HAWK THORNE™
INSIGHTS · RAPORT BADAWCZY

3 listopada 2026

SPÓŁKA · KGHM POLSKA MIEDŹ S.A. (GPW: KGH)

KGHM: kto zarabia na drogiej miedzi

Analiza narracyjna, ryzyk i okazji inwestycyjnych

Miedź liczona w złotych kosztuje dziś blisko o połowę więcej niż średnio w 2025 roku, a kurs KGHM stoi tam, gdzie zaczął rok. Ta rozbieżność ma trzy źródła: srebro, które od styczniowego szczytu straciło 57%, państwo, które przechwytuje wysokie ceny metali przez podatek od kopalin, oraz program inwestycyjny, który zamienia rekordowy zysk w aktywa, a nie w gotówkę dla akcjonariuszy.

KURS ZAMKNIĘCIA 3.11.2026	OD 1.01: KGHM WOBEC MIEDZI W PLN	PODATEK OD KOPALIN, PROGNOZA 2026	KONWERSJA EBITDA NA GOTÓWKĘ, I POŁ. 2026
275,35 zł	**−1,5%**	**8,0 mld zł**	**28%**
−29,8% od szczytu z 17.06	miedź w PLN +22,8%, srebro −29,4%	plan budżetu 3,2 mld zł · 2025: 4,8 mld zł	EBITDA 9,0 mld zł · przepływy oper. 2,56 mld zł

Zakres. 699 unikalnych publikacji o KGHM i 27 796 nagłówków o miedzi i srebrze z korpusu 1,39 mln wiadomości (23.02–03.11.2026), 6,2 tys. pełnych tekstów, raporty ESPI, rejestr krótkiej sprzedaży KNF, pozycjonowanie na rynkach terminowych, przepływy ETF, notowania od 2015 r., sprawozdania kwartalne i dane makro NBP, EBC i Eurostatu.

Charakter materiału. Analiza ekspozycji, narracji i warunków zmiany tezy. Materiał nie zawiera rekomendacji kupna ani sprzedaży i nie uwzględnia sytuacji żadnego inwestora. Źródła z linkami: s. 24–26.

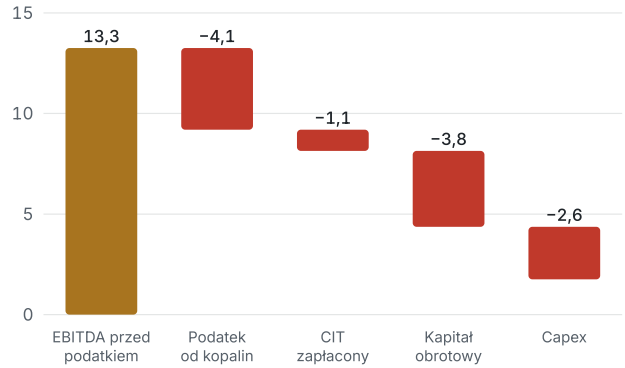
KARTA PODSUMOWANIA

Podsumowanie tezy, wyceny i ryzyk

Najważniejsze liczby raportu w jednym miejscu. Szczegóły, metodyka i źródła w kolejnych rozdziałach.

	STAN NA 3.11.2026
Teza	Spółka miedziowa w rachunku wyników, srebrna w rozkładzie stóp zwrotu; wartość wysokich cen metali przechwytują podatek, kapitał obrotowy i capex.
Nowe ustalenie	Srebro jest dziś poniżej progu, od którego stawka podatku spada (ok. 52,6 $/oz): podatek pochłania ok. 92% każdego dolara dalszego spadku. Miedź jest powyżej limitu stawki (od ok. 13,26 tys. $/t): każdy dolar wzrostu zostaje w spółce.
Co wycenia rynek	EV 59,8 mld zł; przy medianie mnożników grupy porównawczej trwała EBITDA ok. 7,9 mld zł (≈ 2025). Wycena segmentowa: 62 mld zł–102 mld zł.
Anomalia	Od 1.07 kurs stracił 31% ponad to, co tłumaczą miedź, srebro, USD/PLN i polski rynek (model poza próbą).
Katalizator	18.11: III kw. Nasz model: skorygowana EBITDA ok. 2,9 mld zł (±0,5), EPS ok. 7,6 zł; konsensus 7,75 zł. Historyczny ruch 2-dniowy na wynikach: średnio ±3,4%.
Zabezpieczenie	Bety (VII 2025–VI 2026): miedź 0,32, srebro 0,38, USD/PLN −1,13, Polska 0,56; redukcja wariancji poza próbą 53%.
Płynność	Średni obrót 20 sesji 235 mln zł; 100 mln $ to ok. 8 sesji przy 20% udziału w obrocie.
Falsyfikatory	OCF/EBITDA > 60% w II poł. i spadek zapasów do ok. 9,6 mld zł; dywidenda > 30% zysku 2026; residuum modelu czynnikowego wraca do zera bez zmiany polityki państwa.
Wynik negatywny	Skrajne pozycjonowanie w srebrze nie prognozowało historycznie stóp zwrotu KGHM (n = 12, średnio −1,3% w 13 tyg., p = 0,80).

Rysunek A. Skąd wysokie ceny metali nie docierają do akcjonariusza: I półrocze 2026.



Mld zł. EBITDA skorygowana grupy (9,20) powiększona o podatek od kopalin (4,06); CIT i kapitał obrotowy: jednostka dominująca; capex: wydatki grupy na inwestycje rzeczowe. Przybliżenie z prezentacji wyników za I półrocze 2026; bez odsetek, leasingu i pozostałych pozycji. Dywidenda (0,30) wypłacona w lipcu.

Kluczowe wskaźniki

44% — tyle skorygowanej EBITDA z I półrocza wynosił podatek od kopalin (4,06 mld zł, dwa razy więcej niż rok wcześniej).

52,6 $/oz — próg srebra, poniżej którego państwo przejmuje większość spadku ceny; dziś srebro kosztuje 49,8 $.

31% — strata kursu od lipca ponad model czynnikowy: rynek wycenia coś więcej niż metale.

Charakter materiału. Liczby opisują ekspozycję i warunki zmiany oceny. Nie są rekomendacją, ceną docelową ani prognozą kursu.

00 STRESZCZENIE

Metal drożeje, akcjonariusz czeka

Od początku roku KGHM zmienił się o −1,5% w złotych i o −10,3% w dolarach, gdy Freeport-McMoRan zyskał +20,6%, a miedź w złotych +22,8%. Raport odpowiada na pytanie, skąd ta luka, czy jest okazją, czy ceną za realne ryzyko, i po czym poznać, że się zamyka.

Rozróżnienie, na którym opiera się ocena

Rynek zlewa w jedno dwa pytania: **ile KGHM zarabia na cenie metalu** i **ile z tego trafia do akcjonariusza mniejszościowego**. W 2026 r. odpowiedzi rozjechały się bardziej niż kiedykolwiek: zysk operacyjny rośnie razem z ceną, ale między metalem a akcjonariuszem stoją podatek od kopalin, kapitał obrotowy, program inwestycyjny i właściciel, który więcej zarabia na podatku niż na dywidendzie. To rozróżnienie jest osią całego raportu.

Teza

> **KGHM jest spółką miedziową w rachunku wyników, ale srebrną w rozkładzie stóp zwrotu. Rynek wycenia go tak, jakby rekordowe ceny metali w ogóle nie miały trafić do akcjonariuszy. Na dziś ma w tym sporo racji.**

Luka między ceną miedzi a kursem nie jest więc błędem rynku do szybkiego arbitrażu. Zamknie się dopiero, gdy zmieni się jeden z trzech mechanizmów przechwytywania wartości (s. 9–10).

Co obaliłoby tę ocenę

1. **Gotówka.** Jeśli w II poł. 2026 przepływy operacyjne przekroczą 60% EBITDA, a zapasy wrócą w okolice 9,6 mld zł (koniec 2025), teza o słabym przechwyceniu wartości słabnie.
2. **Dywidenda.** Deklaracja wypłaty powyżej 30% zysku za 2026 r. oznaczałaby, że właściciel przesuwa się z podatku na dywidendę.
3. **Srebro.** Jeśli przez trzy miesiące kroczący R^2 kursu wobec srebra pozostanie wyraźnie poniżej R^2 wobec miedzi, a srebro będzie stabilne, teza o srebrnym ogonie traci podstawę.

Najsłabszy punkt analizy. Podatek od kopalin modelujemy ze wzoru ustawowego (błąd kalibracji 4% wobec I półrocza), ale znamy tylko wolumeny i horyzonty zabezpieczeń, nie ich ceny wykonania; wynik na instrumentach pochodnych (−917 mln zł w I poł.) może więc odchylić prognozę kwartalną o kilkaset milionów złotych. Wycena segmentowa używa mnożników z osądu, nie NAV z harmonogramów wydobycia.

Werdykt zhierarchizowany

OŚ OCENY	OCENA	PODSTAWA (DANE DO 03.11.2026)
Ekspozycja na miedź	SILNA	Miedź w PLN: 55,7 tys. zł/t, +49% wobec średniej 2025. Beta kursu wobec miedzi w 2026 r.: 1,04.
Ekspozycja na srebro	ŹRÓDŁO OGONA	W 19 z 20 największych dziennych ruchów KGHM w 2026 r. srebro ruszyło się mocniej niż miedź. Poniżej ok. 53 $/oz wynik jest jednak na srebro prawie obojętny (podatek).
Przechwycenie wartości przez akcjonariusza	SŁABE	Konwersja EBITDA na gotówkę 28% w I poł. 2026; dywidenda 1,50 zł (0,5% stopy); podatek od kopalin ok. 79× większy od dywidendy dla Skarbu Państwa.
Wycena	DYSKONTUJE NORMALIZACJĘ	Przy medianie EV/EBITDA spółek porównawczych (7,6×) kurs implikuje EBITDA ok. 7,9 mld zł, poziom z 2025 r.; EBITDA z 4 kwartałów: 14,5 mld zł.
Narracja rynkowa	REAKTYWNA, ŚLEPA NA SREBRO	39% publikacji to relacje z sesji; srebro pojawia się w 1,9% tekstów o KGHM, miedź w 17%.
Pozycjonowanie	OCZYSZCZONE W SREBRZE	Fundusze spekulacyjne w srebrze na 4. percentylu 3 lat; w miedzi pozycja netto spadła o połowę od rekordu z 22.09. Brak krótkich pozycji powyżej progu KNF od 29.04.
Państwo i ład korporacyjny	PODWYŻSZONE RYZYKO	Rotacja zarządu i rady, zmiana statutu (NWZ 28.10), 5 niestosowanych zasad Dobrych Praktyk, precedens podatku od nadzwyczajnych zysków rozszerzany z paliw na gaz.

Ocena jest dzielona: wysoka jakość ekspozycji na metal, niska jakość przechwycenia wartości przez akcjonariusza mniejszościowego. Oceny słowne opisują stan i kierunek zmian; nie są sygnałem transakcyjnym.

01 NAJWAŻNIEJSZE USTALENIA

Osiem ustaleń, które zmieniają obraz spółki

Każde ustalenie opiera się na liczbach z hurtowni danych Hawk Thorne i z notowań; wyliczenia w kolejnych rozdziałach, źródła z linkami na s. 24–26.

01 **Srebro, nie miedź, robi ogon rozkładu.** W 2026 r. miedź tłumaczy dryf kursu (beta 1,04), ale srebro tłumaczy największe dni: w 19 z 20 największych ruchów srebro zmieniło się mocniej niż miedź. Najgorsza sesja roku (30.01, −10,7%) przypadła na dzień, w którym srebro spadło o 31%. Przy planowanej produkcji 1 290 t srebra (41,5 mln uncji) srebro w szczycie odpowiadało za 33% łącznych przychodów z miedzi i srebra; dziś za 17%.

02 **Rekordowa EBITDA nie zamieniła się w gotówkę.** W I poł. 2026 r. EBITDA wyniosła 9,0 mld zł, przepływy operacyjne 2,56 mld zł (28%), a wolne przepływy −0,09 mld zł. Kapitał obrotowy pochłonął 3,8 mld zł, z czego zapasy 2,3 mld zł. Zapasy (12,2 mld zł) odpowiadają 87 dniom przychodów.

03 **Państwo przechwytuje cenę metalu przez podatek, nie przez dywidendę.** Wpływy z podatku od wydobycia niektórych kopalin mają wynieść w 2026 r. 8,0 mld zł wobec 3,2 mld zł w ustawie budżetowej; ok. 94% pochodzi z miedzi i srebra [1]. Skarb Państwa (31,8% akcji) dostał w 2026 r. ok. 95 mln zł dywidendy. Właściciel zarabia na drogim metalu ok. 79 razy więcej przez podatek niż przez dywidendę, więc jego bodźce są inne niż bodźce akcjonariusza mniejszościowego.

04 **Wycena traktuje połowę zysku jako przejściową.** KGHM kosztuje 4,1× EBITDA z ostatnich 4 kwartałów (14,5 mld zł) i 6,6× zysku wobec mediany 16,1× dla największych spółek GPW. Przy medianie EV/EBITDA spółek porównawczych kurs implikuje EBITDA 7,9 mld zł, czyli rynek uznaje ok. 46% bieżącej EBITDA za przejściowe.

05 **Narracja medialna jest miedziowa, kurs jest srebrny.** W 699 publikacjach o KGHM srebro pojawia się w 1,9%, miedź w 17%, a 39% to relacje z sesji. Ton nagłówków koreluje z ruchem kursu tego samego dnia (0,34), ale nie z następnym (0,07; przedział 95%: −0,07…0,21). Media opisują ruch, nie wyprzedzają go.

06 **Globalna narracja o miedzi przesunęła się na podaż.** Liczba nagłówków o miedzi na tysiąc wiadomości wzrosła z 6,2 w marcu do 10,1 we wrześniu; udział tematu zakłóceń podaży podwoił się w październiku (6,8%) po fali strajków i wypadków w Chile. Narracja o srebrze to w ok. 15% Fed, dolar i stopy: srebro handluje jak aktywo monetarne, nie przemysłowe.

07 **Pozycjonowanie w srebrze jest wyczyszczone, ale to nie jest sygnał na KGHM.** Fundusze zarządzane mają w srebrze pozycję netto 2,9 tys. kontraktów (4. percentyl 3 lat), a do ETF na srebro napłynęło 1,18 mld $ od 20.07. Test od 2015 r. pokazuje jednak, że takie skrajności nie prognozowały stóp zwrotu KGHM (s. 18). W miedzi pozycja netto spadła z rekordu 82,6 tys. (22.09) do 40,4 tys. (27.10), a zapasy LME wzrosły o 43% od sierpnia.

