

Unimot

Drony, LPG i kapitał obrotowy

Obniżamy naszą rekomendację dla Unimot do Trzymaj, wyznaczając 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 159.48 (wcześniej PLN 182.48). Nasza poprzednia wycena bazowała na zbyt optymistycznych prognozach wyników uwzględniających dodatkowy strumień EBITDA z racji embargo na rosyjski LPG. Wskutek zwolnienia dla n-butanu wywalczonego przez Węgry, sankcje na rosyjskie LPG są w praktyce omijane a leasing terminalu i tankowca przynoszą Unimotowi straty zamiast szacowanych wcześniej dodatkowych PLN 20-30 mln EBITDA. Zmieniamy również nastawienie do długoterminowej prognozy dla paliw drogowych. W poprzednim raporcie zakładaliśmy, że po wyborach prezydenckich istnieje szansa na normalizację tego segmentu i powrót do normalnych marż sprzed wyborów parlamentarnych 2023r. Dziś nie spodziewamy się wzrostu ww. premii w perspektywie kolejnych 2 lat przez co perspektywa wzrostu wyników w segmencie paliw płynnych bazuje wyłącznie na dywersyfikacji w benzynach i paliwie lotniczym. Obecnie nasza prognoza oczyszczonej EBITDA w 2025e/26e wynosi PLN 354 mln/PLN 349 mln przy raportowanej EBITDA PLN 307 mln/PLN 354 mln. Zwracamy przy tym uwagę na raczej słabą historyczną konwersję oczyszczonej EBITDA na OCF, która w latach 2017-2024 wynosiła ok. 51%, co wynika z wysokiej kapitałochłonności obrotowej biznesu handlowego.

Jeśli chodzi o kwestię rozwoju grupy, to najważniejszym tematem w ostatnich miesiącach była ogłoszona niedawno decyzja o wejście w segment dronów. Liczymy, że pomysł wypali, jednak jego kontrybucja do EBITDA grupy przez kolejne 3 lata będzie raczej ograniczona. CEO Sikorski wspominał w ostatnim wywiadzie o chęci wejścia w segment wydobywania, ale z uwagi na skalę wydatków potrzebny będzie silny i doświadczony partner. Na tę chwilę w prognozach wrzucamy wszystkie projekty transformacyjne do jednej kategorii projektów wzrostowych, uwzględniając narastające CAPEXy i przystawiając do nich ponadprzeciętną stopę zwrotu (IRR = 15%) Reasumując, obecnie rekomendujemy Trzymaj dla Unimotu, co jest związane z ograniczonym potencjałem wzrostu wyniku w 2026e. LPG i diesel może się nieco poprawić, natomiast widzimy ryzyka po stronie asfaltów. Generacja gotówki będzie też zależała od skali inwestycji w kapitał obrotowy. Co do długiego terminu, podoba się nam dywersyfikacja grupy, ale jej pozytywne efekty będą widoczne w średnim i długim terminie.

Kluczowe dane finansowe

PLN mn	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	13 369	12 913	14 085	14 279	12 803	13 373	13 501
EBITDA	502	669	370	307	354	396	388
znorm. EBITDA	514	243	308	349	354	396	388
Zysk netto	374	489	139	42	123	157	153
EPS	45.6	59.6	17.0	5.1	15.0	19.2	18.7
DPS	0.0	13.7	4.00	6.00	6.00	6.30	6.62
DY	0.0%	9.4%	2.8%	4.1%	4.1%	4.3%	4.6%
P/E	2.0	2.4	8.5	28.4	9.7	7.6	7.8
EV/EBITDA	1.4	7.4	6.3	5.6	5.5	4.8	4.8

Źródło: Spółka, BM Pekao

Trzymaj

Poprzednio: Kupuj

Cena docelowa

PLN 159.48

Poprzednio: PLN 182.48

Potencjał wzrostu

+10%

Cena z 11 września 2025

PLN 145.0

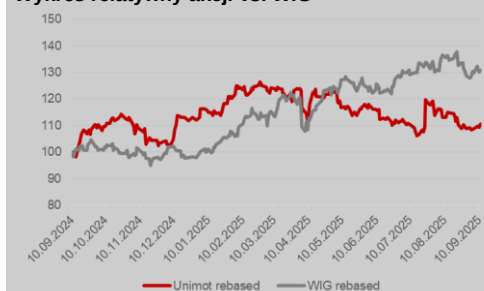
ESG Rating

B

Punkty ESG

1.08

Wykres relatywny akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport za 3Q25

18.11.2025

INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg	UNT PW
Free float (%)	20.5
Kapitalizacja (PLNm)	1189.0
Liczba akcji (mn)	8.2

Akcjonariusze

Unimot Express	43.84%
Zemadon LTD	19.72%
Zbigniew Juroszek	6.79%
NN PTE	6.62%

Krzysztof Koziel, CFA

krzysztof.koziel@pekao.com.pl



Spis treści

Tezy inwestycyjne	3
Wycena	7
Opis spółki	10
Ryzyka	14
Tabelki z prognozami	15
Zastrzeżenia	17



Tezy inwestycyjne

Unimot nie skorzysta z sankcji na Rosyjskie LPG, ponieważ importerzy nadużywają zwolnienia dotyczącego n-butanu

