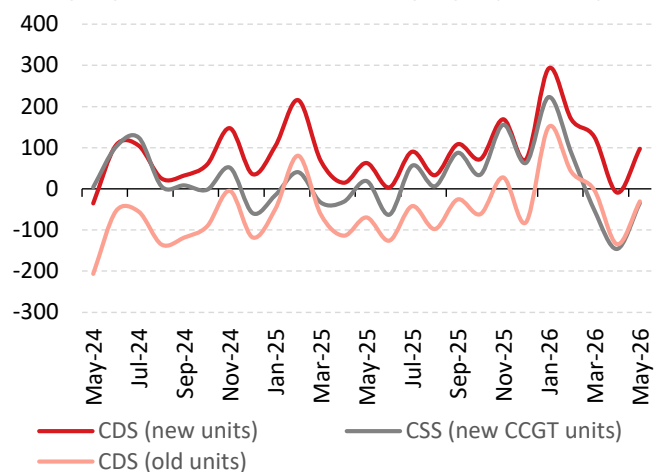
CDS i CSS w oparciu o ceny forward R+1

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



CDS i CSS w oparciu o ceny spot

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





Źródło: Bloomberg, ARP, Pekao Equity Research

Towarzyszyłoby temu oczekiwane uruchomienie ok. 4,1 GW nowych mocy na morzu i 2,2 GW nowych mocy w elektrowniach gazowo-parowych (CCGT) w latach 2026-2028, co według naszych szacunków mogłoby wygenerować do 29 TWh energii rocznie. Uruchomienie tych nowo wybudowanych mocy jest głównym powodem naszej negatywnej prognozy dotyczącej cen węgla i wolumenów jego wydobycia, ponieważ taka skala nowych mocy wytwórczych mogłaby zniwelować popyt na ok. 11-14 mln ton węgla kamiennego.

LW Bogdanka – zmiana prognoz

W związku z najnowszymi danymi korygujemy nasze prognozy na lata 2026-28e dla LW Bogdanka, uwzględniając silniejszy krótkoterminowy popyt na węgiel, co poprawia perspektywy cen węgla. Nie dokonujemy żadnych zmian w wolumenie produkcji, natomiast przewidywana cena węgla energetycznego na rok 2026e została skorygowana w dół o 1%, aby odzwierciedlić słabsze ceny w I kwartale i utrzymujące się poziomy cen obserwowane w kwietniu 2026 roku. Prognoza ceny węgla energetycznego na rok 2027e została podwyższona o 5% do 362 zł/t ze względu na utrzymujący się silny popyt na węgiel obserwowany w kwietniu 2026 roku i maju 2026 roku, w połączeniu z rosnącym dyskontem cen węgla polskiego w stosunku do cen ARA oraz trwającą redukcją zapasów węgla w Polsce, co pozwala nam przewidywać rosnące prawdopodobieństwo wyższych cen węgla w nadchodzących kwartałach. Prognoza cen węgla energetycznego na rok 2028 została skorygowana w górę o 1% w porównaniu z poprzednimi prognozami, ale nadal oznacza to spadek o 5% r/r – głównym powodem spodziewanego spadku jest planowane uruchomienie pierwszych projektów offshore i CCGT, które prawdopodobnie wywrą presję na popyt na węgiel.

W rezultacie nasze prognozy na rok 2026 zostały skorygowane w dół o 1% w przypadku przychodów, o 14% w przypadku EBITDA, natomiast prognozy na rok 2027 zostały skorygowane o 4% w przypadku przychodów, o 28% w przypadku EBITDA i o 88% w przypadku zysku netto. Nasze prognozy na rok 2028 wzrosły o 1% w przypadku przychodów, o 9% w przypadku EBITDA, ale nadal skutkuje to ujemnym EBIT i stratą netto.

LW Bogdanka – zmiana prognoz na lata 2026-28e

mln. PLN	2026e			2027e			2028e		
	Akt.	Poprzednio	Zmiana	Akt.	Poprzednio	Zmiana	Akt.	Poprzednio	Zmiana
Przychody	2 658	2 686	-1%	2 869	2 748	4%	2 421	2 390	1%
EBITDA	246	287	-14%	502	393	28%	251	231	9%
EBIT	-5	36	na	225	115	95%	-49	-69	na
Zysk netto	5	38	-87%	189	101	88%	-31	-47	na
Produkcja (mln ton)	7.90	7.90	0%	7.70	7.70	0%	6.80	6.80	0%
Cena węgla PLN/t	326	330	-1%	362	347	5%	344	340	1%

Source: Pekao Equity Research



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

Peer comparison

Compay 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 C	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		155.9	4.0	neg	1.2	0.9	2.5	0.29	0.27	0.28
Premium/discount vs. Median		1567%	-55%	na	-79%	-82%	-51%	-80%	-80%	-79%
Implied value p.s. PLN		1.3	49.4	na	54.1	85.3	41.8	112.1	112.5	107.0