08 **Ustawa robi ze srebra opcję, a rynek tego nie wycenia.** Ze wzoru ustawowego wynika, że stawka podatku na srebro była w 2026 r. na limicie, a poniżej ok. 52,6 $/oz podatek pochłania ok. 92% każdego dolara spadku ceny. Stawka na miedź jest na limicie, więc wzrost miedzi zostaje w spółce w całości. Mimo to od lipca kurs stracił 31% ponad model czynnikowy (s. 10, 18). Nasz model III kw. daje EPS ok. 7,6 zł, zgodnie z konsensusem po cięciu (s. 8).

Kalendarz katalizatorów

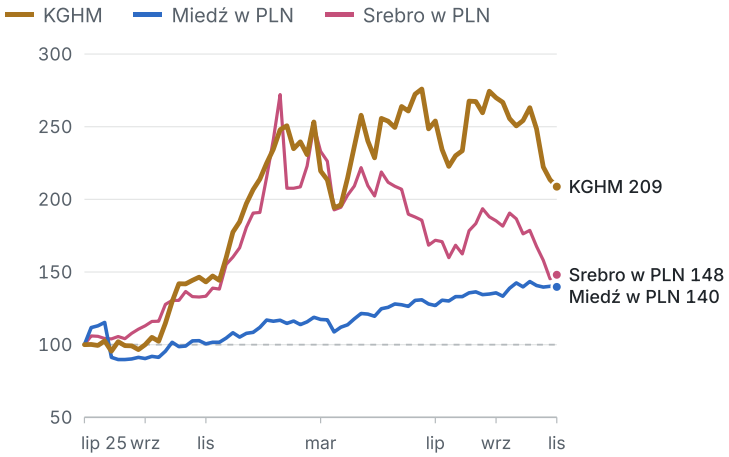
TERMIN	ZDARZENIE	DLACZEGO MA ZNACZENIE
18.11.2026	Raport za III kw. 2026	konsensus EPS 7,75 zł (n = 2), przychody 12,0 mld zł; test konwersji gotówki i zapasów
ok. 20–23.11	Wstępne dane produkcyjne za październik	sprzedaż miedzi w VIII i IX niższa r/r (−3% i −4%)
co tydzień	Raport COT i przepływy ETF	pozycja funduszy w srebrze na 4. percentylu: każde odbicie zaczyna się od pokrywania
jesień 2026	Nowy projekt podatku od nadzwyczajnych zysków; budżet 2027	precedens rozszerzany z paliw na gaz; budżet liczy 8 mld zł z podatku od kopalin
2029–2030	Czwarta linia przerobu w Sierra Gorda	+20% produkcji miedzi z kopalni; 725 mln USD nakładów (100%)

02 RYNEK

Rok, w którym KGHM odkleił się od miedzi

Do czerwca KGHM szedł z metalami. Od szczytu 17.06 (392 zł) stracił 29,8%, gdy miedź w złotych dalej rosła. W tym samym czasie srebro oddało większość zysków z przełomu roku.

Rysunek 1. Od lipca 2025 r. KGHM bardziej przypomina srebro niż miedź: wspólny szczyt na przełomie roku, wspólny zjazd jesienią.



Indeks: 4.07.2025 = 100, zamknięcia tygodniowe. Miedź i srebro: kontrakty na COMEX przeliczone na złote po kursie USD/PLN (COMEX zawiera premię celną USA; KGHM rozlicza się na LME, różnica nie zmienia kierunku).

Interpretacja. Odczytanie odruchowe brzmi: „KGHM jest tani, bo nie nadąża za miedzią". Dane pokazują coś innego. Kurs dobrze odwzorowuje koszyk metali, w którym srebro ma wagę znacznie większą, niż wynika z jego udziału w przychodach, a do tego dyskonto za to, jak mało z wysokich cen dociera do akcjonariusza. Spółki o czystej ekspozycji na miedź (Freeport, Southern Copper, Teck) zyskały 20–29%; producenci z dużą ekspozycją na srebro, złoto i jurysdykcje wysokiego ryzyka (Zijin, Ivanhoe, First Quantum) stracili.

Od początku roku dolar umocnił się wobec złotego o 9,8%. Dla rachunku KGHM to wiatr w plecy (przychody w USD, koszty w PLN), dla inwestora zagranicznego to strata: w dolarach KGHM stracił 10,3%.

Tabela 1. Stopy zwrotu do 3.11.2026

WALOR	1M	3M	OD 1.01	12M
KGHM (PLN)	−17,9%	−12,0%	−1,5%	+45,0%
KGHM (USD)	−18,9%	−16,7%	−10,3%	+35,7%
Miedź w PLN	−0,0%	+4,0%	+22,8%	+35,6%
Srebro w PLN	−15,9%	−8,8%	−29,4%	+11,0%
Miedź (USD)	−1,3%	−1,7%	+11,9%	+26,9%
Srebro (USD)	−17,0%	−13,7%	−35,7%	+3,9%
USD/PLN	+1,3%	+5,7%	+9,8%	+6,8%
Freeport-McMoRan	−14,6%	−3,3%	+20,6%	+50,5%
Southern Copper	−14,8%	−4,1%	+26,1%	+34,6%
Teck	−9,9%	+2,7%	+29,3%	+45,3%
Glencore	−10,1%	−6,3%	+24,2%	+41,5%
Antofagasta	−17,4%	−14,7%	−5,3%	+14,4%
Lundin Mining	−15,5%	−14,7%	+0,6%	+32,3%
Boliden	−4,0%	+4,8%	−1,0%	+20,6%
First Quantum	−18,6%	−17,5%	−12,5%	+12,5%
Zijin Mining	−14,1%	−17,3%	−20,7%	−11,6%
ETF górników miedzi	−16,6%	−9,7%	−0,8%	+22,2%
ETF na Polskę (USD)	−0,7%	−0,4%	+22,5%	+31,8%
PKO BP	−3,9%	+6,8%	+41,1%	+56,5%
Orlen	−0,1%	−3,2%	+59,3%	+54,5%

Zamknięcia skorygowane o dywidendy. Spółki zagraniczne w walucie notowań. Banki i Orlen jako punkt odniesienia dla WIG20: polski rynek w 2026 r. ciągnęły banki i paliwa, nie surowce.

03 DEKOMPOZYCJA CZYNNIKÓW

Miedź robi trend, srebro robi ogon

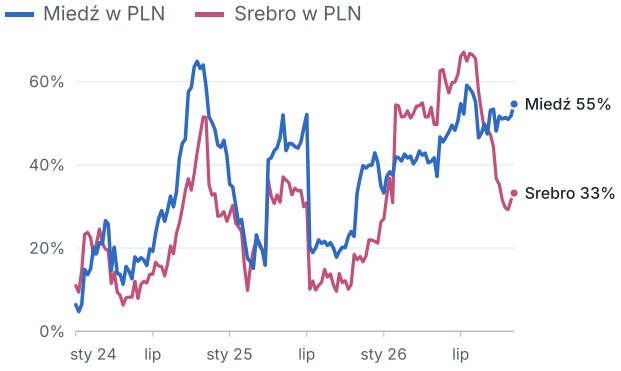
Regresja dziennych stóp zwrotu KGHM na miedź, srebro, kurs USD/PLN i polski rynek akcji pokazuje, które czynniki rynek faktycznie wycenia. Wynik jest dzielony i dlatego użyteczny.

Tabela 2. Wrażliwość dziennych stóp zwrotu KGHM (beta, w nawiasie statystyka t)

OKRES	MIEDŹ	SREBRO	USD/PLN	POLSKA	R^2 ŁĄCZNIE	R^2 MIEDŹ	R^2 SREBRO	N
2021 – I poł. 2025	0,66 (15,4)	0,21 (5,9)	−0,43 (−5,0)	0,46 (14,0)	47%	29%	17%	1 124
II poł. 2025	0,20 (3,8)	0,29 (4,6)	−0,45 (−1,4)	0,37 (3,1)	40%	21%	21%	126
2026 (do 3.11)	1,04 (8,9)	0,25 (5,7)	−1,32 (−4,2)	0,55 (5,1)	70%	48%	47%	213

Miedź i srebro w USD (COMEX), USD/PLN, polski rynek: ETF na Polskę przeliczony na złote. R^2 miedź i srebro: regresje jednoczynnikowe na metalach w PLN.

Rysunek 2. Udział zmienności KGHM tłumaczony przez srebro zrównał się z miedzią w II poł. 2025 i od tego czasu się z nią ściga.



Kroczący 63-sesyjny R^2 dziennych stóp zwrotu KGHM wobec miedzi i srebra w złotych (regresja jednoczynnikowa), odczyty tygodniowe od 2024 r.

Tabela 3. Najgorsze sesje KGHM w 2026 r. i ruch czynników tego dnia

SESJA	KGHM	SREBRO	MIEDŹ	POLSKA (PLN)
30.01.2026	−10,7%	−31,3%	−4,5%	−1,9%
15.05.2026	−8,6%	−9,1%	−4,8%	−2,3%
03.03.2026	−8,3%	−6,1%	−2,1%	−4,0%
10.09.2026	−8,2%	−5,4%	−4,9%	−0,9%
05.02.2026	−7,1%	−9,1%	−0,5%	−2,4%
30.10.2026	−7,1%	−5,9%	−1,9%	−3,5%
24.06.2026	−6,9%	−6,4%	−3,2%	−1,4%
08.07.2026	−6,7%	−4,5%	−1,9%	+1,5%

Trzy wnioski z tabeli

Miedź wróciła jako główny czynnik trendu. W 2026 r. beta wobec miedzi wzrosła do 1,04 z 0,66 w latach 2021–2025, a model tłumaczy 70% zmienności. KGHM reaguje na miedź pełniej niż kiedykolwiek w próbie.

Srebro jest źródłem ogona. Jego beta jest niższa (0,25), bo srebro zmienia się 2,6 razy mocniej niż miedź (70% wobec 27% rocznie). W dni dużych szoków to ono decyduje o wyniku: w 19 z 20 największych ruchów kursu srebro przesunęło się mocniej niż miedź.

Słabszy złoty szkodzi kursowi, choć pomaga wynikom. Beta wobec USD/PLN wynosi −1,32 (t = −4,2): umocnienie dolara o 1% obniża kurs o ok. 1,3% przy stałych cenach metali i stałym rynku. Rynek traktuje silnego dolara jako sygnał ucieczki od ryzyka, choć każde 10 groszy na USD/PLN to ok. 1,24 mld zł rocznie więcej przychodów. To efekt drugiego rzędu, którego rachunek wyników nie pokazuje.

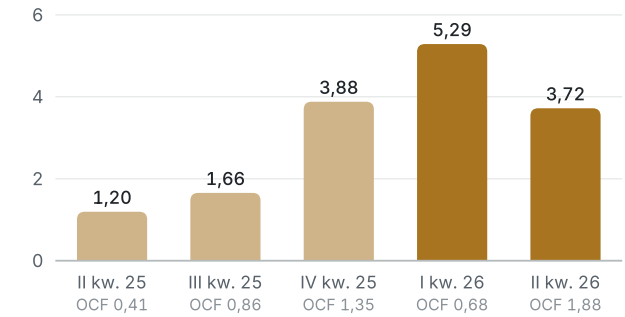
Próg decyzyjny. Ruch srebra o 5 $/uncję zmienia roczne przychody KGHM o ok. 0,82 mld zł, tyle co ruch miedzi o 13 centów/funt (ok. 2%). Po podatku od kopalin, przy dzisiejszej cenie srebra poniżej progu, wynik zmienia się już tylko o ułamek tej kwoty (s. 10). Spadek srebra od szczytu z 26.01.2026 to w ujęciu rocznym ok. 10,7 mld zł przychodu brutto, mniej więcej tyle, ile wynosi średnioroczna EBITDA zapisana w strategii (12 mld zł).

04 FUNDAMENTY

Rekordowa EBITDA, przeciętna gotówka

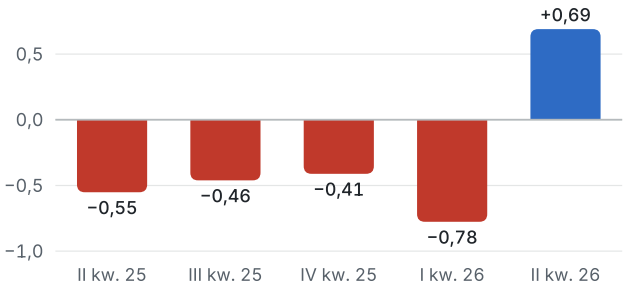
Rachunek wyników KGHM w 2026 r. pokazuje skalę boomu cenowego. Rachunek przepływów pokazuje, gdzie ten boom się zatrzymał.

Rysunek 3. EBITDA w I kw. 2026 r. (5,29 mld zł) była 4,4 razy wyższa niż w II kw. 2025 r.; przepływy operacyjne (OCF) nie nadążyły.



Mld zł, dane skonsolidowane (EBITDA wg zestandaryzowanej definicji dostawcy danych; skorygowana EBITDA spółki może się różnić). Pod słupkami: przepływy operacyjne.

Rysunek 4. Wolne przepływy pieniężne były ujemne przez cztery z pięciu ostatnich kwartałów, mimo rekordowych cen.



Mld zł; przepływy operacyjne minus nakłady inwestycyjne. Czerwony: wartość ujemna.

Tabela 4. Wyniki kwartalne, mld zł

KWARTAŁ	PRZYCHODY	KOSZT SPRZED.	MARŻA BRUTTO	ZYSK N
II kw. 25	8,61	7,09	18%	
III kw. 25	8,31	6,90	17%	
IV kw. 25	10,49	8,80	16%	
I kw. 26	11,87	7,37	38%	
II kw. 26	12,84	10,13	21%	

Trzy rzeczy, których nie widać w nagłówkach

Zapasy zjadły boom. W I kw. zapasy wzrosły o 2,65 mld zł, a w lutym sprzedaż miedzi spadła o 18% r/r przy rosnącej produkcji. Część to przeszacowanie produkcji w toku po wyższych cenach, część to fizyczny metal czekający na sprzedaż. Jeśli zapasy wrócą do poziomu z końca 2025 r., uwolnią ok. 2,6 mld zł (ok. 13 zł na akcję).

Koszt sprzedaży rośnie szybciej niż przychody. W II kw. przychody wzrosły o +8,1% k/k, a koszt sprzedaży o +37,5%. Marża brutto spadła z 38% do 21%. KGHM ujmuje podatek od kopalin w kosztach, a podatek rośnie progresywnie z ceną; do tego dochodzą droższe zakupione wsady (złom, koncentraty) i energia.