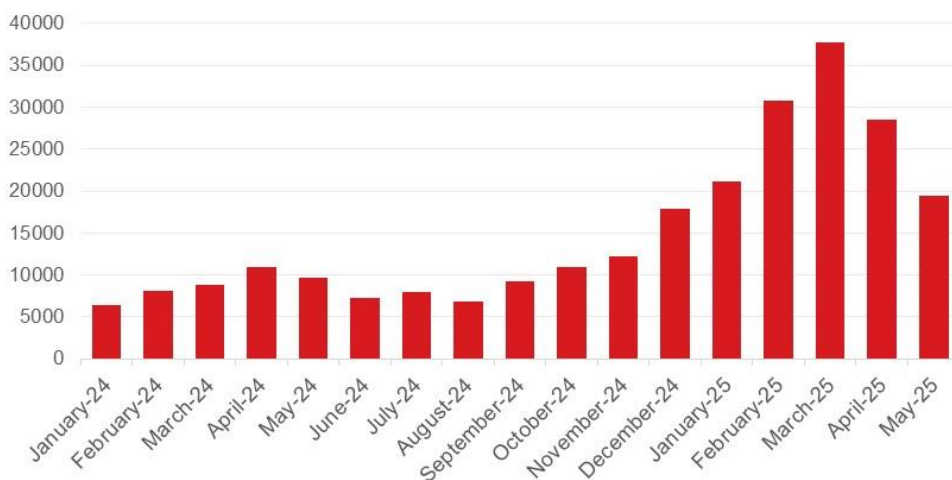
■ Teza inwestycyjna związana z sankcjami UE na rosyjskie LPG była jednym z głównych czynników wzrostu kursu akcji Unimotu w 2024 i 2025 r. Od 20 grudnia 2024 r. import rosyjskiego LPG miał zostać zakazany. W oczekiwaniu na tę zmianę importerzy zgromadzili duże zapasy, co doprowadziło do wzrostu stanów magazynowych i spadku cen LPG już w 4Q25. Unimot, przeczuwając okazję rynkową, zdecydował się wydzierżawić terminal LPG w niemieckim Wilhelmshaven na 4 lata oraz wyczarterować tankowiec na 1 rok. Spółka podała w raporcie, że umowa z właścicielem terminala w Wilhelmshaven ma łącznie kosztować ok. 120 mln PLN (tj. 30 mln PLN rocznie).

■ W ramach sankcji na rosyjskie LPG, Węgry i Słowacja wynegocjowały zwolnienie dla n-butanu wykorzystywanego w zastosowaniach petrochemicznych. Zwolnienie to jest wykorzystywane do importu gazu, mieszania go z butanem z innych źródeł i sprzedaży powstałej mieszanki jako autogazu. Temat n-butanu nie został ujęty w 18. pakiecie sankcji, który został zablokowany w Radzie UE w czerwcu.

■ Import n-butanu do Polski w pierwszych pięciu miesiącach 2025 już przekroczył roczne wolumeny z poprzednich lat. Miesięczny szczyt przypadł na marzec, a od tego czasu obserwowany jest trend spadkowy. Wolumeny nadal pozostają dwukrotnie wyższe niż w poprzednich latach.

■ Zgodnie z założeniami spółki, oczekiwana dodatkowa roczna marża EBITDA generowana na handlu LPG z kierunku zachodniego miała wynosić 20–30 mln PLN. Obecnie jest już jasne, że wynik tego segmentu będzie zdecydowanie niższy rok do roku, z dużym prawdopodobieństwem stając się ujemny. Dopóki UE nie zamknie luki związanej z n-butanem, nie oczekujemy znaczącej poprawy wyników segmentu w ciągu najbliższych czterech lat obowiązywania umowy dzierżawy terminala w Wilhelmshaven, choć sama spółka twierdzi że wynik może się poprawić już w 2026r. za sprawą zakończenia leasingu tankowca i podnajęcia terminala partnerowi zewnętrznemu.

Polska: Import LPG z Rosji (t)



Źródło: Eurostat, BM Pekao



Plany Unimotu wejścia w sektor obronny we współpracy z PZL Sędziszów pobudzają wyobraźnię inwestorów

■ Grupa Unimot poinformowała, że planuje wejście w sektor obronny poprzez inwestycję w nowo powołaną spółkę PZL Defence. Projekt ma być realizowany we współpracy z PZL Sędziszów oraz partnerem ukraińskim w dwóch fazach. Pierwsza, która już ruszyła, to uruchomienie w zakładzie produkcji dronów cywilnych, budowanie potencjału eksportowego, rozwijanie zespołu i prowadzenie prac umożliwiających przejście do fazy drugiej, czyli produkcji dronów wojskowych. Do wprowadzenia drugiej fazy niezbędna jest koncesja MSWiA.

■ Obecnie 60% udziałów w PZL Defence należy do PZL Sędziszów, a 40% do Unimotu. Docelowa struktura akcjonariatu zakłada jednak 50% udziałów partnera ukraińskiego, 40% Unimotu, a 10% PZL Sędziszów.

■ Na ten moment nie wyodrębniamy segmentu dronowego czy defence, ale wrzucamy niejako tę działalność do kategorii „growth”, która wynika z ambicji przedstawionych przez spółkę w ramach publikacji strategii 2024-2028. Zakładamy na tę chwilę że CAPEX ponad poziom maintenance, przyniesie IRR w wysokości 15% na poziomie EBITDA.

Założenia strategii na 2028e do rewizji? Opóźnienia w inwestycjach i bardzo ambitne cele EBITDA

■ Naszym zdaniem zarówno osiągnięcie EBITDA na poziomie PLN 690 mln w 2028 r. jak i wydanie PLN 700 mln na biznesy transformacyjne będą dla Unimotu trudne do osiągnięcia. W wywiadzie dla PAP, który ukazał się 3 września CEO Sikorski potwierdził cel PLN 700 mln wydatków transformacyjnych wliczając w to segment gazu.

■ CEO Sikorski potwierdził zainteresowanie aktywami wydobywczymi. Pytany czy rozważałby wejście w złoża w Norwegii potwierdził, zaznaczając że skala wymagałaby partnerstwa z większym podmiotem.