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research



Wycena

Nasza wycena implikuje cenę docelową 12M na poziomie 18.92 zł za akcję, co oznacza potencjał spadku o 14,2%. 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 5,7% 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 dodatkowej marży. Zwracamy uwagę, że nasze prognozy kosztowe zakładają dostosowanie wolumenu robót przygotowawczych do wolumenów sprzedaży węgla, a także redukcję zatrudnienia niezbędną do utrzymania dodatkowej 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 prognozowana jest na poziomie 326 zł/t (tj. spadek o 1% w stosunku do oczekiwanych wcześniej 330 zł/t), 362 zł/t w 2027 r. (tj. wzrost o 5% w stosunku do poprzednich prognoz na poziomie 346,5 zł/t), 344 zł/t w 2028 r., czyli wzrost o 1% w stosunku do poprzednich prognoz na poziomie 339,5 zł/t i 337,3 zł/t w 2030 r. (w porównaniu do poprzednich prognoz na poziomie 332,8 zł/t)
- **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

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Okres rezydualny
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Dyskonto/ premia ESG	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
Koszt kapitału własnego	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	9.0%
Koszt długu	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	6.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	7.7%	7.7%	4.9%
Waga kapitału własnego	96%	97%	98%	62%	32%	26%	35%
WACC	11.5%	11.5%	11.6%	9.6%	9.0%	8.8%	6.3%

Wycena DCF

(mln. PLN)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Okres rezydualny
Przychody	2 658	2 869	2 421	2 296	2 173	2 020	1 918.6
EBIT	-4.8	224.5	-49.4	-63.3	-71.5	-86.5	9.6
Podatki od EBIT	0.9	-42.7	9.4	12.0	13.6	16.4	-1.8
NOPLAT	-3.9	181.9	-40.0	-51.2	-57.9	-70.0	7.8
Amortyzacja	250.5	277.6	300.1	318.7	336.3	351.3	351.3
Zmiana stanu kapitału obrotowego	-13.0	6.4	-13.5	-3.7	-3.7	-4.6	0.0
CAPEX	-660.7	-627.7	-439.4	-439.4	-395.4	-316.4	-252.8
FCFF	-401.1	-174.5	-165.8	-168.2	-113.4	-30.5	106.2
<i>Wzrost w okresie rezydualnym</i>							-5.0%
Wartość rezydualna							892.3
Współczynnik dyskontowy	1.00	0.90	0.80	0.73	0.67	0.62	0.62
Zdyskontowane FCFF - 31.12.2025	-401.1	-156.5	-133.2	-123.2	-76.2	-18.9	617.1
Wartość EV - 31.12.2025	-291.9						
Mniejszości	10.9						
Dług netto	-851.5						
Inne korekty	0.0						
Wartość KW - 31.12.2025	548.6						
Liczba akcji (mln)	34.0						
12M cena docelowa na akcję (PLN)	18.92						
Cena akcji na 09.06.2026 (PLN)	22.05						
Potencjał w stosunku do bieżącej ceny	-14.2%						

Wzrost przychodów	-7%	8%	-16%	-5%	-5%	-7%	-5.0%
Marża EBIT	-0.2%	7.8%	-2.0%	-2.8%	-3.3%	-4.3%	0.5%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	24.9%	21.9%	18.1%	19.1%	18.2%	15.7%	13.2%
Capex/amortyzacja	263.8%	226.1%	146.4%	137.9%	117.6%	90.1%	72.0%

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	-12.5%	-10.0%	-7.5%	-5.0%	-2.5%	0.0%	2.5%
8.3%	9.4	11.0	13.1	16.1	20.3	27.1	39.9
7.3%	9.9	11.7	14.0	17.4	22.4	30.9	48.2
6.3%	10.4	12.4	15.1	18.9	25.0	35.8	60.8
5.3%	11.0	13.2	16.3	20.8	28.2	42.5	82.5
4.3%	11.7	14.1	17.6	23.0	32.3	52.4	128.2

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na marżę EBIT i CAPEX

marża EBIT / CAPEX	-2.5%	-1.5%	-0.5%	0.5%	1.5%	2.5%	3.5%
-153	29.6	32.7	35.8	39.0	42.1	45.2	48.3
-203	19.6	22.7	25.8	28.9	32.1	35.2	38.3
-253	9.6	12.7	15.8	18.9	22.0	25.1	28.3
-353	-10.5	-7.3	-4.2	-1.1	2.0	5.1	8.2
-453	-30.5	-27.4	-24.3	-21.1	-18.0	-14.9	-11.8

Źródło: BM Pekao



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 nieoczekiwanego, 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