Konsensus na III kw. jest już niski. Średni EPS obniżono w 30 dni z 11,43 do 7,75 zł, a na 2027 r. analitycy oczekują 32,26 zł (−25% wobec 2026). Przy tym poziomie C/Z na 2027 r. wynosi 8,5×.

Tabela 5. Średnie kwartalne ceny metali

KWARTAŁ	MIEDŹ $/FUNT	SREBRO $/OZ	USD/PLN	MIEDŹ TYS. ZŁ
2025 · Q1	4,58	32,3	3,991	4(
2025 · Q2	4,72	33,6	3,758	3(
2025 · Q3	4,84	39,5	3,640	3(
2025 · Q4	5,13	53,7	3,641	4(
2026 · Q1	5,79	83,2	3,615	4(
2026 · Q2	6,18	73,3	3,652	4(
2026 · Q3	6,48	62,8	3,755	5(
2026 · Q4	6,55	56,5	3,907	5(

IV kw. 2026: do 3.11. Średnie dzienne z kontraktów COMEX.

04A ZAPOWIEDŹ WYNIKÓW ZA III KWARTAŁ

Konsensus ścięto słusznie: winne są wolumeny srebra

Budujemy własny most od wyniku za II kw. do III kw. z miesięcznych raportów produkcyjnych KGHM, średnich cen LME i srebra po kursie NBP oraz modelu podatku od kopalin. To korekta naszej wcześniejszej hipotezy, że same ceny metali nie tłumaczą cięcia konsensusu.

Tabela 19. Dane wejściowe: II kw. wobec III kw. 2026

POZYCJA	II KW.	III KW.	ZMIANA
Sprzedaż miedzi KGHM PM, tys. t	151,1	140,8	−6,8%
Sprzedaż srebra KGHM PM, t	374,2	320,6	−14,3%
Miedź LME, tys. zł/t	48,7	53,0	+9,0%
Srebro, zł/kg	8 608	7 580	−11,9%
Podatek od kopalin (model), mln zł	2 079	2 266	+9,0%
Sprzedaż miedzi grupy, tys. t	181,8	170,0	−6,5%
Sprzedaż srebra grupy, t	383,4	330,4	−13,8%

Wolumeny: wstępne raporty miesięczne KGHM (IV–IX 2026) [17]. Ceny: średnie dzienne, miedź LME cash settlement, srebro w zł/kg.

Wniosek

Sprzedaż srebra w KGHM Polska Miedź spadła w III kw. o 14% k/k, a cena srebra w złotych o 12%. To razem ok. 791 mln zł przychodu mniej. Wzrost ceny miedzi (+9%) zjadł niższy wolumen (−7%), a podatek od kopalin wzrósł, bo stawka na miedź doszła do limitu. Nasz model daje EPS ok. 7,6 zł, praktycznie w konsensusie.

Ryzyka modelu w górę: puty na srebro na V–IX 2026 (4,2 mln uncji) były w III kw. w pieniądzu, a strata na zabezpieczeniach z I półrocza (−917 mln zł) mogła zmaleć wraz ze srebrem. **W dół:** koszty energii, wsady obce i odpisy.

Tabela 20. Most wynikowy II kw. → III kw. 2026, mln zł

POZYCJA	KWOTA
Skorygowana EBITDA KGHM PM, II kw.	2 322
+ zmiana przychodu z miedzi (wolumen × cena)	+116
+ zmiana przychodu ze srebra (wolumen × cena)	−791
− wzrost podatku od kopalin	−187
= EBITDA KGHM PM, III kw. (model)	**1 460**
+ Sierra Gorda (55%), skalowana wolumenem i ceną	970
+ KGHM International i pozostałe (jak w II kw.)	460
= Skorygowana EBITDA grupy, III kw. (model)	**2 890** (II kw.: 3 734)
Zysk netto (amortyzacja 545, efektywny CIT 35%)	1 524 (1 199–1 849)
EPS, zł	**7,62** wobec konsensusu 7,75

Jak rynek reaguje na wyniki KGHM. W 47 publikacjach wyników od 2014 r. średni ruch kursu w oknie dwóch sesji wyniósł ±3,4% (mediana 2,9%, 75. percentyl 4,6%), wobec ±2,8% w dowolnym oknie dwóch sesji. Wyniki dodają więc niewiele ponad zwykłą zmienność; korelacja ruchu z niespodzianką EPS: 0,27. Przy zmienności z 2026 r. jedno odchylenie standardowe dla dwóch sesji to ±5,2%. Implikowana zmienność srebra (ETF, najbliższe terminy): 44%, wobec zrealizowanej 41% z 20 sesji i 70% w całym 2026 r.

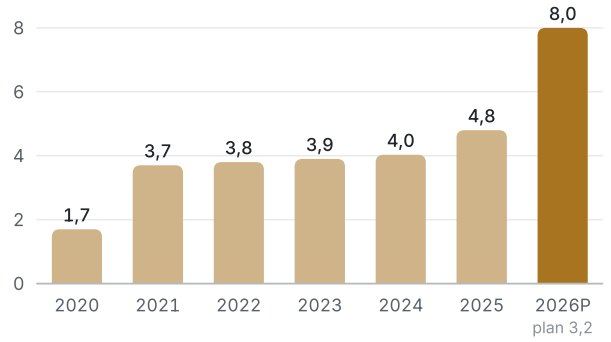
Okno: zamknięcie sesji przed dniem publikacji → zamknięcie sesji po nim (obejmuje publikacje przed i po sesji). Daty i niespodzianki EPS z danych rynkowych.

05 PRZECHWYTYWANIE WARTOŚCI

Kto zarabia na drogiej miedzi

Między ceną metalu a akcjonariuszem mniejszościowym stoją trzy przechwytujące mechanizmy. W 2026 r. każdy z nich wziął więcej niż zwykle.

Rysunek 5. Podatek od kopalin: 8 mld zł w 2026 r., dwa razy więcej niż średnio w latach 2021–2024 i 2,5 razy więcej, niż zapisano w budżecie.



Mld zł, wpływy budżetu z podatku od wydobycia niektórych kopalin; 2026P: prognoza wykonania z projektu budżetu na 2027 r. W 2024 r. 94% wpływów pochodziło z miedzi i srebra, głównie od KGHM. Po lipcu 2026 r. wpływy wyniosły 4,73 mld zł, 147,8% planu rocznego [1,2].

Tabela 6. Dokąd płynie wartość wysokich cen metali, mld zł (rząd wielkości, rocznie)

STRUMIEŃ	KWOTA	UWAGI	BENEFICJENT
Skarb Państwa: podatek od kopalin (miedź i srebro)	ok. 7,5	prognoza wykonania 2026; rośnie progresywnie z ceną	państwo
Program inwestycyjny (strategia 2026–2030)	ok. 6,4	32 mld zł w 5 lat, „może wzrosnąć" (M&A, Sierra Gorda)	spółka
Kapitał obrotowy, I poł. 2026	3,8	w tym zapasy 2,3	spółka
Dywidenda ogółem (z zysku 2025)	0,30	1,50 zł na akcję; za 2024 r. brak wypłaty	wszyscy akcjonariusze
w tym Skarb Państwa	0,095	31,8% akcji	państwo
w tym akcjonariusze mniejszościowi	0,205	68,2% akcji	rynek

Asymetria właściciela

Skarb Państwa ma 31,8% akcji, ale jego ekonomiczny udział w wysokiej cenie metalu jest wielokrotnie większy, bo podatek od kopalin liczony jest od wolumenu i ceny, a nie od zysku. W 2026 r. państwo dostanie od KGHM ok. 7,5 mld zł podatku i ok. 95 mln zł dywidendy, czyli **79 złotych podatku na każdą złotówkę dywidendy**.

Wniosek jest nieoczywisty: z punktu widzenia budżetu wyższa dywidenda to głównie transfer do akcjonariuszy mniejszościowych (68% wypłaty), a nakłady inwestycyjne utrzymują zatrudnienie, łańcuch dostaw i bazę przyszłego podatku. **Właściciel ma racjonalny powód, by wolić podatek i capex od dywidendy.** Prezes deklaruje, że KGHM „chce być spółką dywidendową" [6], ale za 2025 r. na dywidendę poszło 300 mln zł z 1,95 mld zł zysku jednostkowego, a za 2024 r. nic.

Efekt drugiego rzędu: podatek jako amortyzator

Ta sama progresja działa w obie strony. Gdy srebro spada, podatek spada szybciej niż przychód, więc część szoku cenowego przejmuje budżet. Dla akcjonariusza to bufor. Dla państwa to dziura: budżet liczy już 8 mld zł z podatku od kopalin, a srebro jest dziś o 57% niżej niż w styczniu. Im większa dziura, tym większa pokusa, by szukać pieniędzy gdzie indziej.

> **Sygnał ostrzegawczy z innego sektora.** W 2026 r. rząd przeprowadził przez Sejm podatek od nadzwyczajnych zysków firm paliwowych, działający wstecz od 1.03 [26]. Prezydent skierował ustawę do Trybunału Konstytucyjnego [27], a minister aktywów zapowiedział drugie podejście, obejmujące także dostawców gazu [28]. KGHM nie jest dziś objęty, ale precedens „nadzwyczajnego zysku z kryzysu" rozszerza się. Spółka z 8 mld zł podatku od kopalin i rekordową EBITDA jest naturalnym kandydatem do tej rozmowy.

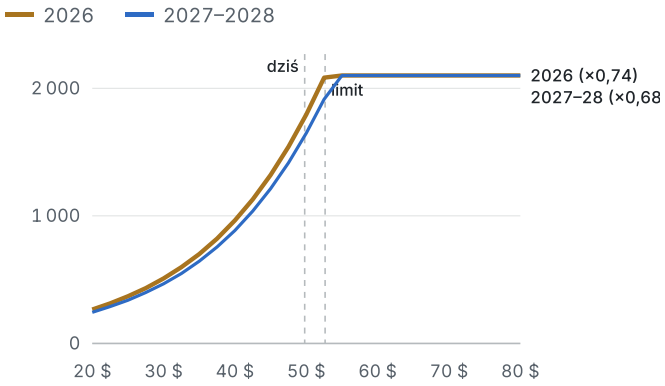
Wartości w tabeli 6 mają różny charakter (przepływ roczny, wydatek planowany, zmiana stanu); zestawiamy je, by pokazać rząd wielkości, nie by je sumować.

05A PODATEK OD KOPALIN: MODEL USTAWOWY

Państwo jest wspólnikiem tylko w środkowym przedziale cen

Odtwarzamy podatek od wydobycia miedzi i srebra miesiąc po miesiącu ze wzoru ustawowego (Dz.U. 2026 poz. 454, art. 7 i art. 22b), średnich cen LME i srebra w złotych po kursie NBP oraz miesięcznej produkcji metalu w koncentracie z raportów KGHM. Model trafia w podatek raportowany przez spółkę za I półrocze z dokładnością do 4%.

Rysunek 14. Stawka na srebro rośnie z ceną w czwartej potędze, aż do limitu 2 100 zł/kg przy ok. 52,6 $/oz. Srebro właśnie zeszło poniżej tego progu.



Stawka podatku, zł za kg srebra, w funkcji ceny srebra w USD/oz przy USD/PLN 3,953. Wzór: [0,125·P + (0,001·P)⁴]·k, maks. 2 100 zł/kg; P: średnia cena w zł/kg z poprzedniego miesiąca.

Tabela 16. Progi i parametry podatku (stan prawny 2026)

PARAMETR	WARTOŚĆ	CO TO OZNACZA DZIŚ
Miedź: limit stawki 16 000 zł/t osiągany przy	52,4 tys. zł/t ≈ 13 261 $/t	dziś 56,8 tys. zł/t: stawka na limicie, krańcowo 0%
Srebro: limit 2 100 zł/kg osiągany przy	6 689 zł/kg ≈ 52,6 $/oz	dziś 6 324 zł/kg: poniżej limitu, krańcowo 84% zmiany ceny w PLN
Srebro: limit od 2027 r. (×0,68)	≈ 54,1 $/oz	stawka przy dzisiejszej cenie: 1 625 zamiast 1 769 zł/kg
Ulga inwestycyjna (art. 10b)	40% kwalifikowanych nakładów	nakłady z lat 2026–2028 odliczane dopiero od podatku za styczeń 2029 r.

Tabela 17. Wrażliwość rocznego wyniku KGHM Polska Miedź, mln zł (przed CIT)

ZMIANA	PRZYCHÓD	PODATEK OD KOPALIN	NETTO
Srebro ±1 $/oz	164	150	14
Miedź ±10 c/funt	636	0	636

Tabela 18. Model miesięczny podatku, 2026

MIES.	CU TYS. ZŁ/T	ST. CU	AG ZŁ/KG	ST. AG	PODATEK
01.2026	42,5	9 770	7 382	2 100	604
02.2026	46,9	12 321	10 470	2 100	642
03.2026	46,2	11 887	9 344	2 100	736
04.2026	46,2	11 865	9 253	2 100	670
05.2026	46,7	12 191	8 878	2 100	707
06.2026	49,1	13 698	9 125	2 100	702
07.2026	50,1	14 402	7 844	2 100	731
08.2026	51,1	15 077	7 133	2 100	729
09.2026	53,4	16 000	7 805	2 100	806
10.2026*	54,7	16 000	7 832	2 100	808
11.2026*	56,8	16 000	7 169	2 100	808
12.2026*	56,7	16 000	6 374	1 811	774

Ceny z poprzedniego miesiąca (zgodnie z ustawą). *Wolumen X–XII: średnia I–IX. Kalibracja ×1,044 do podatku z I półrocza (4 061 mln zł). Model za cały 2026 r.: ok. 8,7 mld zł.

Co z tego wynika

Srebro przestało być ogonem dla wyniku, ale nie dla kursu. Przez cały 2026 r. stawka na srebro była na limicie, więc zjazd ze 115 do ok. 53 $ uderzał w wynik w całości. Poniżej ok. 52,6 $ każdy dolar spadku zmniejsza przychód o ok. 164 mln zł, ale podatek o ok. 150 mln zł. Ekspozycja wyniku na srebro działa dziś jak opcja kupna z ceną wykonania przy limicie.

Miedź działa odwrotnie. Stawka jest na limicie od września, więc każdy dolar wzrostu miedzi zostaje w spółce, a spadek do ok. 13 261 $/t (−8% od dziś) też trafi w wynik w całości. Dopiero niżej zaczyna działać amortyzator.