Solidne wyniki za 2Q25, ale brak większej poprawy na OCF przed zmianą kapitału obrotowego

Unimot odnotował finalną EBITDA za 2Q25 na poziomie 74 mln PLN, zgodnie z wstępnymi danymi opublikowanymi w sierpniu. Skorygowana EBITDA wyniosła 110 mln PLN, o 3% więcej niż dane wstępne.

■ Przychody wyniosły 3 718 mln PLN (+7% r/r, +7% kw/kw).

■ Raportowana EBITDA wyniosła 110 mln PLN, +3% wobec danych wstępnych.

■ Skorygowana EBITDA wyniosła 74 mln PLN, zgodnie z danymi wstępnymi.

■ Koszty ogólne wzrosły o 40% r/r do 48 mln PLN.

■ Koszty sprzedaży wzrosły o 32% r/r (vs +7% przychodów).

■ Wolumen sprzedaży oleju napędowego wyniósł 632 tys. m³ (+22% r/r, -16% kw/kw), podczas gdy sprzedaż LPG spadła o 3% r/r do 68 tys. ton.

■ **OCF wyniósł 136 mln PLN wobec -215 mln PLN rok wcześniej**, gdy Unimot musiał uzupełnić zapasy obowiązkowe. W 2Q25 zmiana zapasów wyniosła -70 mln PLN, co zostało zrekompensowane przez wzrost zobowiązań o 135 mln PLN.

■ **OCF przed zmianami w kapitale obrotowym wyniósł 56 mln PLN (+19% rdr), co stanowi 51% skorygowanej EBITDA.**

- CAPEX wyniósł 12 mln PLN.
- Zadłużenie netto wzrosło o 1% kw/kw do 760 mln PLN z 749 mln PLN na koniec 1Q25

Najważniejsze wnioski z konferencji po wynikach:

- **Paliwa drogowe** – Silny trend w segmencie benzyn, +8,4% wzrost wolumenów w 1H25. Lipiec został negatywnie dotknięty geopolityką – skok spotowej backwardation do rekordowych poziomów prawdopodobnie obniżył marże o ok. 10 mln PLN. Sytuacja ustabilizowała się w sierpniu i wrześniu, pomimo podwyższonych benchmarkowych marż rafineryjnych. Premia lądowa na olej napędowy w Polsce pozostaje stabilna. Popyt na paliwo lotnicze w Polsce utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie.
- **LPG** – Import rosyjskiego produktu trwa. Dodatkowo, konsumpcja w Polsce spadła o 5% r/r. Niektórzy kontrahenci nie chcą tego akceptować i pojawiają się informacje o wypowiedzeniach kontraktów. Oczekuje się, że 2H25 będzie słabsze pod względem wyników. Poprawa przewidywana jest w 2026 r. dzięki „resetowi” kontraktów. Spółka będzie decydować o inwestycji w terminal, poszukując niemieckiego partnera, co powinno pomóc w obniżeniu kosztów od 2026 r.
- **Dywidenda za 2025** – Decyzja o dywidendzie będzie oparta na skorygowanym zysku netto.
- **Gaz** – Większość marży w 2Q25 pochodziła ze sprzedaży. Słabsze wyniki w obrocie były główną przyczyną spadku raportowanej EBITDA.
- **PV (fotowoltaika)** – Segment powinien zakończyć rok na plusie. 2H25 zapowiada się mocniejsze.
- **Stacje paliw** – Wysokie marże. Spółka jest zadowolona z wyników finansowych i operacyjnych (sprzedane wolumeny).
- **Bitumen** – Wyniki płasko vs 2024. Marża jednostkowa na rynku nieco niższa. Podaż wzrosła, częściowo dzięki importowi Unimotu. Spółka poprawia efektywność w logistyce wtórnej i powiększa flotę.
- **Infrastruktura** – Na terminalach widoczny jest zwrot z LPG w stronę benzyn. Luka importowa w benzynach jest uzupełniana produktami z Niemiec, przy czym Unimot odgrywa tu znaczącą rolę dzięki udziałowi w rynku. Widoczne są niedobory przepustowości. Od 2029 r. obowiązkowe rezerwy będą musiały być utrzymywane w większym stopniu w produktach gotowych. Wolumeny transportu kolejowego w Polsce wykazują trend spadkowy, nawet z wyłączeniem przewozów węgla.
- **Kapitał obrotowy / zobowiązania handlowe** – Spółka osiąga poziomy współpracy i odbioru, które umożliwiają finansowanie dostawców na większą skalę. Uzyskali otwarty kredyt z USA bez zabezpieczeń. Zmiany w kapitale obrotowym w 2H25 będą zależeć od pozycjonowania logistycznego.
- **CAPEX** – Nakłady inwestycyjne w 2025 będą poniżej 70 mln PLN ze względu na opóźnienia projektów (budowa terminala przesunięta na 2026, długie fazy projektowe). W 2026 planowany CAPEX utrzymaniowy wyniesie 70–80 mln PLN, z 100 mln PLN przeznaczonymi na terminale, co daje łącznie 150–200 mln PLN. Dodatkowo rozwój Avia będzie wymagał zakupu gruntów i budowy.



