LW Bogdanka

Finalne wyniki 3Q'26 z EBITDA na poziomie PLN 82mn i ujemnym wolnym przepływem gotówki na poziomie PLN 87mn i spadkiem cen węgla o 8% r/r i +1% q/q.

Tomasz Duda
Tomasz.duda2@pekao.com.pl

LW Bogdanka opublikowała finalne wyniki 3Q'26:

- **Wyniki rachunku zysków i strat (P&L) potwierdzone i zgodne z wynikami wstępnymi**
- **Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej** wyniosły 115,3 mln PLN, co stanowi 141% raportowanego wyniku EBITDA. Na wynik ten wpłynęła pozytywna zmiana kapitału obrotowego w wysokości 36,9 mln PLN; po wyłączeniu wpływu tej zmiany, przepływy operacyjne wyniosłyby – według naszych szacunków – 78,4 mln PLN, co stanowiłoby 97% raportowanego wyniku EBITDA.
- **Nakłady inwestycyjne (CAPEX)** wyniosły 202,6 mln PLN (wzrost o 18% r/r), a w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2026 roku osiągnęły poziom 571 mln PLN (wzrost o 19% r/r). W trzecim kwartale 2026 roku spółka LW Bogdanka wykonała 6,7 km robót przygotowawczych (wzrost o 37% r/r), a w okresie dziewięciu miesięcy 2026 roku – 19 km (wzrost o 38% r/r).
- **Wolne przepływy pieniężne (FCF)** były ujemne i wyniosły 87,3 mln PLN – był to piąty kwartał z rzędu z ujemnym FCF. Gdyby nie pozytywny wpływ zmiany kapitału obrotowego, ujemny wynik FCF w tym kwartale wyniósłby 124,2 mln PLN. W ciągu dziewięciu miesięcy 2026 roku ujemny FCF wyniósł 246,2 mln PLN, a po wyłączeniu wpływu zmiany kapitału obrotowego – 307,5 mln PLN.
- **Wolumeny** są zgodne z wcześniej podanymi wstępnymi danymi: wydobycie węgla wyniosło 1,98 mln ton (wzrost o 49% r/r oraz spadek o 16% kw/kw), przy uzysku węgla na poziomie 72,1% (wobec 68,4% rok wcześniej oraz 72,6% kwartał wcześniej). Wolumen sprzedaży węgla wyniósł 1,99 mln ton (wzrost o 50% r/r oraz wzrost o 1% kw/kw).
- **Implikowana cena węgla** wyniosła 328,2 PLN/t, co oznacza spadek o 7,7% r/r oraz wzrost o 1,4% kw/kw (dla porównania, w II kwartale 2026 r. odnotowano spadek o 10% r/r).
- **Implikowany jednostkowy gotówkowy koszt** wydobycia wyniósł 288 PLN/t, co stanowi spadek o 34% r/r, podczas gdy koszty nominalne obniżyły się o 1% r/r.
- **Koszty:** Gotówkowe koszty operacyjne wzrosły o 6% r/r, co wynikało ze wzrostu kosztów materiałów i energii o 11% r/r (wobec wzrostu o 15% r/r w II kwartale 2026 r.) oraz wzrostu wydatków na usługi obce o 7% r/r (wobec wzrostu o 2% w II kwartale 2026 r.). Koszty wynagrodzeń spadły o 2% r/r, podczas gdy w II kwartale 2026 r. odnotowano wzrost o 12% r/r.
- **Pozycja gotówki netto** spadła do 593 mln PLN z 678 mln PLN kwartał wcześniej oraz z 846 mln PLN rok wcześniej. Obecnie LW Bogdanka dysponuje najniższym poziomem gotówki netto od III kwartału 2023 r..

Nasza opinia: NEUTRALNA

Ostateczne wyniki LW Bogdanka potwierdziły dane wstępne. W III kwartale 2026 r. spółka osiągnęła wynik EBITDA na poziomie 82 mln PLN (spadek o 7% kw./kw.), pomimo wzrostu wolumenu sprzedaży o 1% kw./kw. (+50% r./r.) oraz wzrostu cen węgla o 1,4% kw./kw. Jednostkowy koszt gotówkowy wzrósł o 3% kw./kw., głównie na skutek dwucyfrowego wzrostu kosztów materiałów i energii. Tak niski poziom EBITDA oznacza, że LW Bogdanka już piąty kwartał z rzędu zmaga się z ujemnymi wolnymi przepływami

pieniężnymi (FCF) – w III kwartale 2026 r. wyniosły one -87 mln PLN, a w ciągu dziewięciu miesięcy 2026 r. -246 mln PLN. Co więcej, wynik ten został wsparty zmianą kapitału obrotowego (+37 mln PLN); według naszych szacunków, po wyeliminowaniu tego czynnika, ujemny FCF w III kwartale 2026 r. wyniósłby 124,2 mln PLN, a w okresie dziewięciu miesięcy 2026 r. – 307,5 mln PLN. W rezultacie, pozycja gotówki netto spółki ulega dalszemu zmniejszeniu: na koniec września 2026 r. wyniosła ona 593 mln PLN, co oznacza spadek o 30% r./r. oraz o 13% kw./kw. – do najniższego poziomu od II kwartału 2023 r.