> **Implikacja dla wyceny.** Rynek nadal reaguje na srebro (beta 0,38), choć przy dzisiejszej cenie wynik jest na nie prawie obojętny. Jeśli ta rozbieżność jest błędem wyceny, powinna zniknąć w kolejnych kwartałach. Do tego od 2027 r. mnożnik spada z 0,74 do 0,68 (ok. 196 mln zł rocznie mniej przy dzisiejszych cenach), a ulga inwestycyjna da od 2029 r. odliczenie rzędu 1,5–3,4 mld zł (30–70% kwalifikowalności capexu 4,1 mld zł rocznie), której nie ma w konsensusie.

06 WYCENA

Rynek wycenia KGHM jak w 2025 roku

Zamiast ceny docelowej odwracamy pytanie: jaką trwałą EBITDA zakłada dzisiejsza kapitalizacja przy różnych mnożnikach. To mówi więcej o asymetrii niż kolejny wskaźnik C/Z.

Tabela 7. Wskaźniki rynkowe, stan na 3.11.2026

SPÓŁKA	C/Z	C/Z PROG.	EV/ EBITDA	C/WK	STOPA DYW.
KGHM	6,3	12,8	5,9	1,39	0,5%
Freeport-McMoRan	25,9	14,4	10,7	4,11	0,9%
Southern Copper	23,0	22,9	13,9	11,25	2,9%
Teck	11,1	15,1	4,6	1,46	0,6%
Antofagasta	25,1	21,7	7,4	3,85	1,8%
Glencore	14,8	10,6	7,7	1,90	2,4%
Lundin Mining	13,8	14,2	12,3	2,58	0,4%
Boliden	9,9	16,4	5,7	1,66	2,1%
BHP	20,2	16,3	7,3	3,90	5,0%
Zijin Mining	9,2	7,0	6,3	2,91	3,4%
First Quantum	–	11,9	16,7	1,65	0,0%

C/Z na zysku z 12 miesięcy; C/Z prog. wg konsensusu dostępnego w danych rynkowych. Dla KGHM C/Z prog. (12,8×) opiera się na nieaktualnym szacunku; na średnim konsensusie EPS 2027 (32,26 zł) wskaźnik wynosi 8,5×.

Dyskonto ma przyczyny, ale ma też cenę

KGHM zawsze był notowany z dyskontem do globalnych producentów miedzi. Powody są znane: kontrola państwa, podatek od kopalin, głębokie i drogie kopalnie podziemne w Polsce, niska wypłata dywidendy. Nowe jest to, że dyskonto **rośnie, gdy rosną ceny**: C/Z 6,6× wobec mediany 16,1× dla 23 największych spółek GPW i EV/EBITDA 4,1× na danych z czterech kwartałów, wobec mediany 7,6× w grupie porównawczej.

Analitycy są podzieleni: 3 rekomendacje kupuj, 3 trzymaj i 5 sprzedaj. W 2026 r. rekomendacje obniżyły JP Morgan i Morgan Stanley [21,22].

Tabela 8. EBITDA implikowana przez obecną wartość przedsiębiorstwa

EV/EBITDA	IMPLIKOWANA TRWAŁA EBITDA	PUNKT ODNIESIENIA
4×	14,9 mld zł	≈ ostatnie 4 kwartały
5×	12,0 mld zł	≈ strategia 2026–30
6×	10,0 mld zł	
7×	8,5 mld zł	
8×	7,5 mld zł	≈ EBITDA 2025

Kapitalizacja 55,1 mld zł + dług netto 4,68 mld zł (30.06.2026) = EV 59,8 mld zł. EBITDA: 2025 r. 8,0 mld zł; ostatnie 4 kwartały 14,5 mld zł; I poł. 2026 w ujęciu rocznym 18,0 mld zł; strategia: 12 mld zł średnio rocznie. Model ilustracyjny, nie prognoza ani cena docelowa.

> **Próg decyzyjny.** Przy medianie grupy porównawczej (7,6×) obecny kurs zakłada trwałą EBITDA ok. 7,9 mld zł, mniej niż w 2025 r., gdy miedź w złotych była o 49% tańsza. Kto uważa, że KGHM utrzyma choćby średnią ze strategii (12 mld zł), przyjmuje, że rynek stosuje mnożnik 5,0×. Kto uważa, że wysokie ceny metali i tak nie dotrą do akcjonariusza (s. 9), ma argument, że to dyskonto jest uczciwe.

Ukryta pozycja bilansowa

Zapasy na 30.06.2026 r. wyniosły 12,2 mld zł, o 2,6 mld zł więcej niż na koniec 2025 r. Ich normalizacja to ok. 13 zł na akcję gotówki, ok. 4,7% kapitalizacji. Raport za III kw. pokaże, czy metal wychodzi z magazynu, czy zostaje w nim po niższych cenach srebra.

06A WYCENA SEGMENTOWA, ALOKACJA KAPITAŁU I ESG

Sierra Gorda jest warta ponad jedną czwartą spółki

Pełna wycena NAV kopalnia po kopalni wymaga danych o zasobach i harmonogramach wydobycia, których nie ma w publicznym zakresie tego raportu. Zamiast niej pokazujemy wycenę sumy części na skorygowanej EBITDA segmentów z I półrocza 2026, z jawnie podanymi mnożnikami.

Tabela 23. Suma części, mld zł (EBITDA segmentów z I poł. 2026 w ujęciu rocznym)

SEGMENT	EBITDA	MNOŻNIK	WARTOŚĆ
KGHM Polska Miedź	13,12	3,0–5,0×	39,3–65,6
Sierra Gorda (55%)	3,32	5,0–8,0×	16,6–26,5
KGHM International	1,56	3,0–5,0×	4,7–7,8
Pozostałe	0,40	4,0–6,0×	1,6–2,4
Suma (EV)	18,40		**62,2–102,3**

Mnożniki: polskie kopalnie z dyskontem za podatek od kopalin i koszt wydobycia podziemnego; Sierra Gorda zbliżona do producentów z Chile; KGHM International z dyskontem za spadającą produkcję. EBITDA segmentów: prezentacja wyników KGHM za I półrocze 2026. Model ilustracyjny, nie cena docelowa.

> **Próg decyzyjny.** Obecne EV (59,8 mld zł) jest poniżej dolnej granicy przedziału. Jeśli Sierra Gorda i KGHM International są warte środek przedziału, rynek płaci za polskie kopalnie ok. 2,3× EBITDA z I półrocza. To mnożnik dla aktywa w likwidacji, a nie dla złoża z perspektywą do 2055 r. Przy tej liczbie spór sprowadza się do tego, czy rekordowa EBITDA z I półrocza jest powtarzalna.

Historia alokacji kapitału: kalibracja zewnętrzna

W 2012 r. KGHM kupił kanadyjską Quadra FNX (właściciela 55% Sierra Gorda) za ok. 9,1 mld zł[54]. Najwyższa Izba Kontroli oceniła później, że wyceny opierały się na nadmiernie optymistycznych założeniach sprzedającego, a straty Sierra Gorda SCM w latach 2015–2018 przekroczyły 19,6 mld zł[55]. Za 2016 r. KGHM odpisał 5,19 mld zł wartości aktywów zagranicznych[56]. Dziś ta sama Sierra Gorda daje ponad 1,6 mld zł EBITDA w półroczu. Zapowiedź „możliwych przejęć w Ameryce Północnej" rynek słusznie czyta przez pryzmat 2012 r., a nie 2026 r.

ESG i ryzyka operacyjne

- **Bezpieczeństwo pracy i sejsmiczność.** Wstrząs w ZG Rudna 29.11.2016 r. zabił 8 górników, a 21 osób zostało rannych[57]. Eksploatacja na coraz większych głębokościach podnosi zagrożenie tąpaniami; każde poważne zdarzenie oznacza wstrzymanie oddziałów i ryzyko regulacyjne.
- **Odpady poflotacyjne.** Żelazny Most to jeden z największych zbiorników odpadów poflotacyjnych w Europie. Inwestorzy stosujący standard GISTM oczekują ujawnień o jego stabilności; w korpusie raportu nie znaleźliśmy publikacji na ten temat, co samo w sobie jest luką informacyjną.
- **Energia i CO_2.** Zużycie energii przez kopalnie i huty sprawia, że ceny uprawnień do emisji oraz gazu przekładają się na koszt C1; KGHM zabezpieczył część gazu (TTF) do marca 2027 r. i chce zwiększyć własne moce o co najmniej 50%.
- **Ład korporacyjny.** 5 niestosowanych zasad Dobrych Praktyk, częste zmiany zarządu, kontrola państwa (31,8%). Dla funduszy z politykami zaangażowania to temat dialogu, nie wykluczenia.

Akcjonariat i przepływy

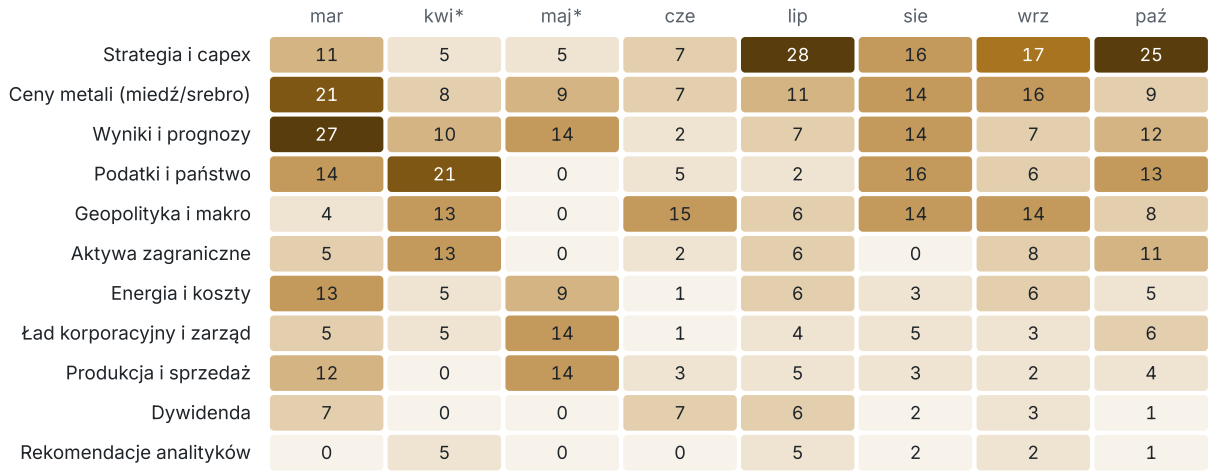
Skarb Państwa ma 31,8% akcji; inwestorzy instytucjonalni ok. 35% kapitału (ok. 51% akcji w wolnym obrocie). Największe pozycje funduszy z ujawnionymi portfelami to ETF na górników miedzi (ok. 2%), fundusze indeksowe rynków rozwiniętych i wschodzących oraz ETF na Polskę. Przepływy pasywne (rebalancing indeksów, odpływy z ETF sektorowych) są więc mechanicznym czynnikiem popytu i podaży, niezależnym od fundamentów.

07 ANALIZA NARRACYJNA

O czym mówi się przy KGHM, a o czym milczy

Analizujemy 699 unikalnych publikacji o KGHM z okresu 24.02–03.11.2026 (486 po polsku), wyselekcjonowanych z korpusu 1,39 mln wiadomości. Każdą przypisujemy do jedenastu tematów deterministycznym słownikiem (polskim i angielskim); publikacja może nieść kilka tematów.

Rysunek 6. Od lipca debatę o KGHM zdominowały strategia i capex (do 28% publikacji); srebro nie ma nawet własnego wiersza, bo pojawia się w mniej niż 2% tekstów.



Odsetek publikacji o KGHM w danym miesiącu niosących temat. Wiersze uporządkowane według udziału w całym okresie. *Kwiecień i maj: luki w korpusie (9–13.04, 22–27.04, 1–10.05), liczebności niskie (39 i 22 publikacje), odczyty orientacyjne. Kolor rośnie z udziałem; liczby w komórkach są nośnikiem informacji.

Ślepa plamka: srebro

W publikacjach o KGHM srebro występuje w 1,9% tekstów, miedź w 17%. Polska prasa pisze o „miedziowym gigancie", a rynek wycenia spółkę, w której srebro decyduje o największych ruchach (s. 6). Najgorszą sesję roku, 30.01, media opisały jako spadek KGHM i WIG20, rzadko łącząc ją z jednodniowym krachem srebra o 31%.

Konsekwencja praktyczna: inwestor, który śledzi KGHM przez polskie media, systematycznie nie docenia czynnika odpowiedzialnego za ogon rozkładu. Osobny monitoring srebra (cena, pozycjonowanie, przepływy do ETF) jest tu tańszym źródłem przewagi niż kolejna analiza miedzi.

Strategia zamiast dywidendy

Od ogłoszenia strategii 2055+ (3.07) temat „strategia i capex" zajmuje 16–28% przekazu miesięcznie, a dywidenda 1–6%. Dominują projekty: Sierra Gorda, polihalit pod Puckiem, Victoria w Kanadzie, status projektów strategicznych UE. Narracja zarządu jest narracją budowy, nie zwrotu kapitału.

Media opisują, nie wyprzedzają

39% publikacji to relacje z sesji („KGHM liderem spadków WIG20"). Średni dzienny ton nagłówków koreluje z ruchem kursu tego samego dnia na poziomie 0,34, z ruchem następnego dnia na poziomie 0,07 (bootstrap, przedział 95%: −0,07…0,21), a z ruchem w kolejnych pięciu sesjach na poziomie −0,10 (n = 129 dni). Liczba publikacji rośnie z wielkością ruchu (korelacja 0,34). Ton nie jest sygnałem czasowym.