Unimot: wyniki finansowe za 2Q25

P&L	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	yoy (%)	qoq (%)
Przychody	3 474	3 652	3 950	3 480	3 718	7%	7%
Marża netto na sprzedaży	223	171	310	177	248	11%	41%
Koszty sprzedaży	-127	-119	-145	-128	-169	33%	32%
Koszty zarządu	-34	-42	-39	-38	-48	40%	25%
	0	0	0	0	0	0%	0%
EBITDA	92	42	162	42	74	-20%	77%
skorygowana EBITDA	80	105	75	47	110	37%	133%
Paliwa	8	31	32	24	36	373%	47%
LPG	5	8	-7	4	1	-78%	-68%
Infrastruktura	24	20	22	26	25	6%	-4%
Asfalty	45	53	19	-7	44	-2%	-714%
Gaz naturalny	6	-1	21	2	8	33%	247%
Energia elektryczna	3	5	4	1	2	-36%	n.m.
PV	-1	0	0	0	-1	6%	4636%
Stacje benzynowe	4	7	6	4	4	-3%	-1%
Paliwa stałe	1	1	0	1	-1	-154%	-142%
Projekty wzrostowe (Drony, e	0	0	0	0	0	0%	0%
Pozostałe	-14	-18	-21	-8	-7	-50%	-8%
D&A	34	34	36	37	37	9%	1%
EBIT	58	9	126	5	37	-36%	631%
Koszty finansowe netto	-7	-33	10	-15	-48	580%	210%
Zysk przed opodatkowaniem	51	-24	135	-10	-11	n.m.	3%
Podatek CIT	-12	4	-31	0	-8	0%	0%
Zysk netto	39	-20	104	-10	-19	n.m.	88%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Unimot: Zmiana prognoz vs poprzednia aktualizacja Pekao

PLN mn	2025E			2026E			2026E		
	NEW	OLD	diff	NEW	OLD	diff	NEW	OLD	diff
Revenues	14 279	10 136	41%	12 803	10 309	24%	13 373	10 695	25%
clean CCS EBITDA	349	349	0%	354	360	-2%	396	386	3%
EBIT	159	215	-26%	205	226	-9%	248	252	-2%
Net income	42	128	-67%	123	128	-4%	157	144	10%

Źródło: Spółka, BM Pekao



Wycena

Nasz model DCF wskazuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 152.15 PLN za akcję. Wycena porównawcza oparta na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA daje cenę docelową 188.78 PLN za akcję.

Unimot: podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Implikowana cena (PLN)	Waga (%)
Wycena DCF	152.15	80%
Wycena porównawcza	188.78	20%
Cena docelowa 12M	159.48	
Cena rynkowa	145.00	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	10%	

Źródło: BM Pekao

Ocena ESG

Unimot	E	S	G
Wynik	0.79	1.43	1.57
Waga	60%	20%	20%
Wynik ESG	1.08		
Rating ESG	B		

	wynik od:	do	Rating	WACC dyskonto za ryzyko (% of RFR)
Rating ESG	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Wycena metodą DCF

Stosujemy 6-letni model wyceny DCF dla Unimotu, oparty na naszym szczegółowym modelu finansowym działalności spółki w latach 2026e–2031e. Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu DCF to: stopa wolna od ryzyka na poziomie 5.44% w okresie 2026e–2031e oraz 4.0% w roku rezydualnym, premia za ryzyko kapitałowe na poziomie 6.0% w latach 2026e–2031e oraz 5.0% w roku rezydualnym, beta bez dźwigni 1.0x oraz premia za ryzyko długu 2.5%.

Unimot: Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Beta lewarowana	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
Koszt kapitału własnego	13.9%	13.7%	13.4%	13.1%	12.9%	12.6%	10.1%
Koszt długu	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	6.0%
Koszt długu po podatku	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.9%
Wskaźnik zadłużenia (D/D+E)	39%	37%	35%	32%	29%	25%	27%
WACC	10.8%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	8.7%

Unimot: wycena DCF

(PLN mln)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Year
Przychody	12 803	13 373	13 501	13 629	13 757	13 885	14 013
EBIT	205	248	240	254	269	283	298
Podatek	-39	-47	-46	-48	-51	-54	-57
NOPAT	166	201	194	206	218	229	241
Deprecjacja i amortyzacja	148	148	148	148	148	148	148
Zmiana kapitału obrotowego	-32	-82	-61	-66	-70	-75	-45
CAPEX	-180	-140	-140	-140	-140	-140	-148
FCFF	102	127	141	148	156	163	196
<i>Wzrost wartości rezydualnej</i>							0.0%
Wartość rezydualna							2 256.3
<i>Czynnik dyskontujący</i>	0.90	0.81	0.73	0.66	0.60	0.54	0.54
Zdyskontowane przepływy pieniężne	92.4	103.4	103.4	98.3	93.0	87.6	1 320.0
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2025	1 898						
Dług netto	759						
Udziały mniejszości	0						
Wartość kapitału własnego - 31 grudnia 2025	1 139						
Liczba akcji (mn)	8						
12M cena docelowa na akcję (31 grudnia 2025)	152.2						
Cena akcji na dzień 11ego września (PLN)	145.0						
<i>Potencjał wzrostu/spadku</i>	5%						

Dynamika przychodów rdr	9%	4%	1%	1%	1%	1%	0.9%
marża EBIT	1.6%	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Inwestycje/przychody	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
Inwestycje/deprecjacja	121.4%	94.4%	94.4%	94.4%	94.4%	94.4%	100.0%

Wrażliwość wyceny DCF na stopę wzrostu wartości rezydualnej i stopę wolną od ryzyka

Stopa wzrostu wart. rezydualnej/WACC

	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
7.0%	143.7	142.0	140.0	137.8	135.3	132.5	129.4
8.0%	134.8	133.1	131.2	129.1	126.7	124.1	121.0
5.4%	158.5	156.6	154.5	152.2	149.5	146.5	143.2
6.4%	148.9	147.1	145.1	142.8	140.3	137.5	134.2
7.4%	139.8	138.0	136.1	133.9	131.5	128.8	125.6