W naszej ocenie spółka LW Bogdanka znajduje się obecnie na rozdrożu. Choć popyt na węgiel kamienny ze strony elektrowni pozostaje wysoki (wzrost o 9,9% we wrześniu 2026 r. oraz o 10,6% w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2026 r.), wynika to w dużej mierze z utrzymujących się wysokich cen gazu (produkcja energii z gazu spadła we wrześniu 2026 r. o 19% r/r, a w okresie dziewięciu miesięcy wzrosła jedynie o 3% r/r). Oznacza to, że dopóki konflikt na Bliskim Wschodzie podtrzymuje wysokie ceny gazu, popyt na węgiel kamienny powinien się utrzymywać; zakończenie konfliktu i spadek cen gazu przyniosłyby jednak skutek odwrotny. Na popyt na węgiel wpłynęła również niska produkcja energii z farm wiatrowych (spadek o 3,5% r/r w ciągu dziewięciu miesięcy 2026 r., przy wzroście o 16% r/r we wrześniu 2026 r.). Efekt ten prawdopodobnie dobiega jednak końca – latem uruchomiono pierwszą morską farmę wiatrową, a energia z takich źródeł będzie stopniowo wypierać część produkcji opartej na węglu kamiennym. Warto przypomnieć, że na 2027 rok zaplanowano oddanie do użytku kolejnych morskich farm wiatrowych o łącznej mocy 3 GW.

LW Bogdanka – Kluczowe cyfry

P&L (PLN m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	9M'25	9M'26	Y/Y
Revenues	868.9	653.7	486.6	845.1	702.6	661.6	682.7	40%	3%	2 009.2	2 046.9	2%
Gross profit on sales	262.2	21.1	-113.3	218.8	39.9	99.0	83.5	-174%	-16%	283.3	139.0	-51%
SG&A	-63.1	-53.6	-60.3	-69.7	-60.6	-65.9	-56.7	-6%	-14%	-116.7	-126.4	8%
Profit from sales	199.1	-32.5	-173.6	149.1	-20.6	33.2	26.8	-115%	-19%	166.6	12.6	-92%
Other income/ (expense), net	144.6	-0.4	4.2	-508.6	-4.2	-1.2	1.4			144.2	-5.4	
EBITDA	395.0	13.6	-106.2	240.7	25.2	87.8	82.0	na	-7%	302.4	195.0	-35%
EBITDA excl. one-offs	**250.1**	**13.6**	**-106.2**	**240.7**	**25.2**	**87.8**	**82.0**	**na**	**-7%**	**157.5**	**195.0**	**24%**
Operating profit	343.7	-32.9	-169.5	-359.5	-24.8	32.0	28.1	na	-12%	141.4	35.3	-75%
Financial income / (expense)	5.5	7.8	5.3	2.4	0.8	1.3	0.0			13.3	2.1	
Profit before tax	349.2	-25.1	-164.1	-357.1	-24.1	33.3	28.1			324.2	9.3	-97%
Income tax expense	-65.3	5.8	29.4	67.7	2.0	-6.2	-6.5			-59.5	-4.2	
Net profit - reported	**283.5**	**-19.3**	**-134.8**	**-289.5**	**-22.3**	**27.2**	**21.6**	**na**	**-21%**	**129.5**	**26.5**	**-80%**