Tabela 9. Najczęstsze źródła publikacji o KGHM

ŹRÓDŁO	PUBLIKACJE
agregatory wiadomości (różne portale)	342
PAP Biznes	86
Bankier.pl	83
Puls Biznesu	69
Money.pl	8

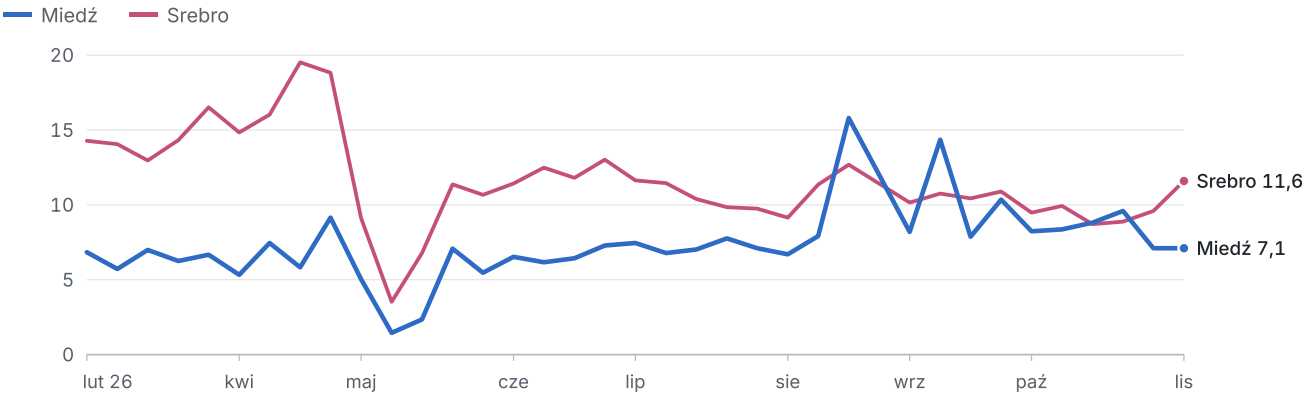
Gdzie jest wartość analizy narracyjnej. Nie w tonie, lecz w strukturze: które tematy rosną (capex, państwo), które milkną (dywidenda) i którego czynnika brakuje (srebro). To mapa tego, co rynek będzie musiał zacząć wyceniać.

07 ANALIZA NARRACYJNA (CD.)

Dwa metale, dwie różne historie

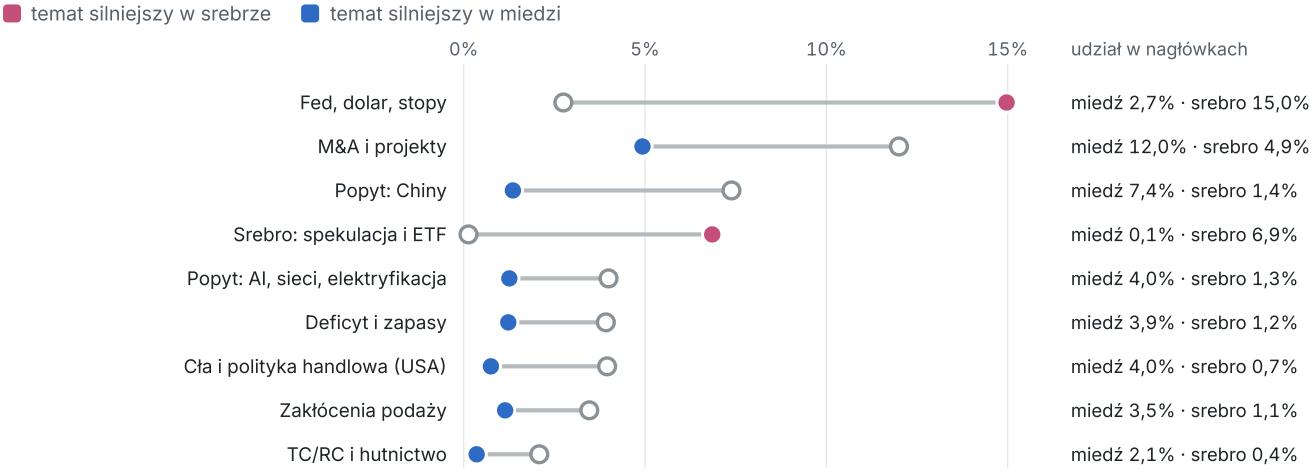
Globalny przekaz o metalach KGHM badamy na 27 796 unikalnych nagłówkach (10 415 o miedzi, 16 047 o srebrze). Uwagę mierzymy liczbą nagłówków na tysiąc wiadomości w całym korpusie danego dnia; dni z lukami w korpusie pomijamy, nie zastępujemy ich zerami.

Rysunek 7. Uwaga mediów przeniosła się ze srebra na miedź: we wrześniu na tysiąc wiadomości przypadało 10,1 nagłówka o miedzi, w marcu 6,2.



Nagłówki o metalu na 1000 wiadomości w korpusie, tygodnie kończące się w piątek. Pominięto tygodnie z lukami w korpusie (dni z mniej niż 1500 wiadomości).

Rysunek 8. Narracja o srebrze to przede wszystkim Fed, dolar i stopy oraz spekulacja; narracja o miedzi to Chiny, projekty i podaż.



Odsetek nagłówków o danym metalu niosących temat, 23.02–03.11.2026. Kółko puste: miedź; pełne: srebro (różowe, gdy temat jest silniejszy w srebrze; niebieskie, gdy w miedzi).

Srebro handluje jak aktywo monetarne

W 15% nagłówków o srebrze pojawia się Fed, dolar albo stopy procentowe, a tematy przemysłowe (fotowoltaika, AI, Chiny) mają po ok. 1%. To ważne dla KGHM: srebro jest dla spółki produktem ubocznym kopalń miedzi, ale jego cena zależy od polityki monetarnej USA. Fed podniósł stopy we wrześniu (górna granica 4,00%), a dolar się umocnił. Ten sam szok uderza w KGHM dwa razy: przez srebro i przez betę wobec USD/PLN (s. 6).

Miedź: z popytu na podaż

W październiku temat zakłóceń podaży pojawiał się w 6,8% nagłówków o miedzi, dwa razy częściej niż w poprzednich miesiącach. Wątek celny w USA miał szczyt we wrześniu (8%). Popyt z AI i sieci energetycznych stale zajmuje ok. 4% przekazu: to tło, nie motor narracji. Dla KGHM oznacza to, że cena miedzi wisi dziś na zdarzeniach podażowych, które mogą zniknąć szybciej, niż powstały (s. 15).

08 PODAŻ I EFEKTY DRUGIEGO RZĘDU

Cena miedzi stoi na zdarzeniach, które mogą zniknąć

Wrzesień i październik przyniosły najgęstszą serię zakłóceń podaży miedzi w 2026 r. To podtrzymało cenę, ale zbudowało ją na zdarzeniach o krótkim okresie półtrwania. Poniżej to, co z tego wynika dla KGHM, a czego nie widać na pierwszy rzut oka.

Tabela 10. Kronika zakłóceń podaży i odwrotu, 23.09–3.11.2026

DATA	ZDARZENIE	ZNACZENIE
23.09	Śmiertelny wypadek, wstrzymanie Escondidy (BHP)	największa kopalnia świata; wznowienie po kilku dniach [38]
7.10	Strajk w Centinela (Antofagasta)	ponad 700 pracowników; zakończony porozumieniem 17.10 [37]
8.10	Zakłócenia zagrażają 5% produkcji Chile	starzejące się złoża, pogoda, spory płacowe [36]
12.10	Lawina w El Teniente (Codelco)	dwie ofiary; wstrzymanie części operacji [44]
14.10	Escondida unika strajku	porozumienie z nadzorem; spadek premii za ryzyko
20.10	Miedź spada trzeci dzień z rzędu	szok inflacyjny w USA, słabnie ryzyko strajków [45]
24.10	Strajk w Highland Valley (Teck, Kanada)	największa kopalnia miedzi w Kanadzie [39]
3.11	Miedź na LME poniżej 14 tys. $/t	KGHM najsłabszy w WIG20 [46]

Interpretacja. Szczyt miedzi na COMEX (6,80 $/funt) przypadł na 9.09, przed kulminacją zakłóceń w Chile. Gdy ryzyko strajków słabło (14–17.10), cena spadała, mimo że problemy strukturalne chilijskich kopalń nie zniknęły. Rynek wycenia zdarzenia, nie trendy, więc kolejne porozumienia płacowe mogą obniżać cenę miedzi nawet przy utrzymującym się deficycie.

Cła USA → premia COMEX → wyższa cena na LME. Arbitraż celny wyciągał metal z magazynów LME do USA, podnosząc cenę, po której rozlicza się KGHM. To już się odwraca: zapasy LME wzrosły z 205 tys. t (14.08) do 294 tys. t (2.11), a premia COMEX nad LME spadła z ok. 7% (średnio w 2025 r.) do 0,3%. Bonus znika bez żadnej zmiany popytu.

Fala zakłóceń w Chile: KGHM jest po obu stronach. Wysoka cena to zysk dla kopalń w Polsce, ale te same przyczyny (spadające zawartości, presja płacowa przy wysokich cenach, pogoda) dotyczą Sierra Gorda, w której KGHM ma 55%. Memorandum z BHP Spence wprost wymienia spadające zawartości i niższą produkcję obu kopalń [8].

Strajki przy rekordowych cenach → presja płacowa w Polsce. Gdy cena rośnie, związki zawodowe na całym świecie domagają się udziału w zysku (Centinela, Escondida, Highland Valley). KGHM ma 34 tys. pracowników i silne związki; każdy rok wysokich cen podnosi koszt pracy na kolejne lata, także wtedy, gdy ceny spadną.

Chiny wznawiają eksport kwasu siarkowego do Chile. Po trzymiesięcznej przerwie (Mining Weekly, 20.10) podaż kwasu rośnie, a jego cena, wysoka w 2026 r., może spaść. KGHM sprzedaje kwas siarkowy jako produkt uboczny hutnictwa, więc to mały, ale realny wiatr w twarz dla przychodów ubocznych.

Szok naftowy → koszty energii i stopy w Polsce. Ropa Brent zdrożała od początku roku o 67%. KGHM zabezpieczył ponad 50% gazu na kolejne kwartały [31], ale rentowność polskich 10-latek wzrosła z 5,10% w styczniu do 6,23% we wrześniu, co podnosi koszt kapitału dla całego polskiego rynku.

ETF górników miedzi: mechaniczny sprzedawca. KGHM stanowi ok. 5,8% portfela jednego z największych ETF na górników miedzi [35], a fundusz ten ma ok. 2% akcji spółki. W październiku ETF stracił 17%; odpływy z funduszy pasywnych trafiają do KGHM niezależnie od jego fundamentów.

09 POZYCJONOWANIE

Spekulanci wyszli ze srebra, kapitał długoterminowy wchodzi

Dane o pozycjach na rynkach terminowych, krótkiej sprzedaży i przepływach do funduszy pokazują, kto stoi za ruchem ceny. Tu leży jedna z mniej oczywistych okazji w tym raporcie.

Rysunek 9. Fundusze zarządzane zmniejszyły pozycję netto w miedzi z rekordu 82,6 tys. kontraktów (R, 22.09) do 40,4 tys.



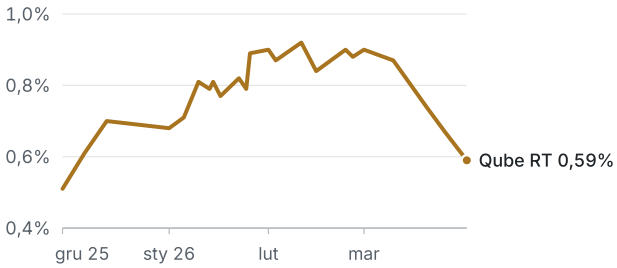
Pozycja netto funduszy zarządzanych w kontraktach na miedź (COMEX), tys. kontraktów, raporty tygodniowe od 2025 r. Ostatni odczyt: 27.10.2026; 56. percentyl 3 lat.

Rysunek 10. W srebrze pozycja spekulacyjna stopniała do 2,9 tys. kontraktów, 4. percentyla 3 lat.



Pozycja netto funduszy zarządzanych w kontraktach na srebro (COMEX), tys. kontraktów. Maksimum 3 lat: 50,0 tys. (17.06.2025).

Rysunek 11. Jedyna istotna krótka pozycja na KGHM w 2026 r. (Qube Research & Technologies) osiągnęła 0,92% akcji 13.02 i spadła poniżej progu raportowania 29.04.



Netto krótka pozycja w % kapitału zakładowego wg rejestru KNF; publikowane są pozycje od 0,5%. Od 29.04.2026 brak aktywnych pozycji powyżej progu.

Tabela 11. Przepływy do funduszy ETF, mln USD

FUNDUSZ	VII*	VIII	IX	X	RAZEM
ETF na srebro	156	492	10	521	1 179
ETF na złoto	447	5 039	1 895	−1 762	5 619
ETF na Polskę	31	90	−16	213	318
ETF górników (szeroki)	−62	203	29	−41	130
ETF metali i górnictwa (USA)	−59	389	−200	−185	−56

*Od 20.07.2026. Przepływy implikowane ze zmian liczby jednostek i wartości aktywów netto.

Interpretacja. Gdy cena srebra spadała od lipca, z kontraktów wychodzili spekulanci, a do ETF na srebro wpływał kapitał długoterminowy (1,18 mld $). Taki układ (wyczyszczone pozycje spekulacyjne, napływ do instrumentów fizycznych) zwykle zmniejsza ryzyko dalszej wymuszonej sprzedaży. Nie przesądza o odbiciu, ale zmienia asymetrię: kolejny duży spadek srebra wymagałby nowych krótkich pozycji, a nie zamykania długich. Brak krótkiej sprzedaży KGHM powyżej progu KNF oznacza z kolei, że październikowy spadek kursu był sprzedażą posiadaczy, nie atakiem; nie ma też paliwa do gwałtownego pokrywania.

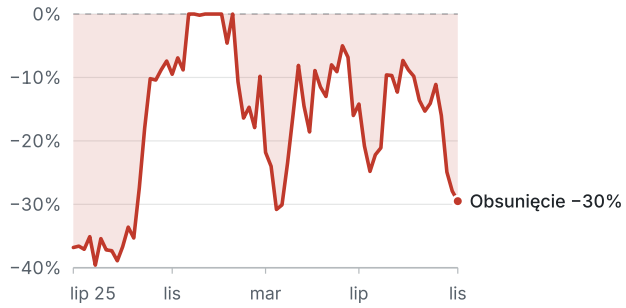
W 2026 r. na GPW zarejestrowano 3 transakcje pakietowe akcjami KGHM (13 i 20.08), łącznie ok. 14,1 mln zł, w tym jedną (20.08) po cenie 201,50 zł, ok. 44% poniżej kursu z tego dnia, której charakteru dane nie wyjaśniają; 30.10 obrót sięgnął 456 mln zł, ponad dwukrotnie powyżej mediany października (206 mln zł).

10 RYZYKO RYNKOWE

Zmienność srebrnej spółki w miedzianym opakowaniu

Zmienność KGHM w 2026 r. (58% rocznie) jest o ok. 23 pkt proc. wyższa od mediany z dziesięciu lat i bliższa zmienności srebra niż miedzi. Dla budżetu ryzyka KGHM w 2026 r. to inny instrument niż w latach 2021–2024.

Rysunek 12. Obsunięcie od szczytu sięga 30%; drugi raz w roku spółka traci ponad 25% od lokalnego maksimum (wcześniej 29.01–20.03: −31%).



Spadek kursu od maksimum kroczącego, odczyty tygodniowe od lipca 2025 r.

Tabela 12. Miary ryzyka

MIARA	WARTOŚĆ
Zmienność roczna 2026 (dzienna, annualizowana)	58,4%
Zmienność 20-sesyjna (3.11)	47,2%
Mediana zmienności 20-sesyjnej, 10 lat	35,9%
Zmienność srebra / miedzi w 2026 r.	70% / 27%
VaR 95% (1 dzień, historyczny, 12 mies.)	−5,8%
Oczekiwana strata poza VaR 95% (ES)	−7,3%
VaR 99% (1 dzień)	−8,2%
Sesje z ruchem powyżej ±5% w 12 mies.	38
Obsunięcie od szczytu 17.06.2026	−29,8%
Beta wobec miedzi / srebra / USD/PLN (2026)	1,04 / 0,25 / −1,32

Tabela 13. Wrażliwość rocznych przychodów, mld zł (brutto)

ZMIANA	PRZYCHÓD	PODSTAWA
Miedź ±10 centów/funt (ok. ±1,6%)	±0,63	730 tys. t miedzi płatnej rocznie (strategia)
Srebro ±1 $/uncję (ok. ±2%)	±0,16	1 290 t = 41,5 mln uncji rocznie
Srebro ±5 $/uncję	±0,82	równowartość ok. 13 centów na miedzi
USD/PLN ±0,10 zł	±1,24	przychody z metali ok. 12,4 mld $ rocznie
Srebro: szczyt z 26.01 → dziś	−10,7	115,08 → 49,76 $/uncję, w skali roku
Srebro: średnia z I kw. 2026 → dziś	−5,5	83,2 → 49,8 $/uncję

Wrażliwości netto po podatku od kopalin: s. 10 (srebro ±1 $ to dziś ok. 14 mln zł netto zamiast 164 mln zł brutto). Wolumeny ze strategii 2026–2030; ceny i kurs z 3.11.2026. Wrażliwość brutto: przed podatkiem od kopalin (progresywnym, więc tłumiącym część zmian), przed zabezpieczeniami i przed rozliczeniem Sierra Gorda metodą praw własności. Pokazuje proporcje, nie wynik netto.

Jak czytać te liczby

Dla zarządzającego ryzykiem najważniejsza jest proporcja w ostatnich wierszach. Spadek srebra od szczytu odpowiada w skali roku ok. 10,7 mld zł przychodu, porównywalnie ze średnioroczną EBITDA ze strategii. Część tego wróci przez niższy podatek od kopalin, ale skala tłumaczy, dlaczego kurs w styczniu i lutym reagował na srebro silniej niż na miedź.

Drugi wniosek dotyczy waluty. Wrażliwość na USD/PLN (ok. 1,24 mld zł na 10 groszy) jest większa niż na 10 centów miedzi, a od początku roku dolar zyskał 0,35 zł. Ten wiatr w plecy trafi do wyników z opóźnieniem i z hedgingiem, ale kurs już dziś reaguje na niego odwrotnie (s. 6). **Jeśli dolar zacznie słabnąć, KGHM może zyskać na kursie i jednocześnie stracić w rachunku wyników.**

Ryzyko płynności zdarzeniowej. W ostatnich 12 miesiącach było 38 sesji z ruchem powyżej ±5%. Przy typowym obrocie ok. 200 mln zł dziennie pozycja o wartości kilku procent obrotu może wymagać kilku sesji na wyjście w dniu szoku, co warto uwzględnić przy limitach.

10A WARSTWA ILOŚCIOWA

Co przetrwało testy, a co nie

Tezy raportu weryfikujemy poza próbą, z podaniem liczebności i istotności statystycznej. Wyniki negatywne raportujemy na równi z pozytywnymi.

Rysunek 15. Od 1.07.2026 KGHM stracił 31% ponad model czynnikowy: to strata specyficzna dla spółki, nie dla metali.



Skumulowane residuum dziennych stóp zwrotu KGHM względem modelu (miedź, srebro, USD/PLN, Polska) oszacowanego na VII 2025–VI 2026 i stosowanego poza próbą od 1.07.2026 (n = 90 sesji); 1.07.2026 = 100.

Tabela 21. Zabezpieczenie czynnikowe (bety z próby VII 2025–VI 2026)

MIARA	W PRÓBIE	POZA PRÓBĄ
Zmienność KGHM, roczna	51,6%	46,5%
Zmienność po zabezpieczeniu	32,6%	32,0%
Redukcja wariancji	–	53%
Stopa zwrotu: surowa / residuum	–	−16,9% / −31,0%

Bety: miedź 0,32, srebro 0,38, USD/PLN −1,13, Polska (PLN) 0,56.

Płynność

Średni obrót z 20 sesji: 235 mln zł (759 tys. akcji). Przy udziale 20% w obrocie zbudowanie lub zamknięcie pozycji 1% kapitału zajmuje ok. 13 sesji, a pozycji 100 mln $ ok. 8 sesji.

Tabela 22. Testy sygnałów od 2015 r. (obserwacje nienakładające się)

SYGNAŁ → CEL, HORYZONT	N	ŚR. STOPA	TRAFNOŚĆ	BEZ SYGNAŁU	P
Srebro: fundusze <10. pctl → KGHM, 13 tyg.	12	−1,3%	42%	+4,8%	0,80
Srebro: fundusze <10. pctl → srebro, 13 tyg.	12	+7,3%	75%	+3,9%	0,21
Srebro: fundusze <10. pctl → KGHM, 26 tyg.	8	−6,1%	25%	+9,9%	0,91
Miedź: pozycja funduszy −40% w 5 tyg. → KGHM, 13 tyg.	29	+2,5%	48%	+4,8%	0,68

p: odsetek z 4 000 losowań bootstrapowych z rozkładu bezwarunkowego, w których średnia była co najmniej tak wysoka. Przy n < 30 to sygnały, nie wyniki.

Wynik negatywny. Skrajnie niskie pozycjonowanie funduszy w srebrze historycznie poprzedzało zwyżkę srebra (średnio +7,3% w 13 tyg., trafność 75%, nieistotne przy n = 12), ale **nie przekładało się na KGHM** (−1,3%). Pozycjonowanie w srebrze nie jest więc sygnałem na KGHM. Zostaje kontekstem dla samego srebra, a przy dzisiejszym podatku (s. 10) również jego wpływ na wynik jest ograniczony.

Rysunek 16. Zapasy miedzi na LME wzrosły z 205 tys. t (14.08) do 294 tys. t; premia COMEX nad LME spadła z 7,1% (średnio w 2025 r.) do 0,3%.



Zapasy w magazynach LME, tys. t, odczyty tygodniowe. Powrót metalu na LME i zanik premii COMEX to ślad wygasania arbitrażu celnego, który wcześniej podbijał cenę LME (s. 15).

11 PAŃSTWO I ŁAD KORPORACYJNY

Właściciel, który jest też poborcą podatku

W spółce kontrolowanej przez państwo ryzyko polityczne nie jest zdarzeniem, lecz stałym parametrem. W 2026 r. jego natężenie wzrosło, bo wysokie ceny metali uczyniły z KGHM jedno z najważniejszych źródeł dochodów budżetu.

Tabela 14. Kronika zdarzeń korporacyjnych i właścicielskich, 2026

DATA	ZDARZENIE	ZNACZENIE DLA AKCJONARIUSZA MNIEJSZOŚCIOWEGO
24.02	Nowy prezes zarządu	kolejna zmiana kierownictwa spółki kontrolowanej przez państwo
26.02	Prezes: porządkowanie grupy, monitoring opcji rozwoju za granicą	zapowiedź M&A [41]
26.02	Były wiceprezes pod lupą KNF w związku z transakcjami akcjami innej spółki w czasie pełnienia funkcji	ryzyko reputacyjne (Bankier.pl)
9.06	ZWZ powołuje członków rady nadzorczej	dywidenda 1,50 zł; 1,65 mld zł do kapitału rezerwowego
3.07	Strategia 2055+; premier zapowiada przegląd rad nadzorczych spółek Skarbu Państwa	nadzór właścicielski zaostrzany [5,25]
14.07	KGHM nie stosuje 5 zasad Dobrych Praktyk 2021	zasady 2.4, 4.1, 4.8, 4.9.1, 6.4 [20]
19.08	Sąd Najwyższy uchyla wyrok uniewinniający w sprawie wyłudzenia na szkodę KGHM	sprawa sprzed lat; sygnał o kontroli wewnętrznej [23]
16.09	Wiceprezes ds. korporacyjnych, wcześniej w Ministerstwie Aktywów Państwowych	skrócenie dystansu między spółką a właścicielem [24]
28.10	NWZ: zmiany w statucie, zarejestrowane 3.11	treść zmian w załączniku do raportu bieżącego [18,19]

Trzy kanały wpływu państwa

1. **Fiskalny.** Podatek od kopalin (8 mld zł w 2026 r.) i precedens podatku od nadzwyczajnych zysków. Budżet 2027 jest pisany przy założeniu wysokich wpływów; spadek srebra je obniża.
2. **Alokacyjny.** Strategia przeznacza ponad 32 mld zł na inwestycje w 2026–2030, w tym projekty o charakterze polityki przemysłowej: kopalnię polihalitu pod Puckiem [13], wzrost własnych mocy wytwórczych o co najmniej 50%, inwestycję spółki zależnej Nitroerg w materiały wysokoenergetyczne (ok. 300 mln zł). Projekty te mogą być racjonalne strategicznie, ale ich stopa zwrotu nie jest jedynym kryterium.
3. **Kadrowy.** Rotacja w zarządzie i radzie, przejścia z ministerstwa do spółki. Każda zmiana władzy wydłuża horyzont wdrożenia strategii o miesiące.

Druga strona medalu

Państwo jako właściciel to też przewaga, którą trzeba nazwać uczciwie. KGHM uzyskał status projektów strategicznych UE dla złoża Retków–Grodziszcze i przebudowy huty Legnica na zakład recyklingu (łącznie ok. 9,5 mld zł) [11,42], a projekt Victoria trafił na listę strategicznych inwestycji Ontario [12]. Szybsze pozwolenia i preferencyjne finansowanie obniżają ryzyko wykonania capexu, którego prywatny producent nie mógłby tak łatwo zmniejszyć.

> **Kryterium zmiany oceny.** Czy kolejna złotówka z wysokich cen metali trafi do podatku, do capexu, czy do dywidendy? Na dziś odpowiedź brzmi: głównie do dwóch pierwszych. Zmianę zasygnalizuje propozycja dywidendy za 2026 r. (wiosna 2027) i pierwszy rok, w którym wolne przepływy pieniężne będą trwale dodatnie.

12 OKAZJE

Siedem okazji, których nie widać w nagłówkach

Okazja oznacza tu asymetrię między tym, co wycenia rynek, a tym, co pokazują dane. Nie jest sygnałem do zajęcia pozycji. Każda ma wskaźnik, który ją potwierdzi albo obali.

1 Srebro: wynik prawie obojętny poniżej progu

FAKT

Poniżej ok. 52,6 $/oz podatek od kopalin pochłania ok. 92% zmiany ceny srebra; powyżej progu cała zwyżka zostaje w spółce. Kurs nadal reaguje na srebro (beta 0,38).

MECHANIZM

Ekspozycja wyniku na srebro działa jak opcja kupna z ceną wykonania przy limicie stawki: dalszy spadek przejmuje budżet, odbicie powyżej progu trafia do spółki. Jeśli kurs to zrozumie, beta wobec srebra powinna maleć.

PO CZYM POZNAMY

beta kursu wobec srebra w kroczącym oknie spada; srebro powyżej 53 $

2 Miedź w złotych na rekordzie

FAKT

55,7 tys. zł/t, +49% wobec średniej 2025; dolar +10% wobec złotego od początku roku.

MECHANIZM

Efekt kursowy trafia do wyników z opóźnieniem i nie jest jeszcze widoczny w raportach kwartalnych.

PO CZYM POZNAMY

średnia cena miedzi w PLN w IV kw. powyżej 50 tys. zł/t

3 Wycena zakłada normalizację

FAKT

Kurs implikuje trwałą EBITDA ok. 7,9 mld zł przy mnożniku porównawczym, mniej niż w 2025 r.

MECHANIZM

Jeśli ceny metali utrzymają się choćby w połowie drogi między średnią 2025 a dzisiejszą, różnica do strategii (12 mld zł) jest istotna.

PO CZYM POZNAMY

EBITDA za III kw. powyżej 3 mld zł mimo słabszego srebra

4 Uwolnienie kapitału obrotowego

FAKT

Zapasy 12,2 mld zł, o 2,6 mld zł wyższe niż na koniec 2025 r.

MECHANIZM

Normalizacja to ok. 13 zł gotówki na akcję. Zarząd wskazał, że wzrost wynikał z remontu huty Głogów i że do końca 2026 r. zapasy wrócą do poziomu z początku roku [50].

PO CZYM POZNAMY

spadek zapasów w raporcie za III kw.; OCF/EBITDA powyżej 60%

5 Sierra Gorda i dystrykt BHP

FAKT

Czwarta linia przerobu (+20% produkcji, niższy koszt C1), memorandum z BHP Spence, list intencyjny KGHM–BHP o globalnej współpracy [7,10].

MECHANIZM

Konsolidacja infrastruktury dwóch sąsiednich kopalń obniża nakłady; współpraca z BHP daje opcję na transakcje, których rynek nie wycenia.

PO CZYM POZNAMY

konkretny projekt wspólnej infrastruktury lub transakcja z BHP

6 Status strategiczny UE

FAKT

Retków–Grodziszcze (ok. 1,5 mln t miedzi i ponad 5 tys. t srebra do 2055 r.) i recykling w Legnicy (135 tys. t miedzi rocznie).

MECHANIZM

Szybsze pozwolenia i dostęp do preferencyjnego finansowania obniżają koszt kapitału projektów; recykling uniezależnia część produkcji od zawartości metalu w rudzie.

PO CZYM POZNAMY

decyzje środowiskowe i umowy finansowania w 2027 r.

7 Ulga i niższy mnożnik podatku

FAKT

Od 2027 r. mnożnik w formule podatku spada z 0,74 do 0,68; ulga inwestycyjna pozwoli od 2029 r. odliczyć 40% kwalifikowanych nakładów z lat 2026–2028 [49].

MECHANIZM

Przy capexie 4,1 mld zł rocznie i kwalifikowalności 30–70% to 1,5–3,4 mld zł odliczeń (7–17 zł na akcję, bez dyskonta). Konsensus EPS na 2027 r. (−25%) nie wygląda, by to uwzględniał.