Źródło: BM Pekao

Wycena mnożnikowa

Unimot: Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Ticker	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
REPSOL SA	REP SM Equity	6.5	6.2	5.5	3.8	3.7	3.5
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS PL	MOL HB Equity	5.4	5.5	5.8	3.1	3.0	3.1
NESTE OYJ	NESTE FH Equity	47.2	20.4	14.2	12.5	9.4	7.5
TUPRAS-TURKIYE PETROL RAFINE	TUPRS TI Equity	11.3	8.4	8.2	5.0	4.3	4.3
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	PKN PW Equity	6.4	7.2	8.1	3.3	3.6	4.0
HELLENIQ ENERGY HOLDINGS SA	ELPE GA Equity	10.3	9.6	9.5	6.2	6.0	5.9
MOTOR OIL (HELLAS) SA	MOH GA Equity	5.8	7.0	7.2	5.0	5.7	5.2
Zintegrowane spółki naftowe w Europie		6.5	7.2	8.1	5.0	4.3	4.3
MARATHON PETROLEUM CORP	MPC US Equity	21.7	15.5	13.8	9.0	8.0	7.7
VALERO ENERGY CORP	VLO US Equity	21.6	15.1	13.2	9.4	7.9	7.2
PHILLIPS 66	PSX US Equity	25.4	12.5	11.4	10.0	8.1	7.6
DELEK US HOLDINGS INC	DK US Equity	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	7.6	7.6
CVR ENERGY INC	CVI US Equity	n.a.	31.9	31.2	13.0	7.6	7.5
PBF ENERGY INC-CLASS A	PBF US Equity	n.a.	n.a.	15.7	n.a.	6.3	4.9
Rafinerie USA		21.7	15.3	13.8	10.0	7.8	7.5
Mediana		14.1	11.3	11.0	7.5	6.1	5.9
Wartość implikowana		72.1	169.0	210.7	188.6	169.8	199.2

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Unimot: Prognozy finansowe (PLN mn)

P&L	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031	2032
Przychody	8 193	13 369	12 913	14 085	14 279	12 803	13 373	13 501	13 629	13 757	13 885	14 013
Marża netto na sprzedaży	366	954	724	881	883	926	969	961	975	990	1 004	1 019
Koszty sprzedaży	-212	-367	-465	-492	-561	-561	-561	-561	-561	-561	-561	-561
Koszty zarządu	-49	-97	-131	-150	-181	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191
EBITDA	116	502	669	370	307	354	396	388	402	417	431	446
skorygowana EBITDA	71	514	243	308	349	354	396	388	402	417	431	446
Paliwa	83	436	43	80	142	137	141	141	141	141	141	141
LPG	17	69	50	12	-2	5	5	22	22	22	22	22
Infrastruktura	0	0	50	85	94	94	96	98	100	102	104	106
Asfalty	0	0	73	114	105	105	105	105	105	105	105	105
Gaz naturalny	2	30	40	39	19	19	19	19	19	19	19	19
Energia elektryczna	-8	47	11	19	5	4	4	4	4	4	4	4
PV	-9	1	-7	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Stacje benzynowe	1	4	7	17	13	12	12	12	12	12	12	12
Paliwa stałe	-1	2	8	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Projekty wzrostowe (Drony, etc.)	0	0	0	0	0	0	37	49	62	75	88	101
Pozostałe	-16	-76	-33	-59	-27	-22	-23	-63	-63	-63	-63	-64
D&A	12.7	16.5	94.1	136.6	147.9	148.3	148.3	148.3	148.3	148.3	148.3	148.3
EBIT	104	485	575	234	159	205	248	240	254	269	283	298
Koszty finansowe netto	-8	-21	-66	-46	-93	-54	-54	-51	-48	-45	-41	-38
Zysk przed opodatkowaniem	96	464	509	187	67	152	194	189	206	224	242	260
Podatek CIT	-20	-90	-20	-48	-25	-29	-37	-36	-39	-43	-46	-49
Zysk netto	76	374	489	139	42	123	157	153	167	181	196	211

Źródło: Spółka, BM Pekao

Opis spółki

Unimot jest niezależnym importerem paliw płynnych i gazowych w Polsce, działającym w następujących obszarach (wg podziału na segmenty):

- marketing i handel olejem napędowym oraz biopaliwami,
- marketing i handel skroplonym LPG,
- marketing i handel gazem ziemnym (E, LNG, CNG),
- produkcja i montaż paneli fotowoltaicznych (PV),
- sprzedaż detaliczna paliw poprzez sieć stacji Avia,
- obsługa terminali magazynowania paliw,
- produkcja asfaltów/bitumenów.

Unimot S.A. jest jednostką dominującą w Grupie Kapitałowej Unimot i opiera się na relacjach oraz 30-letnim doświadczeniu Unimot Express – spółki działającej w obszarze międzynarodowego handlu produktami petrochemicznymi. Spółka została założona w 2011 roku. Rok później Unimot zadebiutował na rynku NewConnect. W 2013 uruchomił projekt gazu ziemnego, a w 2014 rozpoczął hurtowy handel olejem napędowym. Od 2017 r. Unimot S.A. rozwija w Polsce sieć stacji paliw Avia na podstawie umów master franchisingowych. W 2019 spółka rozpoczęła także handel bitumenami i olejami silnikowymi.

W styczniu 2022 r. PKN Orlen wybrał Unimot do zakupu 100% udziałów w Lotos Terminale w ramach realizacji warunków zaradczych w ówczesnym przejęciu Lotosu. Unimot nabył 9 terminali paliwowych, w tym 5 terminali należących do Lotos Terminale i 4 terminale PKN Orlen, o łącznej pojemności 350 tys. m³ (która wg spółki ma wzrosnąć do 410 tys. m³). Unimot nabył także zakłady produkcji asfaltów w Jaśle i Czechowicach-Dziedzicach.