RZIS (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	3 939	3 665	2 854	2 658	2 869	2 421	2 296
Wynik brutto	1 151	836	389	244	473	199	185
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-57	-2 438	-360	-2	-2	-2	-2
EBITDA	1 345	981	543	246	502	251	255
EBITDA pow.	1 345	981	543	246	502	251	255
EBIT	840	-1 855	-218	-5	225	-49	-63
Przychody/koszty finansowe	11	22	21	11	11	11	11
Zysk przed opodatkowaniem	851	-1 833	-197	6	235	-39	-53
Podatek dochodowy	-163	342	38	-1	-46	8	10
Zysk netto	687	-1 492	-160	5	189	-31	-42
EPS (PLN)	20.20	-43.87	-4.71	0.14	5.57	-0.91	-1.24
Bilans (mln PLN)							
Aktywa obrotowe ogółem	1 660	1 672	1 552	1 032	879	621	559
Środki pieniężne i ekwiwalenty	735	854	851	490	300	120	80
Pozostałe aktywa obrotowe	926	819	701	542	579	501	479
Aktywa trwałe ogółem	4 102	2 232	2 125	2 535	2 885	3 024	3 145
Rzeczowe aktywa trwałe	3 841	1 849	1 697	2 107	2 457	2 597	2 717
Pozostałe aktywa trwałe	261	383	428	428	428	428	428
Aktywa ogółem	5 762	3 904	3 677	3 567	3 764	3 645	3 704
Kapitał własny	4 304	2 706	2 544	2 549	2 739	2 708	2 665
Zobowiązania długoterminowe	728	493	505	517	500	481	528
Zadłużenie długoterminowe	0	0	0	17	9	4	74
Pozostałe zaobowiązania długoterminowe	728	493	505	500	491	477	454
Zobowiązania krótkoterminowe	730	705	627	501	526	457	511
Zadłużenie krótkoterminowe	2	0	0	17	9	4	74
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	729	705	627	484	516	453	437
Pasywa ogółem	5 762	3 904	3 677	3 567	3 764	3 645	3 704
Dług netto	-733	-854	-851	-456	-282	-113	67
RPP (mln PLN)							
Zysk netto	687	-1 492	-160	5	189	-31	-42
Amortyzacja	457	399	238	250	278	300	319
Inne (w tym KON)	-20	2 137	509	10	-13	2	-17
Operacyjne przepływy pieniężne	1 125	1 043	587	265	454	271	259
CAPEX	-768	-853	-624	-661	-628	-439	-439
Pozostałe	3	25	-474	0	0	0	0
Inwestycyjne przepływy pieniężne	-765	-828	-1 098	-661	-628	-439	-439
Dywidendy	-88	-85	-1	0	0	0	0
Pozostałe	-12	-11	-8	34	-16	-11	140
Finansowe przepływy pieniężne	-100	-97	-9	34	-16	-11	140
Zmiana stanu środków pieniężnych	260	119	-520	-361	-190	-180	-40
Środki pieniężne na koniec okresu	735	854	334	-28	-218	-398	-438
DPS (PLN)	2.58	2.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Wskaźniki wzrostu r/r							
Przychody	61%	-7%	-22%	-7%	8%	-16%	-5%
EBITDA	131%	-27%	-45%	-55%	104%	-50%	2%
EBIT	319%	-321%	-88%	-98%	-4802%	-122%	28%
Zysk netto	292%	-317%	-89%	-103%	3837%	-116%	36%
EPS	292%	-317%	-89%	-103%	3837%	-116%	36%
Marże							
EBITDA	34.1%	26.8%	19.0%	9.2%	17.5%	10.4%	11.1%
Marża EBIT	21.3%	-50.6%	-7.6%	-0.2%	7.8%	-2.0%	-2.8%
Marża netto	17.4%	-40.7%	-5.6%	0.2%	6.6%	-1.3%	-1.8%
ROE	17.1%	-42.6%	-6.1%	0.2%	7.2%	-1.1%	-1.6%
Wskaźniki bilansowe							
BVPS (PLN)	126.5	79.6	74.8	74.9	80.5	79.6	78.4
Dług netto / EBITDA	-0.54	-0.87	-1.57	-1.85	-0.56	-0.45	0.26
Dług bankowy/kapitał własny	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.7%	0.3%	5.5%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS	5.16	20.20	-43.87	-4.71	0.14	5.57	-0.91	-1.24
Przychody	2 452	3 939	3 665	2 854	2 658	2 869	2 421	2 296
Marża brutto (%)	16.7%	29.2%	22.8%	13.6%	9.2%	16.5%	8.2%	8.1%
EBIT	200	840	-1855	-218	-5	225	-49	-63
EBITDA	582	1345	981	543	246	502	251	255
Zysk netto	175	687	-1492	-160	5	189	-31	-42
Dług netto	-470	-733	-854	-851	-456	-282	-113	67
BPS	109.0	126.5	79.6	74.8	74.9	80.5	79.6	78.4
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%	0.2%	7.2%	-1.1%	-1.6%
ROA, %	3.6%	11.9%	-38.2%	-4.4%	0.1%	5.0%	-0.9%	-1.1%
Amortyzacja	398	457	399	238	250	278	300	319
Wolne przepływy pi	-40	356	191	-37	-396	-174	-169	-180
CAPEX	665	768	853	624	661	628	439	439

Źródło: Spółka, BM Pekao



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 11 CZERWCA 2026 R. O GODZINIE 07:00 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 11 CZERWCA 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