PO CZYM POZNAMY

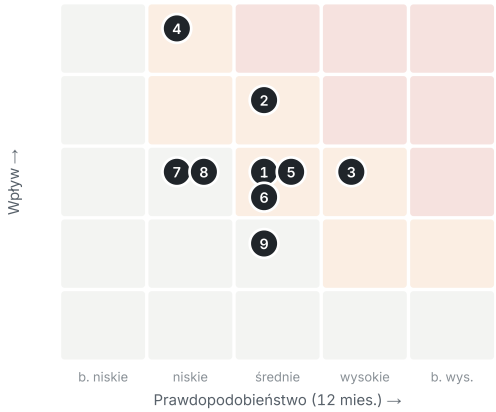
ujawnienie kwalifikowanych nakładów w raporcie rocznym; prognozy podatku od 2027 r.

13 ZAGROŻENIA

Mapa zagrożeń inwestycyjnych

Prawdopodobieństwo i wpływ oceniamy w horyzoncie 12 miesięcy w skali 1–5. Oceny są osądem analitycznym opartym na danych z raportu, nie wynikiem modelu.

Rysunek 13. Najwyżej: srebro, capex i odwrót miedzi.



Numery odpowiadają wierszom tabeli 15. Tło: strefy ryzyka (jasne = niskie, różowe = wysokie).

Korelacja zagrożeń. Zagrożenia 1, 2 i 9 mają wspólną przyczynę: politykę Fed i dolara. Jedna jastrzębia niespodzianka może uderzyć naraz w srebro, w miedź i w betę wobec USD/PLN. W tym scenariuszu nie ma dywersyfikacji między czynnikami.

Tabela 15. Zagrożenia, mechanizm i wskaźnik wczesnego ostrzegania

	ZAGROŻENIE	MECHANIZM	WSKAŹNIK
1	**Dalszy spadek srebra**	dla wyniku ograniczone (poniżej 53 $ podatek przejmuje ok. 92% spadku), dla kursu nie: beta wobec srebra 0,38; srebro handluje jak aktywo monetarne	srebro poniżej 45 $ przy rosnącej becie kursu
2	**Odwrót miedzi z rekordu**	pozycja funduszy w miedzi spadła o połowę w 5 tygodni; arbitraż celny może się odwrócić; LME poniżej 14 tys. $/t (3.11)	miedź w PLN poniżej 50 tys. zł/t; zapasy LME rosną
3	**Rosnący capex i ujemne FCF**	32 mld zł „może wzrosnąć" (M&A w Ameryce Płn., Sierra Gorda); FCF ujemny w 2025 r. i w I poł. 2026 mimo rekordu cen	nowe projekty lub przejęcia bez poprawy FCF
4	**Nowy ciężar fiskalny**	precedens podatku od nadzwyczajnych zysków rozszerzany z paliw na gaz; budżet zależny od podatku od kopalin	projekt obejmujący metale lub zmiana stawek podatku od kopalin
5	**Koszty energii i pracy**	Brent 103 $; presja płacowa przy wysokich cenach; koszt sprzedaży w II kw. +38% k/k	koszt C1 w raporcie za III kw.; porozumienia płacowe
6	**Rozczarowanie 18.11**	konsensus ścięty, ale tylko 2 analityków; wolumeny sprzedaży w VIII–IX niższe r/r	EPS III kw. poniżej 6,6 zł (dolna granica konsensusu)
7	**Sierra Gorda operacyjnie**	spadające zawartości, presja płacowa i pogoda, jak w całym Chile	produkcja Sierra Gorda w danych miesięcznych
8	**Ład korporacyjny**	rotacja kadr, zmiana statutu, niestosowane zasady DP; decyzje alokacyjne z kryteriami pozaekonomicznymi	zmiany w zarządzie; treść zmian statutu
9	**Umocnienie złotego**	10 groszy na USD/PLN to ok. 1,24 mld zł przychodu rocznie	USD/PLN poniżej 3,70

14 SCENARIUSZE I MONITORING

Trzy ścieżki na 12 miesięcy i tablica wskaźników

Scenariusze są opisowe i nie mają przypisanych prawdopodobieństw liczbowych ani cen docelowych. Każdy ma warunki, konsekwencję i falsyfikator.

A Srebro odbija, gotówka wraca

charakter: warunkowy

WARUNKI

- srebro wraca powyżej 60 $, pozycja funduszy powyżej 25. percentyla
- miedź na LME stabilna powyżej 13,5 tys. $/t
- III kw.: spadek zapasów, OCF/EBITDA powyżej 60%

KONSEKWENCJA

Kurs wraca do korelacji z koszykiem metali; dyskonto do grupy porównawczej się zawęża, bo rynek widzi gotówkę.

CO BY GO OBALIŁO

nowe obciążenie fiskalne zjada efekt cenowy

B Wysoka miedź, płaskie srebro, wartość u państwa

charakter: bazowy

WARUNKI

- miedź w PLN 50–56 tys. zł/t, srebro 45–60 $
- capex zgodnie ze strategią lub wyżej
- dywidenda za 2026 r. poniżej 30% zysku

KONSEKWENCJA

EBITDA wysoka, wolne przepływy blisko zera. Kurs podąża za miedzią z utrwalonym dyskontem; okazje 1–4 pozostają niezrealizowane.

CO BY GO OBALIŁO

dywidenda powyżej 30% albo trwale dodatni FCF

C Podwójny szok i fiskus

charakter: ryzyko ogona

WARUNKI

- jastrzębi Fed i silny dolar: srebro poniżej 45 $, miedź schodzi z rekordu
- odwrócenie arbitrażu celnego, odbudowa zapasów LME
- nowy podatek lub zmiana stawek podatku od kopalin

KONSEKWENCJA

EBITDA spada w kierunku 2025 r. lub niżej; kurs testuje dołek z 12 miesięcy (ok. 186 zł, 4.11.2025).

CO BY GO OBALIŁO

Fed tnie stopy, a dolar słabnie

Tablica monitoringu

WSKAŹNIK	STAN NA 3.11.2026	PRÓG ZMIANY OCENY	CZĘSTOTLIWOŚĆ
Srebro i pozycja funduszy (COT)	49,8 $; 4. percentyl	powyżej 60 $ / 25. percentyl: scenariusz A zyskuje	co tydzień
Miedź w PLN	55,7 tys. zł/t	poniżej 50 tys. zł/t: ryzyko 2 aktywne	codziennie
USD/PLN	3,941	poniżej 3,70: ryzyko 9 aktywne	codziennie
Zapasy i OCF/EBITDA	12,2 mld zł; 28%	zapasy poniżej 10,5 mld zł i OCF/EBITDA powyżej 60%	18.11, potem kwartalnie
Podatek od kopalin (wpływy budżetu)	4,73 mld zł po VII	zmiana konstrukcji lub stawek: ryzyko 4	co miesiąc (MF)
Projekty fiskalne (windfall)	projekt dla paliw, zapowiedź dla gazu	rozszerzenie na metale lub spółki Skarbu Państwa	na bieżąco
Krótka sprzedaż (KNF)	brak pozycji ≥ 0,5% od 29.04	nowa pozycja ≥ 0,5%	codziennie
Udział srebra w przekazie o KGHM	1,9%	wzrost powyżej 5%: rynek zaczyna zauważać czynnik	co tydzień

15 METODOLOGIA I OGRANICZENIA

Jak powstał ten raport i czego nie pokazuje

Dane

- **Notowania:** dzienne notowania KGHM, spółek porównawczych, kontraktów na miedź, srebro, złoto i ropę oraz kursy walut od 2015 r. Ceny metali to kontrakty COMEX; KGHM rozlicza sprzedaż na LME, a w 2026 r. COMEX zawierał premię celną USA.
- **Dane spółki:** miesięczne raporty produkcyjno-sprzedażowe KGHM (I–IX 2026), prezentacja wyników za I półrocze 2026 (segmenty, C1, podatek, zabezpieczenia, zapasy); ceny rozliczeniowe i zapasy miedzi na LME.
- **Fundamenty:** kwartalne sprawozdania skonsolidowane w ujęciu zestandaryzowanym (EBITDA może odbiegać od skorygowanej EBITDA spółki); konsensus z danych rynkowych (III kw.: 2 analityków).
- **Narracja:** 699 unikalnych publikacji o KGHM, 27 796 nagłówków o miedzi i srebrze oraz ok. 6,2 tys. pełnych tekstów, wyselekcjonowanych z korpusu 1,39 mln wiadomości (23.02–03.11.2026). Tematy przypisuje deterministyczny słownik wyrażeń regularnych (PL i EN), więc wynik jest powtarzalny.
- **Dane regulacyjne i rynkowe:** raporty ESPI, rejestr netto krótkich pozycji KNF, transakcje pakietowe i wskaźniki GPW, raporty COT (CFTC), przepływy do ETF, stopy NBP, dane EBC, Eurostatu i Rezerwy Federalnej.
- **Warstwa alternatywna Hawk Thorne:** rejestr zdarzeń rynku polskiego (ESPI, KNF, PAP), rejestr zdarzeń geopolitycznych i morskich, rejestr polityk regulacyjnych.

Metody

- Regresje dziennych logarytmicznych stóp zwrotu (MNK, statystyki t klasyczne); R^2 kroczący na oknie 63 sesji.
- VaR i ES historyczne na 12 miesiącach dziennych stóp zwrotu.
- Test tonu: korelacja średniego dziennego sentymentu nagłówków z ruchem kursu w dniu 0, +1 i +5; przedział ufności bootstrapem (2 000 losowań).
- Uwaga mediów: liczba nagłówków na 1 000 wiadomości w korpusie danego dnia; dni z mniej niż 1 500 wiadomościami traktujemy jako lukę, nie jako zero.

Ograniczenia

1. **Zabezpieczenia znane częściowo.** Z prezentacji za I półrocze znamy wolumeny i horyzonty (m.in. 138 tys. t miedzi do 2028 r., 9,99 mln uncji srebra do 2029 r., puty na 4,2 mln uncji na V–IX 2026, 1,11 mld USD), ale nie ceny wykonania; wycena wynosiła −773 mln zł na 30.06.
2. **Model podatku.** Wzór ustawowy stosujemy do metalu w koncentracie z raportów miesięcznych; srebro wyceniamy kontraktem COMEX zamiast fixingu LBMA, co tłumaczy część 4-procentowej różnicy wobec podatku raportowanego za I półrocze. Wrażliwości netto dotyczą KGHM Polska Miedź (Sierra Gorda i KGHM International nie płacą tego podatku).
3. **Luki w korpusie wiadomości.** 9–13.04, 22–27.04 i 1–10.05 (częściowo) oraz 20–27.08; odczyty kwietnia i maja są orientacyjne. Korpus zaczyna się 23.02.2026.
4. **Tematy z nagłówków.** Słownik działa głównie na tytułach i leadach; artykuł o srebrze, który nie wymienia go w tytule, nie zostanie policzony. Udział srebra (1,9%) jest więc dolną granicą, choć różnica rzędu wielkości wobec miedzi jest odporna.
5. **Sierra Gorda.** Kopalnia rozliczana jest metodą praw własności; wolumeny strategii (730 tys. t) obejmują udział KGHM, a przychody skonsolidowane już nie w pełni.
6. **Krótka próba w niektórych testach.** Test tonu opiera się na 129 dniach; przepływy ETF obejmują ok. 3,5 miesiąca; testy sygnałów mają n = 8–29.
7. **Czego świadomie nie robimy.** Nie podajemy ceny docelowej, rekomendacji ani prawdopodobieństw scenariuszy.

Metody (cd.)

- Wycena odwrócona (EBITDA implikowana przez EV przy mnożnikach 4–8×) i suma części na EBITDA segmentów, zamiast ceny docelowej.
- Podatek od kopalin: wzór z art. 7 i 22b ustawy, ceny z poprzedniego miesiąca, kalibracja do I półrocza. Prognoza III kw.: most wolumenowo-cenowy z raportów miesięcznych.
- Testy sygnałów od 2015 r. na obserwacjach nienakładających się, istotność bootstrapem; model zabezpieczenia szacowany na VII 2025–VI 2026 i testowany poza próbą.

Odtwarzalność. Wszystkie liczby pochodzą z plików wyników generowanych skryptami z zapisanych zapytań; dokumentacja pochodzenia danych dostępna na żądanie.

16 ŹRÓDŁA

Artykuły i dokumenty wykorzystane w analizie

Numery odpowiadają odwołaniom w tekście [n]. Każda pozycja to publikacja, z której pochodzi fakt użyty w raporcie; daty w formacie dzień.miesiąc.rok. Linki zweryfikowano w korpusie Hawk Thorne 3.11.2026.

#	DATA	PORTAL	FAKT WYKORZYSTANY W RAPORCIE	LINK
1	27.09.2026	XYZ.pl	Podatek od kopalin: prognoza 8 mld zł w 2026 r., 94% z miedzi i srebra	https://xyz.pl/poland-unpacked/copper-and-silver-prices-surge-adding-billions-to-polands-budget-2364/
2	10.09.2026	PAP Biznes	Wpływy z podatku od kopalin po lipcu: 4,73 mld zł (147,8% planu rocznego)	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/wplywy-z-podatku-od-kopalin-po-vii-przekroczyly-caloroczny-plan-o-478-proc-i
3	07.07.2026	PAP Biznes	Wpływy z podatku od kopalin po maju: 3,184 mld zł	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/wplywy-z-podatku-od-kopalin-po-maju-wyniosly-3184-mld-zl-995-proc-planu-na-26
4	01.04.2026	PAP Biznes	Wpływy z podatku od kopalin po styczniu: 527,1 mln zł	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/wplywy-z-podatku-od-kopalin-po-styczniu-wyniosly-5271-mln-zl-165-proc-planu-na-26
5	03.07.2026	PAP Biznes	Strategia KGHM 2055+: EBITDA 12 mld zł rocznie, capex >32 mld zł w 2026–2030	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-coppers-supervisory-board-approves-2055-strategy
6	06.07.2026	PAP Biznes	Prezes: KGHM chce być spółką dywidendową; nakłady w strategii mogą wzrosnąć	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/update-kghm-wants-be-dividend-company-capex-set-out-strategy-may-increase-ceo
7	01.07.2026	PAP Biznes	Rozbudowa zakładu Sierra Gorda: 725 mln USD, wzrost przerobu o ok. 20%	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-expand-sierra-gorda-plant-raising-its-capacity-around-60-mln-t-ore-year
8	10.06.2026	MINING.COM	Sierra Gorda i BHP Spence badają współpracę kosztową	https://www.mining.com/chile-copper-mines-pursue-tie-up-to-cut-costs/
9	06.10.2026	Investing News Network	KGHM i South32: rozbudowa Sierra Gorda, niższy koszt C1	https://investingnews.com/kghm-south32-chile-copper-expansion/
10	08.09.2026	Puls Biznesu	KGHM i BHP podpisały list intencyjny	https://www.pb.pl/kghm-i-bhp-podpisaly-list-intencyjny-spolki-zbadaja-mozliwosci-wspolpracy-1266657
11	09.10.2026	Puls Biznesu	Dwa projekty KGHM ze statusem projektu strategicznego UE	https://www.pb.pl/kghm-z-dwoma-projektami-strategicznymi-ue-inwestycje-warte-ponad-95-mld-zl-1268584
12	24.09.2026	Puls Biznesu	Projekt Victoria na liście inwestycji strategicznych Ontario	https://www.pb.pl/kghm-z-projektem-victoria-na-liscie-strategicznych-inwestycji-w-ontario-1267546
13	03.07.2026	Puls Biznesu	KGHM planuje pierwszą w Polsce kopalnię polihalitu	https://www.pb.pl/kghm-planuje-budowe-pierwszej-w-polsce-kopalni-polihalitu-inwestycja-ma-powstac-w-rejonie-pucka-1263884
14	22.06.2026	PAP Biznes	Wyniki produkcyjne za maj 2026	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-group-copper-sales-621k-tonnes-may-2-pct-yy-prelims
15	22.07.2026	Puls Biznesu	Wyniki produkcyjne za czerwiec 2026	https://www.pb.pl/grupa-kghm-zwiekszyla-sprzedaz-miedzi-w-czerwcu-produkcja-wzrosla-o-3-proc-1264555
16	22.10.2026	Bankier.pl	Wyniki produkcyjne za wrzesień 2026	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Sprzedaz-miedzi-przez-grupe-KGHM-wyniosla-we-wrzesniu-57-9-tys-ton-spadek-o-4-proc-rdr-9216863.html
17	22.10.2026	PAP Biznes	Raport bieżący 37/2026: wyniki produkcyjne za wrzesień	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-polska-miedz-sa-372026-wstepne-wyniki-produkcyjne-i-sprzedazowe-grupy-kghm
18	28.10.2026	PAP Biznes	Raport bieżący 38/2026: uchwały NWZ z 28.10.2026	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-polska-miedz-sa-382026-uchwaly-nadzwyczajnego-walnego-zgromadzenia-kghm
19	03.11.2026	PAP Biznes	Raport bieżący 39/2026: rejestracja zmian w Statucie	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-polska-miedz-sa-392026-rejestracja-zmian-w-statucie-kghm-polska-miedz-sa
20	14.07.2026	PAP Biznes	Raport o stanie stosowania Dobrych Praktyk 2021 (5 zasad niestosowanych)	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-polska-miedz-sa-22026-informacja-o-stanie-stosowania-dobrych-praktyk-2021
21	21.04.2026	Puls Biznesu	JP Morgan obniżył rekomendację dla KGHM	https://www.pb.pl/jp-morgan-obnizyl-rekomendacje-dla-akcji-kghm-1259925

16 ŹRÓDŁA (CD.)

Artykuły wykorzystane w analizie

#	DATA	PORTAL	FAKT WYKORZYSTANY W RAPORCIE	LINK
22	08.07.2026	Puls Biznesu	Morgan Stanley obniżył rekomendację i wycenę KGHM	https://www.pb.pl/to-warto-wiedziec-przed-sesja-na-gpw-8-vii-2026-1264009
23	19.08.2026	Bankier.pl	Pracownicy KGHM mieli wymusić 500 tys. zł	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Pracownicy-KGHM-mieli-wyludzic-500-tys-zl-SN-uchylil-wyrok-uniewinniajacy-9184260.html
24	16.09.2026	Puls Biznesu	Nowa wiceprezes ds. korporacyjnych (wcześniej w MAP)	https://www.pb.pl/beata-jurkschat-powolana-w-sklad-zarzadu-kghm-1267142
25	03.07.2026	PAP Biznes	Premier zapowiada przegląd rad nadzorczych spółek Skarbu Państwa	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/gospodarka/polands-pm-proposes-full-review-state-owned-companies-supervisory-boards
26	19.06.2026	Bankier.pl	Sejm uchwalił podatek od nadzwyczajnych zysków firm paliwowych	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Sejm-uchwalil-ustawe-o-podatku-od-nadzwyczajnych-zyskow-firm-paliwowych-9154213.html
27	24.07.2026	Bankier.pl	Prezydent kieruje ustawę o windfall tax do TK	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Prezydent-kieruje-do-TK-ustawe-o-tzw-windfall-tax-od-spolek-paliwowych-9172984.html
28	11.08.2026	Bankier.pl	Windfall tax może objąć dostawców gazu	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Podatek-od-nadzwyczajnych-zysko w-uderzy-tez-w-gaz-Rzad-szykuje-drugie-podejscie-do-windfall-tax-9180487.html
29	14.09.2026	PAP Biznes	Nowy projekt windfall tax: 60% nadmiarowego przychodu	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/energia/polands-new-draft-windfall-tax-fuel-companies-sets-rate-60-pct-excess-revenue
30	27.10.2026	Bankier.pl	Srebro spadło o prawie 60% od szczytu	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Srebro-zaliczylo-juz-zjazd-o-prawie-60-procent-od-szczytu-Wazna-bitwa-przed-inwestorami-9219000.html
31	09.03.2026	PAP Biznes	KGHM zabezpieczył ceny ponad 50% gazu na kolejny kwartał	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-ma-zabezpieczone-ceny-dla-ponad-50-proc-gazu-na-najblizsze-kwartaly
32	22.09.2026	Puls Biznesu	Polskie TFI o KGHM: deficyt surowców napędzi wzrost	https://www.pb.pl/polskie-tfi-o-kghm-na-pewno-bedzie-to-spolka-wzrostowa-1267444
33	19.04.2026	Bankier.pl	Minister aktywów: inwestycja w Sierra Gorda zaczyna się spłacać	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Balczun-Inwestycja-KGHM-w-chilijska-kopalnie-zaczyna-sie-splacac-9116154.html
34	19.08.2026	Bankier.pl	Zysk netto KGHM w II kw. 2026: 2,05 mld zł	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Skorygowana-EBITDA-grupy-KGHM-wyniosla-w-II-kw-3-734-mld-zl-zgodnie-z-konsensusem-9184524.html
35	29.05.2026	Kalkine	Fundusz Global X Copper Miners: KGHM 5,8% portfela	https://kalkine.com.au/news/financial/global-x-wire-etf-up-91-in-a-year-is-copper-bull-run-just-getting-started
36	08.10.2026	MINING.COM	Zakłócenia w chilijskich kopalniach zagrażają 5% produkcji	https://www.mining.com/chile-copper-mines-disruptions-put-5-of-production-at-risk/
37	07.10.2026	MINING.COM	Strajk w kopalni Centinela (Antofagasta)	https://www.mining.com/antofagastas-centinela-strike-adds-copper-supply-risk/
38	25.09.2026	MINING.COM	BHP wstrzymuje Escondidę po śmierci pracownika	https://www.mining.com/bhps-escondida-restart-eases-tight-copper-market/
39	26.10.2026	MINING.COM	Strajk w Highland Valley Copper (Teck)	https://www.mining.com/strike-curbs-output-at-canadas-largest-copper-mine/
40	07.10.2026	MINING.COM	Grasberg: odbudowa po osunięciu ziemi	https://www.mining.com/freeports-grasberg-copper-mill-reaches-67-after-mudslide/
41	26.02.2026	PAP Biznes	Prezes: KGHM chce uporządkować grupę i monitorować opcje rozwoju za granicą	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/kghm-copper-wants-reorganize-group-and-will-monitor-development-options-abroad-ceo
42	09.10.2026	MINING.COM	UE nadaje status strategiczny projektom KGHM o wartości 2,4 mld USD	https://www.mining.com/eu-puts-kghms-2-4b-copper-projects-on-fast-track/

16 ŹRÓDŁA (CD.)

Dokumenty spółki, prawo, historia i dane urzędowe

#	DATA	PORTAL	FAKT WYKORZYSTANY W RAPORCIE	LINK
43	24.09.2026	Bankier.pl	Projekt Victoria zakwalifikowany do finansowania prowincji Ontario	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Kanadyjski-projekt-KGHM-Victoria-zakwalifikowany-do-finansowania-ze-strony-prowincji-Ontario-9201943.html
44	13.10.2026	MINING.COM	Chile: rosną zakłócenia podaży miedzi	https://www.mining.com/chile-copper-supply-under-pressure-as-disruptions-mount/
45	20.10.2026	MINING.COM	Cena miedzi spada trzeci dzień: szok inflacyjny w USA, słabnie ryzyko strajków w Chile	https://www.mining.com/copper-price-falls-for-third-day-as-us-inflation-shock-easing-chile-strike-risk-spur-selloff/
46	03.11.2026	Puls Biznesu	Kurs KGHM: KGHM najsłabszy w WIG20 (3.11.2026)	https://www.pb.pl/miedz-spadla-ponizej-14-tys-usd-za-tone-kghm-najslabszy-w-wig20-1269864
47	29.10.2026	Bankier.pl	Bank Światowy: ceny surowców wzrosną o 23%	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Bank-Swiatowy-ostrzega-Ceny-surowcow-wystrzela-o-23-proc-9220064.html
48	03.11.2026	Bankier.pl	Wiceprezes KGHM: Polska musi zmienić model rozwoju	https://www.bankier.pl/wiadomosc/Wiceprezes-KGHM-Stabilna-jest-dzis-niestabilnosc-Polska-musi-zmienic-model-rozwoju-9222593.html
49	02.04.2026	Dziennik Ustaw	Ustawa o podatku od wydobycia niektórych kopalin, tekst jednolity (wzory stawek, limity, ulga inwestycyjna)	https://api.sejm.gov.pl/eli/acts/DU/2026/454/text.pdf
50	19.08.2026	KGHM	Prezentacja wyników KGHM za I półrocze 2026 (podatek 4 061 mln zł, segmenty, C1, zabezpieczenia, zapasy)	https://kghm.com/sites/default/files/2026-08/KGHM_H1_2026_prezentacja.pdf
51	22.10.2026	KGHM	Raport produkcyjno-sprzedażowy KGHM za wrzesień 2026 (miedź i srebro w koncentracie)	https://kghm.com/sites/default/files/2026-10/Raport%20produkcyjno-sprzeda%C5%BCowy_wrzesie%C5%84_2026.pdf
52	22.09.2026	KGHM	Raport produkcyjno-sprzedażowy KGHM za sierpień 2026	https://kghm.com/sites/default/files/2026-09/Raport%20produkcyjno-sprzeda%C5%BCowy_sierpie%C5%84_2026.pdf
53	19.08.2026	PAP Biznes	Skorygowana EBITDA grupy w II kw. 3,734 mld zł; segmenty	https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/skorygowana-ebitda-grupy-kghm-wyniosla-w-ii-kw-3734-mld-zl-zgodnie-z-konsensusem-0
54	05.03.2012	GazetaPrawna.pl	KGHM przejął Quadra FNX za 9,1 mld zł (2012)	https://www.gazetaprawna.pl/biznes/artykuly/10669312,kghm-sfinalizowal-przejecie-kanadyjskiego-koncernu-quadra-zmienia-mu-nazwe-zaplacil-91-mld-zl.html
55	01.03.2019	NIK	NIK o inwestycji KGHM w Sierra Gorda (wyceny, straty 2015–2018)	https://www.nik.gov.pl/aktualnosci/kosztowny-zakup.html
56	14.02.2017	Strefa Inwestorów	Odpis 5,19 mld zł na aktywach zagranicznych za 2016 r.	https://strefainwestorow.pl/artykuly/20170214/sierra-gorda-odpis-kghm-strata-2017
57	30.11.2016	TVN24	Wstrząs w ZG Rudna 29.11.2016: 8 ofiar śmiertelnych	https://tvn24.pl/polska/robilismy-wszystko-przegralismy-koniec-akcji-lista-ofiar-ra695942-ls3196054
58	02.11.2026	LME	Ceny rozliczeniowe i zapasy miedzi na LME (cash settlement)	https://www.lme.com/en/metals/non-ferrous/lme-copper

Źródła urzędowe i rynkowe: Raporty bieżące i okresowe spółek (ESPI/EBI) (https://espiebi.pap.pl) · Rejestr netto krótkich pozycji (KNF) (https://www.knf.gov.pl) · Commitments of Traders (CFTC) (https://www.cftc.gov/MarketReports/CommitmentsofTraders) · Notowania, transakcje pakietowe i wskaźniki (GPW) (https://www.gpw.pl) · Stopy procentowe i kursy walut (NBP) (https://nbp.pl) · Rentowności i statystyki (Eurostat, EBC) (https://ec.europa.eu/eurostat · https://data.ecb.europa.eu) · Serie makro USA (FRED) (https://fred.stlouisfed.org) · Relacje KGHM dla inwestorów (https://kghm.com/pl/inwestorzy)

Dodatkowo: Mining Weekly, „China resumes sulphuric acid exports to copper king Chile after three-month halt", 20.10.2026 (dostępne w korpusie wyłącznie przez agregator wiadomości, bez bezpośredniego adresu). Notowania i dane fundamentalne pochodzą z publicznie dostępnych serwisów notowań; dane narracyjne i alternatywne z hurtowni danych Hawk Thorne.

Ważne informacje. Niniejszy materiał został przygotowany przez Hawk Thorne wyłącznie w celach informacyjnych i badawczych. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 35 Rozporządzenia (UE) nr 596/2014 (MAR), porady inwestycyjnej, oferty ani zaproszenia do nabycia lub zbycia jakiegokolwiek instrumentu finansowego i nie uwzględnia celów, sytuacji finansowej ani potrzeb żadnego inwestora. Hawk Thorne prowadzi działalność badawczą i rozwija technologię analityczną; nie świadczy usług doradztwa inwestycyjnego ani zarządzania portfelem. Dane pochodzą z platformy danych Hawk Thorne i źródeł uznanych za wiarygodne, jednak nie gwarantujemy ich kompletności ani dokładności. Wyniki historyczne i scenariusze nie stanowią gwarancji przyszłych rezultatów. Inwestowanie w akcje wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanego kapitału. Dane według stanu na 3.11.2026. Hawk Thorne™ jest przedmiotem zgłoszenia znaku towarowego.