Olej napędowy i biopaliwa

Unimot prowadzi działalność w zakresie hurtowej sprzedaży oleju napędowego dla samochodów z silnikami Diesla. Paliwa sprzedawane są pod marką Avia. W przypadku paliw płynnych duża część zakupów realizowana jest poza Polską, a spółka jest bezpośrednim importerem z wielu kierunków. Przed wybuchem wojny paliwa sprowadzono głównie z Rosji (transport morski przez bazę paliw w Dębogórze), z Białorusi (transport kolejowy) oraz z Niemiec (transport kolejowy i drogowy). Od 2018 istotna część dostaw oleju napędowego Unimotu oparta jest na dostawach PKN, zarówno w ramach kontraktów rocznych, jak i rynku spot.

W przededniu wprowadzenia sankcji na paliwa pochodzące z Rosji, Unimot podjął zdecydowane działania w celu pełnego uniezależnienia się od kierunku wschodniego, uruchamiając nowy kanał dostaw poprzez terminal w Cieśninach Duńskich.

Do wybuchu wojny na Ukrainie paliwa płynne były sprzedawane głównie w Polsce (80%) i Czechach (6%), natomiast od 2Q22 udział Ukrainy w przychodach Grupy Unimot wzrósł z niemal zera do 12%. W 2024 udział rynku ukraińskiego w przychodach grupy wyniósł ok. 5%.

Zgodnie z przepisami prawa Unimot jest zobowiązany do zapewnienia w danym roku minimalnego udziału biokomponentów w całkowitej sprzedaży paliw płynnych, zgodnie z **Narodowym Celem Wskaźnikowym**. Jest to realizowane poprzez fizyczne dodawanie biokomponentów do importowanych paliw płynnych w procesie



blendowania, prowadzone przez operatorów baz paliw, co obciąża marżę hurtownika. Kolejnym obowiązkiem jest **Narodowy Cel Redukcyjny**, czyli konieczność obniżenia średniej emisji CO₂ paliw transportowych wprowadzanych na rynek krajowy. W praktyce oznacza to stosowanie biokomponentów o niższej emisji, zawieranie umów z importerami paliw niskoemisyjnych (CNG, LNG, LPG) oraz zakup tzw. UER, czyli jednostek wynikających z redukcji emisji w procesie wydobywania surowców energetycznych – co również wpływa na marżę w handlu paliwami.

Grupa jest także zobowiązana do utrzymywania obowiązkowych zapasów paliw płynnych w ilości zależnej od wolumenu importu z roku poprzedniego.

Grupa działa również w obszarze handlu biopaliwami, przeznaczonymi do pojazdów z silnikami Diesla. Biopaliwa są w pełni odnawialne i biodegradowalne w porównaniu do tradycyjnego oleju napędowego. Zakupy realizowane są głównie w Polsce, od największych rafinerii i podmiotów prywatnych. Produkty sprzedawane są firmom hurtowym.

LPG

Unimot sprzedaje LPG zarówno na rynku hurtowym, jak i detalicznym. Hurt prowadzony jest bezpośrednio z własnej rozlewni w Zawadzkiem oraz z zagranicznych stacji przeładunkowych. Przed grudniem 2024 LPG dostarczano koleją i drogą z Rosji i Białorusi. Obecnie Unimot korzysta z terminala LPG w Wilhelmshaven (Niemcy), wydierżawionego na 4 lata, aby sprowadzać LPG wyłącznie z Zachodu.

Gaz naturalny

W obszarze gazu ziemnego Grupa prowadzi działalność obejmującą:

- handel gazem ziemnym poprzez Towarową Giełdę Energii oraz rynek OTC wraz z importem z zagranicy,
- sprzedaż i dystrybucję gazu ziemnego do klientów końcowych przy wykorzystaniu własnej sieci oraz infrastruktury zagranicznej.

Energia elektryczna

W segmencie energii elektrycznej Grupa prowadzi:

- hurtowy handel energią poprzez giełdę i platformy brokerskie (Tradea),
- sprzedaż energii elektrycznej klientom końcowym przy wykorzystaniu infrastruktury zagranicznej (Unimot Energia i Gaz).

PV

W segmencie PV Grupa Unimot koncentruje się na dwóch filarach biznesowych:

- instalacjach modułów PV (usługi),
- produkcji modułów PV.

Stacje benzynowe

Od 2017 r. Grupa Unimot rozwija w Polsce sieć stacji paliw pod marką Avia, która obecna jest w 14 krajach Europy z ponad 3 tys. obiektów. Marka została założona w Szwajcarii w 1927 r. Portfel stacji Avia w Polsce obejmuje 140 punktów:

- 76 stacji własnych,
- 84 stacje franczyzowe.



Produkcja bitumenów

W 2022 r. Unimot nabył zakłady produkcji asfaltów w Jaśle i Czechowicach-Dziedzicach od Orlenu, stając się jednym z kluczowych graczy na polskim rynku asfaltów (2. miejsce w produkcji, 3. miejsce w magazynowaniu paliw). Spółka koncentruje się na dostarczaniu asfaltów wysokiej jakości, zgodnych z normami, oraz oferuje innowacyjne rozwiązania, takie jak asfalty modyfikowane i technologie na zimno.

Infrastruktura

Grupa działa jako **Niezależny Operator Logistyczny**, obsługując podmioty posiadające koncesje WPC/OPC. Unimot posiada 9 terminali o łącznej pojemności ok. **387 tys. m³** w: Gdańsku, Szczecinie, Poznaniu, Piotrkowie Trybunalskim, Jaśle, Czechowicach-Dziedzicach, Gutkowie, Rypinie i Bolesławcu. Wszystkie terminale wyposażone są w bocznice kolejowe podłączone do PKP.

Kontekst rynkowy: liderem w magazynowaniu paliw płynnych jest PERN (~2,4 mln m³ z ~6,1 mln m³ na rynku), 2. miejsce – Orlen (w tym kawerny), 3. miejsce – **Unimot** (387 tys. m³).

Strategia 2024-2028

Unimot opublikował swoją strategię na lata 2024–2028 w kwietniu 2024. Główne cele strategiczne grupy obejmują:

- osiągnięcie **EBITDA na poziomie 690 mln PLN** do 2028 r.,
- wypracowanie skumulowanego zysku netto **1 mld PLN** do 2028 r.,
- zapewnienie, że segmenty związane z transformacją (z wyłączeniem terminali, logistyki i stacji paliw) będą stanowić **40% EBITDA w 2028 r.**,
- **zainwestowanie 700 mln PLN w działalność związaną z transformacją do 2028 r.**,
- wypłatę corocznej dywidendy w wysokości co najmniej 30% skonsolidowanego zysku netto,
- **utrzymanie relacji EBITDA/zadłużenie netto** (bez zapasów obowiązkowych) na poziomie **40%**.

Główne założenie strategii: podejście dwutorowe:

1. Utrzymanie efektywności w obszarach paliw, handlu i logistyki przy jednoczesnym poszerzaniu portfela o produkty i klientów niskoemisyjnych.
2. Inwestycje w nowe obszary, takie jak wytwarzanie energii i ciepłownictwo, w celu dywersyfikacji źródeł przychodów.



Struktura akcjonariatu

W skład wiodących akcjonariuszy Unimot SA wchodzi:

- **Unimot Express sp. z o.o.** – współnikami posiadającymi równy udział, tj. po 49,75% w kapitale i głosach w Unimot Express są Adam Władysław Sikorski (bratanek Prezesa Zarządu Adama Antoniego Sikorskiego) oraz Zemadon Ltd z siedzibą w Nikozji na Cyprze. Pozostały mniejszościowy udział stanowiący 0,5% w kapitale zakładowym i głosach w Unimot Express sp. z o.o. posiada żona Adama Antoniego Sikorskiego, Magdalena Sikorska.
- **Zemadon Ltd.** – 100% udziałów w kapitale i głosach posiada fundacja „Family First Foundation” z siedzibą w Vaduz w Lichtensteinie, kontrolowana przez Adama Antoniego Sikorskiego, której beneficjentami jest rodzina Adama Antoniego Sikorskiego.
- **Zbigniew Juroszek** – wraz z podmiotami powiązanymi posiada 556 845 akcji o udziale 6,79% w kapitale zakładowym i dających 6,51% udziału w głosach na Walnym Zgromadzeniu.
- **Nationale-Nederlanden Powszechne Towarzystwo Emerytalne S.A.** - za pośrednictwem Nationale-Nederlanden Otwarty Fundusz Emerytalny, posiada 542 400 akcji o udziale 6,62% w kapitale zakładowym



Ryzyka

Wśród kluczowych ryzyk dla działalności i wyników Spółki zauważamy:

- **Ryzyko otoczenia gospodarczego** - Ryzyko związane jest z wystąpieniem spowolnienia gospodarczego co może mieć wpływ na pogorszenie się sytuacji ekonomicznej w Europie. Spowolnienie gospodarcze może prowadzić do spadku popytu na towary i produkty oferowane przez Unimot i w konsekwencji do zmniejszenia wolumenu obrotów i przychodów.
- **Ryzyko konkurencji** - Ryzyko związane jest z pojawieniem się na polskim rynku nowych firm lub zmianami zachowania podmiotów działających w Polsce w branży paliwowo-energetycznej. Powyższe zjawisko może prowadzić do utraty udziału w rynku, spadku marż i obniżenia rentowności.
- **Ryzyko zmienności cen w działalności** - Ryzyko związane jest ze zmiennością cen towarów surowców i usług będących przedmiotem działalności handlowej Unimot: paliwa płynne, stałe, gazowe, bitumeny, energia elektryczna oraz usługi związane z przewozem i magazynowaniem paliw ciekłych. Na powyższe wpływa sytuacja makroekonomiczna, która ma przełożenie na popyt i podaż. Istotnym elementem wpływającym na zachowanie się cen tych towarów są decyzje podejmowane na szczeblu krajowym, UE oraz światowym.
- **Ryzyko inwestycyjne** - Ryzyko jest związane z dywersyfikacją działalności Unimot i akwizycjami podmiotów lub tworzeniem nowych podmiotów. Grupa podejmuje działania mające na celu uzyskanie zakładanych efektów finansowych i gospodarczych. Ryzyko może wynikać z niedoszacowania kosztów inwestycji. Pomimo podjęcia działań zarządczych i organizacyjnych, może wystąpić trudność z efektywnej integracji nowych aktywów.
- **Ryzyko legislacyjne** - Ryzyko związane jest z brakiem stabilności systemu podatkowego i prawnego i jest kluczowym zagrożeniem, które może wpływać na wyniki finansowe i długoterminową strategię rozwoju. Skutki wejścia w życie nowych przepisów mogą wpłynąć na wyniki finansowe spółki.
- **Ryzyko walutowe** – Ryzyko związane jest z wahaniami kursów walut. Grupa prowadzi działalność międzynarodową w walutach obcych. W konsekwencji narażona jest na ryzyko występowania różnic kursowych oraz poniesienia straty wynikającej z nierównowagi pomiędzy zobowiązaniami i należnościami wyrażonymi w walutach obcych. Na zmienność kursów walut ma również wpływ światowa sytuacja polityczno-gospodarcza, która może przełożyć się na osiągnięte marże i wyniki finansowe grupy.

Kluczowe dane finansowe

RZiS (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	13 369	12 913	14 085	14 279	12 803	13 373	13 501
EBITDA	502	669	370	307	354	396	388
znormalizowana EBITDA	514	243	308	349	354	396	388
EBIT	485	575	234	159	205	248	240
Koszt finansowy netto	-21	-66	-46	-93	-54	-54	-51
Zysk przed opodatkowaniem	464	509	187	67	152	194	189
Podatek	-90	-20	-48	-25	-29	-37	-36
Zysk netto	374	489	139	42	123	157	153

Bilans (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe	1 396	1 681	1 870	1 529	1 574	1 739	1 873
Gotówka i ekwiwalenty	312	410	402	89	99	131	177
Pozostałe aktywa obrotowe	1 084	1 270	1 469	1 439	1 475	1 608	1 697
Aktywa trwałe	269	1 457	1 532	1 473	1 505	1 496	1 488
Rzeczowe aktywa trwałe	102	792	802	783	852	881	909
Pozostałe aktywa	167	665	729	689	652	615	579
Aktywa	1 665	3 137	3 402	3 001	3 078	3 235	3 361
Kapitał własny	704	1 078	1 185	1 115	1 189	1 294	1 393
Zobowiązania	961	2 059	2 217	1 886	1 889	1 941	1 968
Zobowiązania finansowe długoterminowe	96	523	597	277	277	277	277
Zobowiązania finansowe krótkoterminowe	218	494	564	571	571	571	571
Zobowiązania handlowe	606	690	753	685	689	740	767
Pozostałe zobowiązania	41	351	303	352	352	352	352
Pasywa	1 665	3 137	3 402	3 001	3 078	3 235	3 361
Dług netto	2	607	759	759	749	717	672

Przepływy pieniężne (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	374	489	139	42	123	157	153
Deprecjacja i amortyzacja	16	94	137	148	148	148	148
Pozostałe (zmiana kapitału obrotowego)	112	-613	-106	53	-32	-82	-61
Przepływy operacyjne	502	-30	170	243	239	224	240
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-63	-131	-55	-69	-180	-140	-140
Pozostałe	-43	-24	6	-65	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	-106	-155	-49	-134	-180	-140	-140
Dywidendy	-13	-40	-20	-49	-49	-52	-54
Pozostałe	-26	227	-187	-353	0	0	0
Przepływy finansowe	-38	188	-206	-402	-49	-52	-54
Zmiana środków pieniężnych	358	2	-85	-293	10	32	46
Gotówka na koniec okresu	312	410	402	89	99	131	177
DPS (PLN)	1.53	4.86	2.38	6.00	6.00	6.30	6.62

Stopy wzrostu rdr	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	63%	-3%	9%	1%	-10%	4%	1%
EBITDA	332%	33%	-45%	-17%	15%	12%	-2%
EBIT	365%	18%	-59%	-32%	29%	21%	-3%
Zysk netto	392%	31%	-71%	-70%	194%	28%	-3%
EPS	392%	31%	-71%	-70%	194%	28%	-3%

Marże	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
EBITDA	3.8%	5.2%	2.6%	2.2%	2.8%	3.0%	2.9%
EBIT	3.6%	4.5%	1.7%	1.1%	1.6%	1.9%	1.8%
Netto	2.8%	3.8%	1.0%	0.3%	1.0%	1.2%	1.1%
ROE	53.1%	45.3%	11.8%	3.8%	10.3%	12.2%	11.0%

Mnożniki bilansu	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
BVPS (PLN)	85.9	131.5	144.5	136.0	145.0	157.9	169.9
Dług netto/EBITDA	0.0	0.9	2.1	2.5	2.1	1.8	1.7
Dług/Kapitał własny	44.7%	94.4%	98.0%	76.1%	71.3%	65.5%	60.9%

Źródło: BM Pekao

Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN mn)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
EPS, GAAP	45.61	59.59	17.00	5.11	15.00	19.19	18.66
Revenue	13 369	12 913	14 085	14 279	12 803	13 373	13 501
Gross margin (%)	7.1%	5.6%	6.3%	6.2%	7.2%	7.2%	7.1%
Operating Profit	485	575	234	159	205	248	240
EBIT	485	575	234	159	205	248	240
EBITDA	502	669	370	307	354	396	388
Pre-Tax Profit	464	509	187	67	152	194	189
Net Income Adj+	374	489	139	42	123	157	153
Net Income, GAAP	374	489	139	42	123	157	153
Net Debt	2	607	759	759	749	717	672
BPS	86	131	145	136	145	158	170
DPS	1.53	4.86	2.38	0.00	6.00	6.30	6.62
Return on Equity (%)	115%	69%	13%	4%	11%	13%	12%
Return on Assets (%)	30%	29%	4%	1%	4%	5%	5%
Depreciation	16	94	137	148	148	148	148
Amortization	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flows	397	-185	121	109	59	84	100
CAPEX	-63	-131	-55	-69	-180	-140	-140

Źródło: BM Pekao

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 12 WRZEŚNIA 2025 R. O GODZINIE 07:50 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 12 WRZEŚNIA 2025 R. O GODZINIE 07:55 CET.

ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

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.

UJAWNIEŃ 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 datą 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
Krzysztof Koziel	Analityk	Unimot	brak	brak	brak	brak

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 powiązanych z nim osób prawnych 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 zamieszczane 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 zawieszone. 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