Operational data	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	9M'25	9M'26	Y/Y
Coal production,k tonnes	2 652	1 220	1 326	2 371	2 036	2 345	1 978	49%	-16%	5 198	6 359	22.3%
Coal yield	69.0%	60.5%	58.4%	69.2%	71.4%	72.6%	72.1%					
Coal sales volume, kt	2 237	1 765	1 330	2 322	2 082	1 973	1 999	50%	1%	5 332	6 054	13.5%
Inventories, thousand tonnes	573.0	28.0	26.0	74.0	28.0	400.0	381.0	1365%	-5%			
Coal price PLN/t	**378.1**	**359.3**	**355.7**	**354.2**	**325.8**	**323.8**	**328.2**	**-8%**	**1.4%**			
Unit cash cost PLN/t	267.6	349.6	438.8	256.6	311.7	278.7	287.9	-34%	3%			
EBITDA per tonne	**111.8**	**7.7**	**-79.9**	**103.7**	**12.1**	**44.5**	**41.0**	**-151%**	**-8%**			
OCF	354.8	164.6	-56.4	124.2	92.5	116.9	115.3	na	-1%	462.9	324.8	-30%
Capex	144.5	163.4	171.9	155.3	171.3	197.0	202.6	18%	3%	479.9	571.0	19%
Free cash flow	**210.3**	**1.2**	**-228.4**	**-31.1**	**-78.8**	**-80.1**	**-87.3**			**-16.9**	**-246.2**	
FCF excl. WC change	**183.3**	**-151.5**	**-288.3**	**-31.1**	**-141.2**	**-42.1**	**-124.2**			**-256.5**	**-307.5**	
Net debt (cash)	-1 045	-1 050	-846	-825	-752	-678	-593	-30%	-13%			
BVPS	87.6	86.9	82.9	74.5	73.8	75.0	75.6	-9%	1%			

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

ANALITYCY SEKTOROWI

Dyrektor i Główny Analityk
Górnictwo, Budownictwo, Nieruchomości
Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl

Banki, Finanse (Polska)
Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl

Banki CEE
Paweł Szymczak
pawel.szymczak@pekao.com.pl

Chemia, Paliwa
Krzysztof Kozieł, CFA
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Energetyka i Zdrowie
Andrzej Kędzierski, CFA
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

Telekomunikacja, E-commerce
Konrad Musiał
konrad.musial@pekao.com.pl

Konsument (discretionary) i transport
Martin Przybysz
martin.przybysz@pekao.com.pl

Konsument (staples)
Jędrzej Karpiński, CFA
jedrzej.karpinski@pekao.com.pl

Rynki zagraniczne:
Manager ds. rynków zagranicznych
Patryk Olszanowski, CFA
patryk.olszanowski@pekao.com.pl

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl

BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

Projekcje rynkowe
Piotr Kaźmierkiewicz
piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Analiza techniczna
Bartosz Kulesza – makler papierów wartościowych
bartosz.kulesza@pekao.com.pl

KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

Biuro Maklerskie Pekao
ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa
bm@pekao.com.pl

Infolinia BM:
- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

Internet
www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

DISCLAIMER

Pekao Brokerage Office (BM) is an organizationally separated unit of Bank Polska Kasa Opieki S.A., based in Warsaw, ul. Żubra 1, 01-066 Poland. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna with its seat in Warsaw, at ul. Żubra 1, 01-066 Warsaw, Poland, entered in the register of entrepreneurs in the District Court for the Capital City of Warsaw in Warsaw, XIII Commercial Division of the National Court Register, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, share capital (entirely paid) in the amount of PLN: 262 470 034.

BM is supervised by Polish Financial Supervision Authority, ul. Piękna 20, 00-549 Warsaw, Poland and is subject to regulations issued by the Financial Supervision Authority as well as by certain other regulators in the European Union.

The investment analysis is addressed to clients who have entered into an investment research agreement with BM, it is not a general investment advice, nor an investment recommendation provided as part of the investment advisory service, nor a part of portfolio management service. The analysis is given without taking into consideration the needs and circumstances of the Client, in particular when preparing the analyses BM does not examine the Client's investment objectives, level of risk tolerance, time horizon as well as the financial situation of the Clients nor does it assess the suitability of the service.

The investment analysis is based on information obtained from, or are based upon public information sources that we consider to be reliable but for the completeness and accuracy of which we assume no liability. All estimates, projections, forecasts and opinions included in the report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue. We reserve the right to modify the views expressed herein at any time without notice. Moreover, we reserve the right not to update this information or to discontinue it altogether without notice. While preparing the investment analysis, the company's compliance with the "Best Practices of WSE Listed Companies 2021" was taken into account, based on the GPW IT tool "Best Practices Scanner" - Microsoft Power BI

This investment analysis is for information purposes only and does not constitute an offer to buy, sell or subscribe to any financial instrument on any financial market. It is also not an advertisement.

BM is not responsible for the consequences of investment decisions made on the basis of the investment analysis. The investment analysis does not give any guarantee that a given strategy or price projection is appropriate for a specific Client, and when using it one should not resign from conducting an independent assessment and taking into account risk factors other than those presented. The securities discussed may fluctuate in price or value. Investors may get back less than they invested. Changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value of investments. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results. In particular, the risks associated with an investment in the financial instrument or security under discussion are not explained in their entirety. The use of BM services involves investment risk, described in detail on the website www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie